

**SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA ALIM SATIMA ARACILIK  
FAALİYETLERİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI**



**ÖZLEM ATA**

**TEMMUZ, 2019**

**SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA ALIM SATIMA ARACILIK  
FAALİYETLERİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI**

**ÖZLEM ATA**

**YEDİTEPE ÜNİVERSİTESİ HUKUK FAKÜLTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

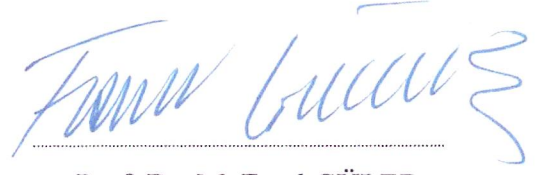
**ÖZEL HUKUK DOKTORA PROGRAMI KAPSAMINDA HAZIRLANAN**

**DOKTORA TEZİ**

**YEDİTEPE ÜNİVERSİTESİ**

**TEMMUZ, 2019**

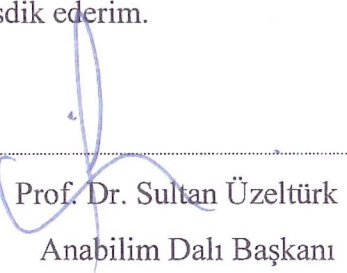
Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı



Prof. Dr. M. Fazıl GÜLER

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Bu tezin Doktora derecesi için gereken tüm şartları sağladığımı tasdik ederim.



Prof. Dr. Sultan Üzeltürk  
Anabilim Dalı Başkanı

Okuduğumuz ve savunmasını dinlediğimiz bu tezin Doktora derecesi için gereken tüm kapsam ve kalite şartlarını sağladığımı beyan ederiz.



Prof. Dr. Mehmet Bahtiyar  
Tez Danışmanı

### Jüri Üyeleri

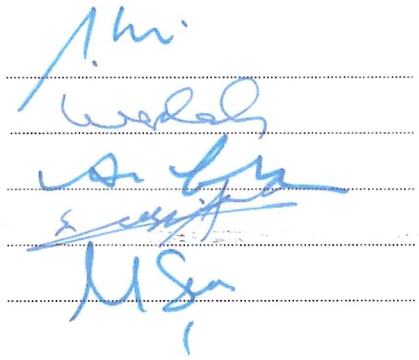
Prof. Dr. Mehmet Bahtiyar (Yeditepe Üniversitesi)

Prof. Dr. Mustafa Topaloğlu (Özyeğin Üniversitesi)

Prof. Dr. Faruk Acar (Marmara Üniversitesi)

Doç. Dr. Salih Önder Yeşiltepe (Medipol Üniversitesi)

Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Fethi Şua (Yeditepe Üniversitesi)



## İNTİHAL

Doktora tezi olarak sunduğum, bu çalışmayı, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yol ve yardıma başvurmaksızın yazdığımı, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu ve bu eserleri her kullanımında alıntı yaparak yararlandığımı belirtir; bunu onurumla doğrularım.

Enstitü tarafından belli bir zamana bağlı olmaksızın, tezimle ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara katlanacağımı bildiririm.

Tarih : 30.07.2019  
Ad/soyad : ÖZLEM ATA

İmza: 

## **ABSTRACT**

Investors who are willing to trade in secondary markets, according to capital markets law, cannot trade without an intermediary. Investors must sign a brokerage agreement with an authorized intermediary and be clients of that intermediary to trade. Intermediaries carry out trading activities on behalf of or for account of investors. Intermediaries trade in accordance to investors' orders and use investors' capital markets instruments or cash in legal transactions with third parties, on behalf of or for account of investors. While trading, intermediaries can engage in illegal activities such as unauthorized using or trading of investors' capital markets instruments or cash, committing fraudulent acts, unnecessary trading for excessive commission fees, acting against client orders, avoiding to provide information to clients; and thus violate investors' rights. Investors can face material loss due to those illegal activities. In this study, we examine regulations and solutions for investor protection against such illegal activities of intermediaries.

***Keywords:*** *Investors, Intermediaries, Secondary Markets, Trading, Brokerage Agreement, Client Orders, Investor Protection*

## ÖZET

Sermaye piyasası hukukunda ikincil piyasalarda alım satım işlemi yapmak isteyen yatırımcılar doğrudan işlem yapamamaktadırlar. Yatırımcılar, alım satıma aracılık faaliyetine yetkili bir yatırım kuruluşuyla aracılık çerçeve sözleşmesi imzalayarak, yatırım kuruluşlarının müşterisi olarak faaliyette bulunabilmektedirler. Yatırım kuruluşları, yatırımcı adına ve hesabına ya da kendi adlarına yatırımcı hesabına işlem yapmaktadırlar. Yatırımcının verdiği talimatlar çerçevesinde, yatırımcıya ait sermaye piyasası araçlarını ya da nakdi üçüncü kişilerle kurulan hukuki ilişkilerde yatırımcı adına veya hesabına kullanmaktadırlar. Yatırım kuruluşlarının yatırımcılara ait bu sermaye piyasası araçlarını ya da nakdi izinsiz kullanmaları veya işleme sokmaları, hileli işlemlerde bulunmaları, yatırımcılardan alacakları komisyonun daha yüksek olması amacıyla gereksiz alım satımlarda bulunmaları, yatırımcıların verdikleri talimatlara aykırı davranmaları, yatırımcılara bilgi vermekten kaçınmaları gibi birtakım yatırımcı haklarını zedeleyici faaliyetlerde bulunması söz konusu olabilmektedir. Bu hukuka aykırı faaliyetler sonucu yatırımcılar zarar görebilmektedir. Çalışmamızda, yatırım kuruluşlarının bu hukuka aykırı faaliyetlerine karşı yatırımcının korunmasına yönelik düzenlemeler ve çözüm yolları incelenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Yatırımcı, Yatırım Kuruluşu, Aracı Kurum, İkincil Piyasalar, Alım Satıma Aracılık Sözleşmesi, Müşteri Emirleri, Yatırımcının Korunması

|   |            |
|---|------------|
| <b>TEZ ONAY SAYFASI</b> .....   | <b>i</b>   |
| <b>İNTİHAL SAYFASI</b> .....  | <b>ii</b>  |
| <b>ABSTRACT</b> .....   | <b>iii</b> |
| <b>ÖZET</b> .....   | <b>iv</b>  |
| <b>KISALTMALAR</b> .....  | <b>xiv</b> |
| <b>GİRİŞ</b> .....  | <b>1</b>   |
| <b>KONUNUN TAKDİMİ VE SINIRLANDIRILMASI</b> .....   | <b>6</b>   |
| <b>BİRİNCİ BÖLÜM</b> .....  | <b>9</b>   |
| <b>SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA YATIRIMCININ KORUNMASINA GENEL BAKIŞ</b> .....                  | <b>9</b>   |
| <b>§ 1. SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA YATIRIMCININ KORUNMASINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR</b> ..... | <b>9</b>   |
| I. Sermaye Piyasasının Mali Piyasadaki Yeri.....  | 9          |
| II. Sermaye Piyasası-Para Piyasası Ayrımı .....   | 9          |
| III. Sermaye Piyasasını Oluşturan Unsurlar .....  | 12         |
| A. Fon Arz Eden Kesim .....   | 13         |
| B. Fon Talep Eden Kesim .....   | 13         |
| C. Sermaye Piyasası Araçları .....  | 15         |
| 1. Kavram.....  | 15         |
| 2. Menkul Kıymetler .....   | 16         |
| 3. Türev Araçlar .....  | 18         |
| 4. Diğer Sermaye Piyasası Araçları .....  | 24         |
| D. Piyasa.....  | 28         |
| 1. Birincil Piyasa İşlemleri .....  | 28         |
| 2. İkincil Piyasa İşlemleri.....  | 29         |
| a) Borsalar .....   | 31         |
| b) Tezgahüstü Piyasalar.....  | 33         |
| 3. Üçüncül ve Dördüncül Piyasa İşlemleri .....  | 35         |
| E. Aracı Kurumlar ve Yardımcı Kuruluşlar .....  | 36         |
| IV. Sermaye Piyasasında Yatırımcı ve Aracı Kurum Kavramı .....                                | 39         |
| A. Yatırımcı Kavramı ve Yatırımcının Sınıflandırılması .....                                  | 39         |
| 1. Bireysel Yatırımcı – Kurumsal Yatırımcı Ayrımı.....  | 40         |
| 2. Profesyonel Müşteri – Genel Müşteri Ayrımı.....  | 42         |

|  |    |
|--|----|
| 3. Nitelikli Yatırımcı Kavramı .....   | 49 |
| 4. Tüketici-Yatırımcı Kavramı.....   | 51 |
| a) Yatırımcının Tüketici Olarak Nitelendirilip Nitelendirilemeyeceğine Dair Görüşler .....   | 52 |
| b) Yatırımcının, Yatırım Kuruluşlarından Yatırım Hizmeti Aldığı Durumda Tüketici Olarak Nitelendirileceğine İlişkin Görüşümüz..... | 56 |
| B. Yatırım Kuruluşu Kavramı .....  | 63 |
| 1. Aracı Kurum Kavramı ve Aracı Kurumun Faaliyetleri .....   | 65 |
| a) Aracı Kurumun Birincil Piyasalardaki Faaliyetleri.....  | 69 |
| b) Aracı Kurumun İkincil Piyasalardaki Faaliyetleri .....  | 71 |
| 2. Aracı Kurum ve Aracı Kuruluş Terimlerinin Ayrımı .....  | 72 |
| 3. Bankaların Yürütebileceği Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri .....  | 75 |
| 4. Aracı Kurumun Kuruluş Şartları .....  | 79 |
| 5. Aracı Kurumun Faaliyet İzni Alma Şartları .....   | 85 |
| 6. Aracı Kurumun Yönetim Kurulu Üyeleri .....  | 89 |
| 7. Aracı Kurumun Merkez Dışı Örgütleri.....  | 89 |
| a) Şubeler .....   | 90 |
| b) İrtibat Büroları.....   | 91 |
| 8. Aracı Kurumun Dışarıdan Hizmet Alımı .....  | 92 |
| 9. Aracı Kurumun Faaliyetlerinin Kendi İsteğiyle Durdurulması ve Faaliyet İzinlerinin İptali.....                                  | 93 |

## **§ 2. SERMAYE PİYASASINDA YATIRIMCININ KORUNMASINA YÖNELİK DÜZENLEMELER .....**

**94**

|   |     |
|---|-----|
| I. Sermaye Piyasalarına Yönelik Düzenlemelerin Gerekçeleri.....                       | 94  |
| A. Piyasa Başarısızlığı Nedeniyle Karşılaşılan Sorunlar .....                         | 97  |
| B. Kamu Tercih Teorisi .....  | 98  |
| II. Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunmasına Yönelik Geliştirilen Sistemler ..... | 99  |
| A. Liyakat Sistemi.....   | 100 |
| B. Kamuyu Aydınlatma Sistemi.....   | 101 |
| III. Karşılaştırmalı Hukukta Yatırımcının Korunmasına İlişkin Düzenlemeler .....      | 104 |
| A. Amerika Birleşik Devletleri .....  | 105 |
| B. Birleşik Krallık .....   | 109 |
| C. Almanya.....   | 111 |



|  |   |            |
|--|---|------------|
| D.   | İsviçre.....  | 114        |
| E.   | Japonya.....  | 115        |
| F.   | Avrupa Birliği Hukuku .....   | 116        |
| IV.  | Türk Hukukunda Yatırımcının Korunması ve İlgili Mevzuat .....   | 121        |
| A.   | Anayasa .....   | 125        |
| B.   | Kanunlar .....  | 126        |
| 1.   | SerPK .....   | 126        |
| 2.   | Diğer Kanunlar.....   | 126        |
| C.   | İkincil Mevzuat .....   | 129        |
| <b>İKİNCİ BÖLÜM.....</b>   |   | <b>132</b> |
| <b>SERMAYE PİYASASINDA ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİ ÇERÇEVESİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI.....</b>                             |   | <b>132</b> |
| <b>§ 1. SERMAYE PİYASASINDA ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİ KAVRAMI....</b>   |   | <b>132</b> |
| I.   | Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyetleri .....   | 132        |
| II.  | Sermaye Piyasasında Alım Satıma Aracılık Faaliyeti .....  | 134        |
| A.   | Alım Satıma Aracılık Faaliyetinin Tanımı .....  | 134        |
| B.   | Alım Satıma Aracılık Faaliyetinin Benzer Kavramlardan Farkı .....   | 136        |
| 1.   | Halka Arza Aracılık Faaliyeti İle Karşılaştırılması.....  | 136        |
| 2.   | Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti İle Karşılaştırılması .....  | 138        |
| 3.   | Portföy Yöneticiliği Faaliyeti ile Karşılaştırılması .....  | 141        |
| <b>§ 2. ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİNDE YATIRIMCININ KORUNMASINA YÖNELİK DÜZENLEMELER ve TARAFLARIN YÜKÜMLÜLÜKLERİ .....</b> |   | <b>143</b> |
| I.   | Alım Satıma Aracılık Faaliyetinde Yatırımcının Korunmasının Gerekliliği .....                                     | 143        |
| II.  | Alım Satıma Aracılık Sözleşmesi.....  | 145        |
| A.   | Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Hukuki Niteliği .....  | 147        |
| B.   | Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Hukuki Niteliğinin Vekalet Sözleşmesi Olduğu Yönündeki Görüşümüz ..... | 148        |
| C.   | Alım Satıma Aracılık Sözleşmesinin Tarafları.....   | 150        |
| 1.   | Emir İletimine Aracılık Faaliyeti Sözleşmesinin Tarafları .....   | 150        |
| 2.   | İşlem Aracılığı Faaliyeti Sözleşmesinin Tarafları .....   | 153        |
| 3.   | Portföy Aracılığı Faaliyeti Sözleşmesinin Tarafları.....  | 154        |
| D.   | Alım Satıma Aracılık Sözleşmesinin Şekli ve Kapsamı.....  | 156        |
| E.   | Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Bireysel Sözleşmeler .....   | 158        |

|  |     |
|--|-----|
| 1. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin, Taraflara Bireysel Sözleşme Yapma Borcu Yükleyip Yüklemediği Sorununun İncelenmesi .....                    | 159 |
| 2. Bireysel Sözleşmelerin Hukuki Niteliği .....  | 161 |
| F. Kredili Sermaye Piyasası İşlemleri, Açığa Satış ve Ödünç İşleminin Alım Satım Faaliyeti İçerisinde Kabul Edilip Edilmeyeceği Sorununun İncelenmesi..... | 164 |
| G. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Mesafeli Sözleşme Şeklinde Kurulması ve Finansal Hizmetlere Yönelik Mesafeli Sözleşmeler.....                | 168 |
| 1. Finansal Hizmetlere Yönelik Mesafeli Sözleşmelerde Ön Bilgilendirme .....   | 172 |
| 2. Sermaye Piyasası Alım Satıma Aracılık Sözleşmelerinde Cayma Hakkının Kullanılmaması .....   | 175 |
| H. Alım Satıma Aracılık Faaliyetinde Finansal Altyapı Kuruluşlarının Rolü .....  | 176 |
| 1. Merkezi Takas Sistemi .....   | 176 |
| 2. Merkezi Karşı Taraf Sistemi .....   | 179 |
| 3. Merkezi Kayıt ve Saklama Sistemi .....  | 181 |
| İ. Teminatlandırma.....  | 184 |
| 1. Belirli Sermaye Piyasası Faaliyetlerinde Bulunanlardan Talep Edilen Teminatlar .....  | 185 |
| 2. Bir Sermaye Piyasası Kurumunun Teminat Verme Yükümlülüğü.....   | 187 |
| a) Aracı Kurumun SPK'ya Yatıracağı Teminat .....   | 187 |
| b) Sermaye Piyasası Kurumlarının Merkezi Takas Kuruluşlarına Yatıracakları Teminatlar .....  | 190 |
| c) Sermaye Piyasası Kurumlarının Borsalara Yatıracakları Teminatlar .....  | 191 |
| J. Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler .....   | 192 |
| 1. Emir İletimine Aracılık İşlemlerinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler .....   | 192 |
| 2. İşlem Aracılığı Faaliyetinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler .....   | 194 |
| 3. Portföy Aracılığı Faaliyetinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler .....   | 196 |
| III. Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Yatırım Kuruluşunun Yatırımcıya Karşı Borçları.....  | 198 |
| A. Yatırım Kuruluşlarının Müşteri Emirleri ile İlgili Uyması Gereken Kurallar.....   | 200 |
| 1. Müşteri Emirleri.....   | 200 |

|   |     |
|---|-----|
| 1. Emirlerin Hukuki Niteliği.....   | 208 |
| 2. Emir Tipleri .....   | 210 |
| a) Günlük Emir.....   | 210 |
| b) Limit Fiyatlı Emirler .....  | 211 |
| c) Kalanı İptal Et (KİE) Emri .....   | 211 |
| d) Piyasa Emirleri ( <i>Market Orders</i> ).....  | 211 |
| e) Piyasadan Limite Emirler.....  | 211 |
| f) Koşullu Emirler.....   | 212 |
| g) Dengeleyici Emirler .....  | 212 |
| h) Küsarat Emirler .....  | 212 |
| i) Özel Emirler.....  | 212 |
| j) Kotasyon Emirleri .....  | 212 |
| k) Orta Nokta ( <i>Mid-Point</i> ) Emirleri .....   | 213 |
| l) Ağırlıklı Ortalama Fiyat Emirleri .....  | 213 |
| m) Açığa Satış Emirleri.....  | 213 |
| 3. Emirlerde Geçerlilik Süreleri.....   | 213 |
| a) İptale Kadar Geçerli Emir.....   | 213 |
| b) Gerçekleşmezse İptal Et Emri.....  | 214 |
| c) Tarihli Emir .....   | 214 |
| 5. Emirlerin Kabul Edilmesi ve Eşleştirilmesi.....  | 214 |
| 6. Yatırım Kuruluşlarının Emirleri Gerçekleştirirken Uymaları Gereken Kurallar.....                     | 217 |
| a) Emir Gerçekleştirme Politikası .....   | 217 |
| b) Çerçeve Sözleşmede Öngörülen Hükümler .....  | 218 |
| c) Müşteri Emrini En İyi Şekilde Gerçekleştirme Yükümlülüğü ( <i>Best Execution Rule</i> ) .....        | 218 |
| aa) MiFID II'nin Müşteri Emrini En İyi Şekilde Gerçekleştirme Yükümlülüğü Düzenlemesi.....              | 219 |
| bb) III-37.1 sayılı Tebliğ'de Müşteri Emrini En İyi Şekilde Gerçekleştirme Yükümlülüğü Düzenlemesi..... | 221 |
| d) Özen ve Sadakat Borcu .....  | 224 |
| 7. Emirlerin Tasfiyesi .....  | 225 |
| a) Borsada İşlem Gören Kaydi Sermaye Piyasası Araçlarının Devri ve MKK Kaydının Hukuki Niteliği.....    | 228 |
| b) Yatırım Kuruluşunun Yatırımcı Alacaklarını Müşteri Hesabına Aktarmasının Hukuki Niteliği .....       | 236 |

|   |   |            |
|---|---|------------|
| B.  | Yatırım Kuruluşlarının Alım Satım Aracılık Faaliyetini Yerine Getirirken Yatırımcıya Karşı Borçları ve Uymaları Gereken Kurallar..... | 238        |
| 1.  | Dürüst, Hakkaniyetli ve Özenli Davranma .....   | 239        |
| 2.  | Müşteri Hakkında Bilgi Toplama.....   | 243        |
| a)  | Müşteriyi Tanıma .....  | 243        |
| b)  | Müşterinin Mali Yapısı Hakkında Bilgi Edinme.....   | 245        |
| 3.  | Müşterilere Bilgi ve Hesap Verme .....  | 247        |
| 4.  | Çıkar Çatışmalarını Önleme .....  | 249        |
| a)  | Yatırım Kuruluşu ile Yatırımcı Arasındaki Çıkar Çatışmaları .....   | 250        |
| b)  | Yatırımcıların Kendi Aralarındaki Çıkar Çatışmaları.....  | 254        |
| 5.  | Kaynaklarını Etkin Şekilde Kullanma.....  | 255        |
| 6.  | Şeffaf Olma .....   | 255        |
| IV.   | Alım Satım Aracılık Sözleşmesinde Yatırımcının Yatırım Kuruluşuna Karşı Borçları.....   | 256        |
| A.  | Ücret ve Masrafları Ödeme Borcu.....  | 256        |
| B.  | Sermaye Piyasası Aracının veya Nakdin Teslimi Borcu.....  | 257        |
| C.  | Bilgi Verme Borcu .....   | 258        |
| D.  | İnternet Üzerinden Yapılan İşlemlere İlişkin Bilgilerini Koruma Yükümlülüğü .....   | 259        |
| <b>§ 3. TÜREV ARAÇ TÜRLERİ ve TÜREV ARAÇ ALIM SATIMINA ARACILIK FAALİYETİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI .....</b> |   | <b>260</b> |
| I.  | Türev Araç Türleri.....   | 260        |
| A.  | Vadeli İşlem (Futures) Sözleşmeleri .....   | 260        |
| B.  | Forward Sözleşmeleri .....  | 261        |
| C.  | Opsiyon Sözleşmeleri .....  | 262        |
| D.  | Swap Sözleşmeleri .....   | 264        |
| E.  | Kaldıraçlı İşlem Sözleşmeleri .....   | 264        |
| II.   | Türev Araç Alım Satımına Aracılık Sözleşmesi ve Sözleşmenin Tarafları.....  | 266        |
| II.   | Türev Araç Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerindeki Bireysel Sözleşmeler ve Bireysel Sözleşmelerin Hukuki Niteği.....                 | 267        |
| III.  | Türev Araç Alım Satımına Aracılık Sözleşmesinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler .....                              | 269        |
| A.  | Tezgahestü Türev Araç Alım Satımına İlişkin Özel Düzenlemeler .....   | 270        |
| B.  | Kaldıraçlı İşlemlere İlişkin Özel Düzenlemeler.....   | 274        |
| IV.   | Türev Araç İşlemlerinde Müşteri Emirlerine İlişkin Özel Düzenlemeler .....  | 277        |
| V.  | Türev Araç Alım Satım İşleminin Kumar Sayılıp Sayılmayacağı Sorununun Yatırımcının Korunması Açısından İncelenmesi.....               | 279        |

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....283**

**SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİNDE  
YATIRIMCININ KORUNMASINA İLİŞKİN DİĞER ÖNEMLİ KONULAR .....283**

**§ 1. ALIM SATIMA ARACILIK ÇERÇEVE SÖZLEŞMESİNDEKİ HÜKÜMLERİN  
GENEL İŞLEM KOŞULLARI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ .....283**

|  |     |
|--|-----|
| I. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmeleri .....   | 283 |
| II. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Koşullarının Denetimi ...  | 283 |
| A. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesindeki Genel İşlem Koşullarının Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamında Denetimi .....   | 285 |
| 1. Çerçeve Sözleşmelerde Sermaye Piyasası Mevzuatına Aykırı Hükümlere Yer Verilememesi .....   | 289 |
| 2. Çerçeve Sözleşmelerde Müşterilerin Haklarını Ciddi Şekilde Zedeleyici ve Yatırım Kuruluşları Lehine Tek Taraflı Olağanüstü Haklar Sağlayan Hükümlere Yer Verilememesi ..... | 289 |
| 3. Çerçeve Sözleşmelerde Müşteri Emirlerinin İspatı Yükünü Müşteride Bırakan Hükümlere Yer Verilememesi .....  | 290 |
| B. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Tüketicinin Korunmasına İlişkin Mevzuat Kapsamında Denetimi .....  | 293 |
| C. Sermaye Piyasası Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Türk Borçlar Kanunu Kapsamında Denetimi .....   | 295 |
| III. Alım Satıma Aracılık Sözleşmelerinde Öngörülebilir Genel İşlem Koşulları ve Bunların Denetimi .....   | 297 |
| A. Yatırım Kuruluşunun Sorumsuzluğuna İlişkin Kayıtlar .....   | 297 |
| 1. Yatırım Kuruluşunun Kendi Kusurundan Sorumlu Olmayacağına İlişkin Kayıtlar .....  | 298 |
| 2. Ehliyetsizlik Nedeniyle Sorumsuzluk Kayıtları .....   | 299 |
| 3. Yardımcı Kişilerin Kusurlu Hareketinden Sorumsuzluğa İlişkin Kayıtlar .....   | 301 |
| 4. Sahtecilik Nedeniyle Sorumsuzluk Kayıtları.....   | 302 |
| 5. İletişim Araçlarındaki Aksaklıklara İlişkin Öngörülen Sorumsuzluk Kayıtları .   | 304 |
| B. Sorumluluğu Müşteriye Yükleyen Kayıtlar .....   | 305 |
| C. Yatırım Kuruluşuna Sözleşme Koşullarını Değiştirme Yetkisi Tanıyan Kayıtlar .....   | 305 |
| D. Usul Hukukuna İlişkin Öngörülebilir Genel İşlem Koşulları.....  | 307 |
| 1. Yetki Sözleşmesine İlişkin Kayıtlar .....   | 307 |
| a) Yetki Sözleşmesi .....  | 307 |

|   |     |
|---|-----|
| b) Yetki Sözleşmesinin/Şartının Genel İşlem Koşulu Olarak Değerlendirilmesi ..... | 309 |
| 2. İspat Yükünü Değiştiren Kayıtlar .....   | 310 |
| 3. Delil Sözleşmelerine İlişkin Kayıtlar .....                                    | 311 |

## **§ 2. ALIM SATIMA ARACILIK SÖZLEŞMELERİNDEKİ İRADE BOZUKLUĞU VE AŞIRI YARARLANMA HALLERİ .....313**

|  |     |
|--|-----|
| I. İrade Bozuklukları .....                    | 313 |
| A. Yanılma .....                               | 313 |
| 1. Açıklamada Yanılma .....                    | 314 |
| 2. Saikte Yanılma .....                        | 315 |
| B. Aldatma .....                               | 316 |
| C. Korkutma .....                              | 316 |
| II. İrade Bozukluğu Hâllerinin Sonuçları ..... | 317 |
| III. Aşırı Yararlanma ve Sonuçları .....       | 319 |

## **§ 3. YATIRIMCI VARLIKLARININ KORUNMASI ve YATIRIMCI TAZMİN SİSTEMİ 319**

|   |     |
|---|-----|
| I. Yatırım Kuruluşlarının Mali Durumunun Bozulması.....   | 319 |
| II. Yatırımcı Tazmin Sisteminin Amacı ve Ortaya Çıkışı .....  | 326 |
| III. Yatırımcı Tazmin Merkezi'nin Hukuki Statüsü ve Benzer Kurumlarla Karşılaştırılması.....                    | 329 |
| A. YTM'nin TMSF'ye Benzerliği ve TMSF Sisteminin TTK Anlamında Sigorta İlişkisi Doğurup Doğurmadığı Sorunu..... | 331 |
| B. YTM Sisteminin TTK Anlamında Bir Sigorta İlişkisi Doğurmadığı Yönündeki Görüşümüz .....                      | 333 |
| IV. Yatırımcı Tazmin Merkezinin Yapısı ve Gelirleri .....   | 338 |
| V. Tazmin Kararı ve Alacaklılar Cetvelinin Hazırlanması Usulü .....   | 340 |
| VI. Tazminin Kapsamı .....  | 343 |
| VII. Tazmin Koruması Dışındaki Kişi ve Kurumlar .....   | 347 |
| VIII.Hak Sahibi Yatırımcıların Tazmini Usulü ve Tazminin Kapatılması.....                                       | 350 |
| IX. Tedrici Tasfiye .....   | 351 |

## **§ 4. UYUŞMAZLIKLARIN ÇÖZÜMÜ .....355**

|   |     |
|---|-----|
| I. Genel Yargı Yolu ve Zorunlu Arabuluculuk Yöntemi .....                         | 356 |
| II. Tahkim Yolu.....  | 359 |
| III. Uyuşmazlıkların TSPB Müşteri Uyuşmazlıkları Hakem Heyeti Yoluyla Çözümü..... | 361 |
| IV. Uyuşmazlığın Borsada Çözümü .....   | 364 |
| A. Uyuşmazlığın Borsa İşlemi Olması .....   | 364 |
| B. Borsa Uyuşmazlığının Tarafları .....   | 365 |

|  |            |
|--|------------|
| <b>SONUÇ.....</b>                      | <b>367</b> |
| <b>KAYNAKÇA .....</b>                  | <b>374</b> |
| <b>DİĞER ÇEVİRİMİÇİ KAYNAKLAR.....</b> | <b>404</b> |



## KISALTMALAR

|                |   |
|----------------|---|
| <b>AB</b>      | : Avrupa Birliği                                      |
| <b>ABD</b>     | : Amerika Birleşik Devletleri                         |
| <b>AÜHFD</b>   | : Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi         |
| <b>AŞ</b>      | : Anonim Şirket                                       |
| <b>BATİDER</b> | : Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi                     |
| <b>BİST</b>    | : Borsa İstanbul Anonim Şirketi                       |
| <b>bkz.</b>    | : bakınız   |
| <b>CESR</b>    | : Committee of European Securities Regulators         |
| <b>C.</b>      | : Cilt  |
| <b>dn.</b>     | : dipnot  |
| <b>E.</b>      | : Esas  |
| <b>FINRA</b>   | : Financial Industry Regulation Authority             |
| <b>Fon</b>     | : Yatırımcıları Koruma Fonu                           |
| <b>ESerPK</b>  | : 2499 sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu           |
| <b>GÜHFD</b>   | : Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi           |
| <b>HD.</b>     | : Hukuk Dairesi                                       |
| <b>HMK</b>     | : 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu               |
| <b>IOSCO</b>   | : International Organization of Securities Commission |
| <b>İBK</b>     | : İçtihadı Birleştirme Kararı                         |
| <b>İMKB</b>    | : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası                   |



**Karş.** : Karşılaştırınız

**Kaydileştirme Tebliği** : II.13-1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ

**Kurul** : Sermaye Piyasası Kurulu

**MİHDER** : Medeni Usul ve İcra İflas Hukuku Dergisi

**MiFID** : Markets in Financial Instrument Directive

**MKK Yönetmeliği** : Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik

**MKT Yönetmeliği** : İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği

**NASD** : The National Association of Securities Dealers

**NYSE** : New York Stock Exchange

**OR** : Obligationenrecht (İsviçre Borçlar Kanunu)

**Pay Yönergesi** : Borsa İstanbul A.Ş. Pay Yönergesi

**PCAOB** : Public Company Accounting Oversight Board

**RG** : Resmi Gazete

**s.** : Sayfa

**S.** : Sayı

**SEC** : Securities and Exchange Commission

**SerPK** : 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

**SPK** : Sermaye Piyasası Kurulu

**Takas Yönetmeliği** : İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Takas Yönetmeliği

**Takas Kuruluşları Yönetmeliği** : Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik

**TBK** : 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu

**Tedbirler Yönetmeliği** : Suç Gelirlerinin Aklanmasının Ve Terörün Finansmanının Önlenmesine Dair Tedbirler Hakkında Yönetmelik

**TMK** : 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu

**TSPAKB** : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

**TSPB** : Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

**TTK** : 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu

**Yönetmelik** : Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği

**YTM** : Yatırımcı Tazmin Merkezi

**YÜHFD** : Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi

## GİRİŞ

Bir ülke ekonomisinin büyümesinin ve gelişmesinin yollarından biri, tasarruf sahibi olanların âtil durumda bulunan birikimlerini ekonomik döngü içine sokmalarıdır. Çünkü, sermaye yetersizliği sorunu, mevcut sermayenin etkin bir şekilde kullanılmaması dolayısıyla yatırım yapılamaması ve istihdam yaratılamaması, ülkelerin ekonomik gelişmelerinin önündeki engellerdir<sup>1</sup>. Bu nedenle, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını fon talep edenlerin hizmetine sunarak yeni yatırımların önünü açması, ülke ekonomisi için oldukça yararlı olup millî gelirin artmasını sağlamakta, enflasyon ile mücadelede de etkili olmaktadır<sup>2</sup>.

Tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasında tasarruflarını kullandırması, bu tasarrufların ekonomik döngüye girmesinin yollarından biridir. Sermaye piyasasının temel amacı da tek başlarına fazla bir önemi olmayan küçük tasarrufların, sermaye piyasasındaki araçlar yoluyla yatırımlara yönlendirilmesidir<sup>3</sup>. Bu şekilde, tasarruf sahibi olan kesim ile fon ihtiyacında olan kesim sermaye piyasasında karşılaşır ve âtil durumdaki tasarruflar, fon ihtiyacı olanlara geçer. Fon ihtiyacı olanlar da bu tasarrufları yatırımlarda kullanarak üretime dönüştürürler. Üretimle birlikte yeni iş sahaları açılır ve bu şekilde de ülke ekonomisinin büyümesine katkıda bulunmuş olur. Dolayısıyla, ekonomik düzenin amaçlarından biri de tasarruf sahiplerinin âtil durumdaki bu tasarruflarının ekonomik döngü içine sokulması ve yatırım yapılması için tasarruf sahiplerinin ikna edilmesidir.

Tasarruf sahiplerinin, yıllarca kazançlarından tasarrufta bulunarak oluşturdukları birikimlerini sermaye piyasasında değerlendirmeleri konusunda ikna edilebilmesi için öncelikle piyasanın düzenlenmesi ve piyasaya duyulan güvenin artması sağlanmalıdır. Tasarruf sahiplerine güvenli seçenekler sunan, denetimli bir piyasanın oluşmasına zemin hazırlanmalıdır. Zira sistemin aktörlerinden tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasına duydukları güven artınca, daha fazla miktarda tasarruf piyasaya sunulurken bunların yatırımlara dönüşmesi sağlanır. Bu şekilde de hem fon talebinde olanlar ihtiyaçlarını elde

---

<sup>1</sup> Adil **Koruyan**, “Sermaye Piyasasında Kurumsallaşma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Şekillenmesi Üzerinde Etkisi”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:54, Aralık 1996, s. 161.

<sup>2</sup> Zühtü **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s. 2.

<sup>3</sup> **Aytaç**, Hisse Senetleri, s. 2.

etmiş olurlar hem de fonlarını piyasaya arz eden tasarruf sahipleri âtil durumda bulunan finansal kaynaklarını kullanarak gelir elde etme imkanına kavuşurlar.

Sermaye piyasasının işlevini sürdürebilmesi ve tasarruf sahiplerinin piyasaya güvenerek fon akışını sağlaması için tasarruf sahiplerinin korunması gerekmektedir. Bu nedenle, sermaye piyasasının teşkilatlanmasına ve bu piyasayı denetleyen ve düzenleyen kurumlara ilişkin hukuki düzenlemelerin yapılmasına, sermaye piyasası oyuncularının tanımlanmasına ve hak ve görevlerinin hukuk kuralları ile belirlenmesine ihtiyaç vardır. Söz konusu düzenlemeler, bazı sermaye piyasası işlemleri için bir takım şartlar getirilmesi, devletin sermaye piyasasının işleyişini bozacak ve piyasaya zarar verecek işlem ve faaliyetleri yasaklaması, bir takım sermaye piyasası araçlarının devlet tarafından özendirilmesi ve desteklenmesi şeklinde olabilmekte, piyasanın genel işleyişine yönelik olarak gözetim ve denetim mekanizmalarına yer verilmektedir<sup>4</sup>. Sermaye piyasasına yönelik tüm bu düzenlemelerin toplamı da sermaye piyasasının hukuki yönünü oluşturmaktadır<sup>5</sup>.

Sermaye piyasasında yatırımcının, yatırım kararını vermesi için ihtiyacı olan bilgileri doğru ve eksiksiz bir biçimde edinmesinin sağlanması sermaye piyasasında yatırımcının korunması kapsamına girmektedir. Bu durum, tasarruf sahipleri ile fon ihtiyacında olan tarafların işlem yapması sırasında doğabilecek asimetrik bilgi sorununu ilgilendirmektedir. Asimetrik bilgi sorunu<sup>6</sup> (*bilgi dağılımı sorunu - information asymmetry*), fon arz eden kesim ile fon talep eden kesim arasındaki bilgi eşitsizliğidir. Zira, finansal bir sözleşmede sözleşmenin bir tarafını oluşturan ve sermaye piyasası aracını ihraç

---

<sup>4</sup> Cemal **Küçüksozen**, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s. 9.

<sup>5</sup> Mustafa Sencer **Kara**, Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Anabilim Dalı, Ticaret Hukuku Bilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2006, s. 25.

<sup>6</sup> Asimetrik bilgi sorunu ile ilgili araştırma yapan **Stigler**, araştırmasında bilginin güç demek olduğunu belirterek, bir tüketicinin satın alacağı mal ile ilgili tüm satıcıların fiyatlarını bilirse en düşük fiyata satan satıcıyla anlaşacağını, ancak tüketicinin tüm satıcıları dolaşarak bu malı en düşük fiyata satan satıcıyı bulmasının bir maliyet gerektirdiğini, tüketicinin bu maliyete katlanmak istemediği durumda da bilgisiz kalacağını kaleme almıştır. George **Stigler**, “The Economics of Information”, Journal of Political Economy, Vol. 69, 1961, s. 213-225; Asimetrik bilgi sorunu ile ilgili ayrıntılı bilgi ve örnekler için bkz. George A. **Akerlof**, “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism”, Quarterly Journal of Economics, C. 84, Sayı: 3, 1970, s. 488-500; Jonas **Niemeyer**, “An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to Go after the Lamfalussy Report?”, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, S. 482, 14 Aralık 2001, s. 18 vd; Güven **Sak**, Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and an Evaluation of Turkish Experience in the 1980’s, Ankara 1994, 16 vd.; Mustafa Sencer **Kara**, Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 23, S. 2, 2015, s. 133-134.

eden şirketler ile diğer tarafını oluşturan tasarruf sahiplerinden oluşan kesimin sahip oldukları bilgi seviyesi çok farklıdır. Sermaye piyasası araçlarını ihraç eden bir şirket ile bu şirketin yöneticileri, elbette ki yapacakları yatırımlar ve sermaye piyasası araçları konusunda yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptir. Oysa bireysel (küçük) tasarruf sahiplerinin uzmanlık alanı gerektiren bu piyasa hakkındaki bilgileri azdır. Sermaye piyasası kolayca “herkes” tarafından anlaşılabilen bir piyasa değildir. Sermaye piyasasının işleyişi ve bu işleyişin anlaması uzmanlık gerektirmektedir. Sermaye piyasasının kurumları, araçları, bu piyasadaki elde edilebilecek gelir ve bu piyasanın risklerinin anlaşılmasında küçük yatırımcıların yeterince bilgi sahibi olduğu söylenemez<sup>7</sup>. Küçük tasarruf sahiplerinin bilgiye ulaşımının zor olması ve bu nedenle tam, zamanında ve doğru bilgiye ulaşamamaları asimetrik bilgi sorunuyla karşılaşılması riskini doğurmaktadır. Bu nedenle, asimetrik bilgi sorununun doğmasının engellenmesi için gerekli önlemlerin alınması ve düzenlemelerin yapılması, küçük yatırımcıların korunması açısından son derece gereklidir<sup>8</sup>.

Sermaye piyasası hukukunda yatırımcının korunması, hem birincil piyasalarda yatırımcı ilk kez halka arz edilen sermaye piyasası araçlarını satın aldığı sırada, hem de ikincil piyasalarda hâli hazırda halka arz edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım-satımını gerçekleştirmesinde gereklidir. Her iki piyasada da yatırım kuruluşları, fon arz eden yatırımcılar ile fon talep eden ihraççıların karşılaşmasına yardım etmektedirler. Bu fon alışverişinin sadece yatırımcılar ve ihraççılar arasındaki doğrudan bir ilişki ile değil de yatırım kuruluşları vasıtası ile yapılmasının çeşitli nedenleri vardır.

Birincil piyasalarda, piyasada tanınmış ve iyi durumda bulunan bir ihraççının dahi halka arz yoluyla ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını yatırım kuruluşuna ihtiyaç duymaksızın sirküler ve ilanlar yolu ile doğrudan yatırımcılara duyurabilmesi söz konusu

---

<sup>7</sup> Nisim Franko, “Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi: Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı”, BATİDER 1985, C. 13, S.2, s. 18.

<sup>8</sup> Ancak bu durum, yatırımcının aldığı yatırım kararındaki risklere ve yaptığı hatalara karşı korunması ve önceden bilgilendirilmesi gerektiği anlamına gelmez. Zira, sermaye piyasası, piyasadaki fiyat iniş-çıkışları nedeniyle yatırım yapanlar açısından hâli hazırda kendi içerisinde olağan riskler taşımaktadır. Bu sebeple, sermaye piyasasında, yatırımcının olağan riskler nedeni ile zarara uğraması mümkün olup yatırımcının bu riskler nedeniyle uğrayabileceği zararlar yatırımcının korunması ve tazmini kapsamında yer almamaktadır. Bu noktada üzerinde durulması gereken konu, yatırımcının gerçekten almak istediği riski alıp almadığına karar verebilmektir. Çünkü sermaye piyasasında riske bağlı olarak kazanç elde edildiği gerçeği yatırımcı tarafından da bilinmektedir. Niemeyer, s. 27; Ahmet Kerem Özşahin, “Yatırımcı Güveni Ekseninde Yatırımcıların Korunması”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), Ağustos 2011, s. 306.

olsa da, ihracın daha çok sayıdaki yatırımcıya ve özellikle uluslararası piyasalara ulaşabilmesi için aracı kurumlara ihtiyaç duyulmaktadır<sup>9</sup>. Bu husus, henüz yeni kurulmuş ve tanınmamış bir şirket için daha elzem bir ihtiyaçtır. Dolayısıyla, birincil piyasalarda ilk kez halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının daha geniş kitlelere ulaşabilmesini sağlamak için aracı kurumların halka arza aracılık etmeleri gerekmektedir. Aracı kurum, halka arza aracılık taahhüdünü mali durumunun zayıflığı gibi nedenlerle gereği gibi yerine getiremediği durumda hedeflediği fona kavuşamayan şirket, projelerini gerçekleştiremeyecek ve değer kaybedecek, dolayısıyla da halka arz edilen sermaye piyasası araçlarını hâli hazırda satın almış olan yatırımcıların zarara uğraması gündeme gelecektir<sup>10</sup>.

İkincil piyasalarda ise yatırımcıların borsalara ancak yatırım kuruluşları vasıtasıyla erişebilmesi, borsaların alım satım işlemleri için yatırımcılar yerine uzmanlaşmış meslekî bilgiyi haiz yatırım kuruluşlarıyla çalışmayı tercih etmeleri<sup>11</sup>, sermaye piyasası faaliyetlerinin alım-satım işlemleri, yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği, sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması vb. farklı ve karmaşık işlemleri içermesi ve bu işlemler gerçekleştirilirken doğrudan tasarruf sahipleri ile fon talep edenleri karşılaştırmak yerine alanında uzmanlaşmış, teknik bilgiye sahip yatırım kuruluşlarının bunları gerçekleştirmesinin daha sağlıklı olması<sup>12</sup> olarak sıralanabilir. Bu gibi nedenlerle, ikincil piyasalarda da yatırımcılar sermaye piyasası işlemlerinde yatırım kuruluşlarıyla çalışmak zorunda oldukları için yatırımcıların tasarruflarının karşı tarafa geçişi sırasında bu tasarruflar yatırım kuruluşları vasıtasıyla karşı tarafa teslim edilmekte, yapılan işlemler sonucu elde edilecek gelirler de yatırım kuruluşları vasıtasıyla yatırımcılara ödenmektedir. Yatırımcıların mülkiyetinde bulunan bu varlıkların yatırım kuruluşlarının elinde bulunması, zaman zaman yatırım kuruluşlarının hileli davranışlarda bulunarak yatırımcı varlıklarını yatırımcının izni olmaksızın kullanmasını veya yatırım kuruluşlarının mali yönden güçsüzlüğe düşmesi sebebiyle yatırımcılara karşı yüklendikleri sermaye piyasası araçlarını teslim etme ya da nakit ödeme yükümlülüklerini ifa edememelerini gündeme

---

<sup>9</sup> Oğuz Kürşat **Ünal**, Aracı Kurumlar: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, Ankara 1997, s. 67.

<sup>10</sup> Saim **Kılıç**, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, SPK Yeterlik Etüdü, 1997, s. 16-17.

<sup>11</sup> Tevfik **Kınık**, Elektronik Finansın Gelişimi Karşısında Aracı Kuruluşlar, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2002, s. 15.

<sup>12</sup> **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 68.

getirmektedir<sup>13</sup>. Öte yandan, asimetrik bilgi sorunu sadece fon talep edenler ile yatırımcılar arasında görülmeyip, yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasında da ortaya çıkabilmektedir<sup>14</sup>. Çünkü, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili hizmet sunan yatırım kuruluşlarının hizmetleri de tıpkı para piyasasında bankaların hizmetleri gibi güvene dayalı hizmetler<sup>15</sup> olup yatırımcının bu işlemlerin doğruluğunu denetleyebilmesi oldukça masraflıdır. Yatırım kuruluşları, yatırımcılar tarafından çok sınırlı ve zor koşullarda elde edilebilecek bilgiye sahip olup burada da yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında temsil eden ve temsil edilen arasındaki çıkar çatışması söz konusu olabilmektedir<sup>16</sup>. Yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki çıkar çatışması, yatırım kuruluşunun daha fazla komisyona hak kazanabilmek için gereksiz ve ölçüsüz işlem yapması (*churning*), yatırım kuruluşlarının vakıf oldukları bilgileri yatırımcıların güvenini suistimal ederek manipüle etmesi, tutarsız bilgileri yayması gibi durumlarda ortaya çıkmakta ve yatırımcıların sermaye piyasasından çekilmelerine dahi neden olabilmektedir<sup>17</sup>.

---

<sup>13</sup> Kılıç, s. 16-17.

<sup>14</sup> Onur Kalkan/Mehmet Onur, “Yatırımcının Korunması Kapsamında Yatırım Kuruluşlarının İç Denetim Faaliyetleri ve Öneriler”, Bankacılar Dergisi, Sayı 103, 2017, s. 58.

<sup>15</sup> “Güven” kurumunun hukuki dayanağı Türk Medeni Kanunu m. 2 hükmündeki dürüstlük kuralından gelmektedir. Ahmet Battal, Güven Kurumu Nitelendirmesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2001, s. 11 vd.

<sup>16</sup> Jonas Neiemeyer, “An Economim Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to Go after the Lamfalussy Report?”, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, S. 482, 14 Aralık 2001, s. 24 <https://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf> (Erişim Tarihi: 05.12.2018); Thomas M.J Möllers/Erhan Temel, “Sermaye Piyasası Hukukunda Düzenleme ve Denetimde Etkinlik Amprik ve Ekonomik Argümanların Özel, Ceza ve Kamu Hukuku Yapıtlarına Gerekçe Olarak Kullanılması”, BATİDER 2008, C. 24, S. 3, s. 51.

<sup>17</sup> Möllers/Temel, s. 42.

## KONUNUN TAKDİMİ VE SINIRLANDIRILMASI

Çalışmanın konusunun çerçevesi, sermaye piyasası faaliyetlerinden alım satıma aracılık faaliyetidir. Bu sebeple, birincil piyasalarda, halka arza aracılık faaliyetinde yatırımcının korunması çalışma kapsamı dışında tutulmuş; ikincil piyasalarda alım satıma aracılık faaliyeti çerçevesinde yatırımcıyı koruyan düzenlemeler incelenmiştir. Alım satıma aracılık faaliyeti de uygulamada en çok kullanılan pay alım satımı ve türev araçların alım satımı konularıyla sınırlandırılmıştır.

Sermaye piyasası mevzuatında, alım satıma aracılık faaliyetleri yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilmektedir. Yatırım kuruluşları arasında aracı kurumlar, bankalar ve diğer sermaye piyasası kurumları vardır. Sermaye piyasası mevzuatında ise alım satıma aracılık faaliyetiyle ilgili düzenlemelerde genel olarak yatırım kuruluşlarıyla ilgili ve özel olarak aracı kurumlarla ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Bankaların kuruluşu ve işleyişi ile ilgili özel düzenlemeler Bankacılık Kanunu'nda yer almaktadır. Bu sebeple biz de çalışmamızda sermaye piyasası mevzuatına uygun şekilde yatırım kuruluşlarıyla ilgili düzenlemelerde aracı kurumlar ve bankaları kapsayan “yatırım kuruluşları” terimini kullanmayı, aracı kurumlarla ilgili özel düzenlemelerde ise “aracı kurum” terimini kullanmayı uygun bulduk. Bir yatırım kuruluşu olan bankalarla ilgili özel düzenlemeler ise çalışmamızın kapsamı dışında tutulmuştur. Bu çalışmada, bankalara ilişkin düzenlemeler yalnızca alım satıma aracılık faaliyetlerini ilgilendiren hususlardaki düzenlemeler olup “yatırım kuruluşu” kavramı altındaki açıklamalarımızda mevcuttur.

Sermaye piyasası alım satım işlemlerinde yatırım kuruluşlarına karşı yatırımcıların korunması için öngörülen düzenlemeler, zararın meydana gelmesini önleyici düzenlemeler ve bir kez zarar meydana geldikten sonra zararın giderilmesini sağlayıcı telafi edici düzenlemeler olarak ikiye ayrılmaktadır. Yatırım kuruluşlarının mali yetersizliğe düşmeleri ya da iflâs etmeleri gibi yatırımcılara karşı yükümlülüklerini yerine getirmelerini zorlaştıracak durumlara ilişkin düzenlemeler önleyici düzenlemeler, yatırım kuruluşları mali yetersizliğe düştükten ya da iflâs ettikten sonra atılması gereken adımlar ise telafi



edici düzenlemeler kapsamında değerlendirilmektedir<sup>18</sup>. Önleyici düzenlemeler, yatırım kuruluşlarının yatırımcıya karşı yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirebilmeleri için gerekli mali gücü korumaları amacıyla getirilen düzenlemelerdir. Çalışmamızda inceleyeceğimiz önleyici düzenlemeler yatırım kuruluşlarının kuruluş şartları, yatırım kuruluşlarının faaliyetlerine başlayabilmeleri için Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'ndan yetki belgesi alma şartları, yatırım kuruluşlarının yatırımcılarla imzaladıkları çerçeve sözleşmelerde yatırımcı haklarını zedeleyici hükümlere yer vermelerini engellemeye yönelik düzenlemeler ve yatırım kuruluşlarının yatırımcılara karşı borçlarını yerine getirirken uymaları gereken kurallar olarak sıralanabilir. Yatırım kuruluşlarının, mali güçsüzlüğe düştüğü ya da iflâs ettiği ve dolayısıyla yatırımcıya karşı olan borçlarını ödeyemediği durumda ise yatırımcıların yatırım kuruluşlarında kalan alacaklarının belirli bir miktara kadar tazmin edilmesine ilişkin getirilen tazmin yolları, zarara uğrayan yatırımcıların uyuşmazlığın çözümü için başvurabilecekleri merciilerin düzenlenmesi de koruyucu düzenlemeler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Elbette sermaye piyasası alım satım faaliyetlerinde yatırımcının korunması yalnızca yatırım kuruluşlarına karşı söz konusu olmaz. Yatırımcıların sermaye piyasasında güvenle işlem yapabilmelerini sağlamak için diğer piyasa oyuncularına, diğer yatırımcılara karşı, bunların temerrüde düşme ihtimallerine karşı da korunmaları gerekmektedir. Sermaye piyasası mevzuatında, piyasanın düzgün ve sistemli işleyişini sağlamaya yönelik olarak piyasa oyuncularının olası temerrütleri ihtimaline karşı teminat öngörülmesi, alım satım işlemi sonucu tarafların yükümlülüklerinin ifası aşamasında merkezi takas kuruluşunun devreye girmesi, merkezi karşı taraf kurumunun alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı hâline bürünerek işlemin karşı tarafının borcunu ifa etmemesi riskini ortadan kaldırması da sermaye piyasası alım satım işlemlerinde hem sistemin korunması hem de nihayetinde yatırımcının korunması açısından öngörülmüş düzenlemelerdir.

Bu itibarla çalışmamızın birinci bölümünde, sermaye piyasasının temel kavramlarından ve unsurlarından söz edilecek, yatırımcının tüketici sıfatıyla korunmasının mümkün olup olmadığı hususunda görüşler irdelenecek, küresel düzeyde sermaye

---

<sup>18</sup> **Kılıç**, s. 27; **Çetin**, faaliyetin yürütülmesi sırasında öngörülen önlemleri, önleyici tedbirlerden ayrı olarak dikkate almakta ve yatırımcının korunması için getirilen düzenlemeleri üçlü bir ayrıma tabi tutmaktadır, Nusret **Çetin**, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Yatırımcıların Korunması”, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (6-7 Haziran 2013 İstanbul), Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, 2017, s. 458.

piyasasında yatırımcının korunmasıyla ilgili sistemler karşılaştırmalı olarak açıklanacak ve Türk hukukunda yatırımcının korunmasıyla ilgili öngörölmüş düzenlemeler incelenecektir.

Çalışmamızın ikinci bölümünde, alım satıma aracılık faaliyeti açıklanacak ve benzer kavramlardan farklarına işaret edilecek, alım satıma aracılık faaliyetinde yatırımcının korunmasına ilişkin sermaye piyasası mevzuatında öngörölen düzenlemeler ve alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesi incelenecek, alım satıma aracılık faaliyetinin tarafları olan yatırımcının ve yatırım kuruluşunun birbirlerine karşı olan hak ve borçları açıklanacak ve nihayetinde türev araçların alım satımına aracılık faaliyeti için öngörölen özel düzenlemeler ele alınacaktır.

Çalışmamızın son bölümü olan üçüncü bölümünde ise yatırımcının korunmasıyla ilgili önem arz eden konular incelenecektir. Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin genel işlem koşulları içerip içermemesi açısından ve irade bozukluğu hâlleri açısından değerlendirilmesi yapılacak, yatırımcının zararının meydana geldiği durumda zararın tazmin edilmesiyle ilgili yatırımcı tazmin sistemi ele alınacaktır. Yatırımcının, yatırım kuruluşlarıyla ilgili uyuşmazlığa düşmeleri durumunda başvurabilecekleri hukuki yollar da bu bölümde ele alınacaktır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA YATIRIMCININ KORUNMASINA GENEL BAKIŞ

#### § 1. SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA YATIRIMCININ KORUNMASINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

##### I. Sermaye Piyasasının Mali Piyasadaki Yeri

Piyasa (*market*), mal ya da hizmet alım satımı amacıyla alıcı ve satıcının fizîken ya da uzaktan haberleşme araçlarıyla bir araya geldikleri yer olarak tanımlanmaktadır<sup>19</sup>. Piyasa, reel (gerçek) piyasa (*commodity market*) ve mali (finansal) piyasadan (*financial market*) oluşmaktadır. Reel piyasalar, üretilmiş mal ve hizmetlerin karşılaştığı piyasalardır ve çalışma konumuz dışındadır. Mali piyasalar ise fon açığı olan kesimle fon fazlası olan kesimin karşılaştığı ve fon fazlası olan kesimin finansal piyasalardaki kayıtlı değerler üzerinden fon açığı olan kesime sermaye aktarımı yaptığı piyasalardır<sup>20</sup>. Fon fazlası olan kesim ile fon ihtiyacında olan kesimin karşılaştığı, bu çerçevede finansal kaynakların el değiştirdiği mali piyasalarda bu el değiştirmenin yapıldığı araçlara da finansal araçlar (*financial instruments*) denilmektedir<sup>21</sup>. Mali piyasalar, para piyasaları (*money markets*) ve sermaye piyasalarından (*capital markets*) oluşmaktadır.

##### II. Sermaye Piyasası-Para Piyasası Ayrımı

Sermaye piyasası ile para piyasası ayırımında kesin bir ölçüt olmamakla birlikte, ayırma yardımcı olan hususlardan biri piyasada el değiştiren fonların vadeleri, piyasada dolaşma süreleri kabul edilmektedir. Para, döviz, altın, kambiyo senetleri gibi araçlar vasıtasıyla kısa vadeli fonların el değiştirdiği piyasalar para piyasası; paylar, tahviller ve gelir ortaklığı senetleri gibi uzun ve orta vadeli fonların el değiştirdiği piyasalar sermaye piyasası olarak adlandırılmaktadır<sup>22</sup>. Esasen, para ve sermaye piyasasını birbirinden ayıran

<sup>19</sup> Orhan **Oğuz**, İktisada Giriş Temel Kavramlar ve Prensipler, İstanbul 1992, s. 107; Mustafa Birol **Çapanoğlu**, Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul 1993, s. 3.

<sup>20</sup> Ethem **Sancak**, Sermaye Piyasası Sözlüğü, İstanbul 2014, s. 102; Burak **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2017, s. 2;

<sup>21</sup> Adil **Koruyan**, Sermaye Piyasası, Taraflar, Kurumlar, İşlemler, 2001, s. 8; **Küçüksozen**, s. 4.

<sup>22</sup> Selahattin **Tuncer**, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), İstanbul 1985, s. 3; Sudi **Apak**, Sermaye Piyasaları ve Borsa, İstanbul 1995, s. 128; **Aytaç**, Hisse Senetleri, s. 1; **Koruyan**, s. 11-12; Ünsal

vadenin süresi konusunda net bir kıstas olmamakla birlikte bir yıldan az vadeli fonların para piyasasında, bir yıldan fazla vadeli olan fonların da sermaye piyasasında el değiştirdiği kabul edilmektedir<sup>23</sup>. Sermaye piyasasında, tasarruf sahipleri fonlarını uzun dönemli olarak devletin ya da özel işletmelerin yatırımlarında kullanılmaktadırlar. Para piyasasında ise işletmelerin veya devletin kısa vadeli nakit ihtiyacı giderilmektedir<sup>24</sup>.

Sermaye piyasasında genellikle duran malvarlıklarının finansmanı gibi sabit yatırımların ve uzun vadeli projelerin finansmanı sağlanmaya çalışıldığı ve vade uzun olduğu için risk ve faiz oranları para piyasasına oranla daha yüksektir<sup>25</sup>. Bu da para piyasası ile sermaye piyasasını ayıran bir diğer ölçüt olarak karşımıza çıkmaktadır. Para piyasasındaki fonlar ise genellikle döner malvarlığının temininde kullanılmaktadır.

Sermaye piyasası ile para piyasası ayrımında kullanılan başka bir ölçüt ise fon arz eden tarafın fon talep eden tarafa fon aktarımının doğrudan ya da dolaylı yoldan olup olmamasıdır. Şöyle ki; para piyasalarında fon fazlası olan kesimler fonlarını bir kredi kurumuna (para piyasası kurumuna) yatırmakta ve karşılığında kredi kurumundan mevduat, sertifika vb. dolaylı araçlar elde etmektedirler. Fon eksikliği olanlar ise kredi kurumuna borçlanarak nakit ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Görüldüğü üzere, fon arz edenler ile fon talep edenler arasında doğrudan bir hukuki ilişki söz konusu olmamakta, nihayetinde fon fazlası olan kesimlerin fonları, fon talebi olan kesime kullandırılmış olsa da her iki kesim birbirleri ile doğrudan bağlantıya geçmemekte, kredi kurumu ile muhatap olmaktadır. Bu piyasada fon fazlası olanlar, kredi kurumuna yatırdıkları paranın nerede kullanıldığı ile ilgilenmeyip kredi kurumu ile aralarındaki anlaşma uyarınca elde edecekleri finansal getiri ile ilgilenmektedirler. Para piyasasının işleyişinde temel işlevi yerine getiren kredi kurumu bankadır ve kısa vadeli işlemler (kambiyo senetleri, havale, mevduat vb.) bankaların faaliyet konusu içerisinde yer alır<sup>26</sup>.

---

**Şakar**, Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası, Eskişehir 1998, s. 7; **Kılıç**, s. 6; Erdoğan **Moroğlu**, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, Makaleler I, 2. Baskı, İstanbul 2001, s. 279; Muharrem **Karşlı**, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul 2004, s. 18; Berna **Taner/Cenk Akkaya**, Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, İzmir 2004, s. 12; **Paslı**, Ali, "Menkul Kıymet Kavramı", Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, C. II, İstanbul 2007, s. 1515; Tekin **Memiş/Gökçen Turan**, Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara, Şubat 2019, s. 27; **Adıgüzel**, s. 3; **Korkmaz/Ceylan**, Sermaye Piyasası, s. 17.

<sup>23</sup> **Aytaç**, Hisse Senetleri, s. 2; **Koruyan**, s. 11; **Şakar**, s. 8; **Küçüksozen**, s. 6; **Adıgüzel**, s. 3.

<sup>24</sup> **Koruyan**, s. 11; **Küçüksozen**, s. 6.

<sup>25</sup> **Koruyan**, s. 13; **Çapanoğlu**, s. 5.

<sup>26</sup> **Memiş/ Turan**, s. 25.

Sermaye piyasasında ise yatırımcılar, ihraççılardan aldıkları sermaye piyasası araçları karşılığında ihraççıların ihtiyacı olan fonları piyasaya sunmakta, fonun kullanımı karşılığında da kâr payı ya da faiz geliri elde etmektedirler. Böylece yatırımcılar, arz ettikleri fonun kimler tarafından kullanılacağına kendileri karar vermekte ve fonun hangi amaçlarla kullanıldığını da takip edebilmektedirler<sup>27</sup>. Dolayısıyla, fonların dolaşımı, yatırımcı ve ihraççı arasında, fonun yatırıldığı ve çalıştırıldığı başkaca bir kurum olmaksızın, doğrudan gerçekleşmektedir.

Sermaye piyasasında, para piyasasındaki bankaların rolüne benzer bir görev üstlenen kurum yoktur<sup>28</sup>. Esasen burada da fon aktarımının gerçekleşmesine yardımcı olan araçlar bulunmakla birlikte bu durum finansman biçiminin doğrudan olmasını etkilememektedir. Araçlar, sermaye piyasası araçlarının ihraç edilmesine ya da ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım satımına sadece aracılık ederler. Dolayısıyla sermaye piyasasında fon talep edenler ile fon arz edenler arasında doğrudan mülkiyet ilişkisi ya da sözleşmesel ilişki kurulmaktadır<sup>29</sup>. Bankalar ile tasarruf sahipleri arasında kurulan hukuki ilişkiye benzer bir ilişki, araçlar ile tasarruf sahipleri arasında kurulmamaktadır. Bu sebeple sermaye piyasasında tasarruf sahipleri, fonlarının kimler tarafından hangi risk-getiri tercihinine göre kullanılacağına kendileri karar vermekte ve kararları sonucunda da araçların yardımı ile seçtikleri ihraççılarla hukuki ilişki kurmaktadır.

Son olarak, para piyasalarında fonun mübadelesinde kullanılan araçlar ticari senetler olmasına rağmen, sermaye piyasasında sermaye piyasası araçları ve özellikle menkul kıymetler kullanılır<sup>30</sup>.

Esasen, teorik olarak sermaye piyasası ve para piyasasını bu ölçütlerle birbirinden farklılaştırabilirsek de pratikte her iki piyasayı net çizgilerle ayırmak her zaman mümkün olmamaktadır. Çünkü, her ne kadar para piyasasında kısa vadeli fonlar, sermaye piyasasında uzun vadeli fonlar el değiştirir denilse de şu an mali piyasalarda uzun ve kısa

---

<sup>27</sup> **Küçüksözen**, s. 7; Veliye **Yanlı**, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s. 4; **Memiş/Turan**, s. 29.

<sup>28</sup> **Memiş/Turan**, s. 29.

<sup>29</sup> **Kılıç**, s. 7.

<sup>30</sup> **Taner/Akkaya**, s. 12.

vadeli mali araçların iç içe geçtiği görülmektedir<sup>31</sup>. Örneğin, bir sermaye piyasası işlemi olduğu ve kullanılan ölçüte göre uzun vadeli olması beklendiği halde repo ve ters repo işlemleri ya da finansman bonosu kısa vadeli fon sağlamaktadır. Bu sebeple, bir finansal aracın vade unsuruna bakılarak hangi piyasada işlev gördüğünü belirlemek günümüzde çok da kolay değildir. Aynı şekilde, bankalar para piyasasının en önemli aktörlerinden biri olduğu halde sermaye piyasası işlemleri de yapmakta<sup>32</sup>, örneğin türev araçların alım satımına aracılık işlemlerinde yatırım kuruluşu olarak görev yapabilmektedirler. Bu sebeple de fonlar devamlı olarak bu iki piyasa arasında dönmekte ve bu da iki piyasa arasındaki ayrımı silikleştirmektedir. Dolayısıyla, bu iki piyasa arasındaki ayrımı dair yeni yaklaşımın, piyasanın gördüğü işlev noktasında olduğu kabul edilmektedir<sup>33</sup>. Sermaye piyasası gördüğü işlev ile sermaye potansiyelinin artışına ve bu sermayenin akımına sebep olmakta iken para piyasası yalnızca üretim ve tüketim için ekonomik fonksiyon üstlenmektedir. Günümüzde, yalnızca vadenin kıstas olarak alınmadığı daha esnek bir sistem ile iki piyasanın ayrımı yoluna gidilmektedir.

### III. Sermaye Piyasasını Oluşturan Unsurlar

Yapısal olarak sermaye piyasası, şu beş ana unsurun varlığına dayanmaktadır: Fon arz eden yatırımcılar (*investors*), fon talebinde bulunan ihraççılar (*issuers*), fon arz ve talebinin karşılaştığı borsalar ve diğer organize olan (teşkilatlanmış) ya da organize olmayan (tezgahüstü) piyasalar (*stock markets and other organized and non-organized markets*), fon arz ve talebinin piyasalarda karşılaşmasına yardımcı olan aracı kurumlar (*intermediaries*) ve fon arz ve talebinin gerçekleştirildiği sermaye piyasası araçları (*capital market instruments*)<sup>34</sup>. Bu unsurlar sermaye piyasasının sacayakları olup unsurlardan bir ya da birkaçının bulunmaması, sermaye piyasasının işlevini etkili bir biçimde yerine getirmesini engellemektedir<sup>35</sup>.

Bu unsurlardan tezin konusunu oluşturan yatırımcılar ve aracı kurumlar 1. Bölüm, § 1, I, D başlığı altında daha ayrıntılı şekilde incelenmektedir.

<sup>31</sup> **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 14; **Aytaç**, Hisse Senetleri, s. 5; Mehmet **Bolak**, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul 1991, s. 7; Reha **Tanör**, Türk Sermaye Piyasası 1. Cilt: Taraflar, İstanbul 1999, s. 3; **Kılıç**, s. 6.

<sup>32</sup> Turhan **Korkmaz**/Ali **Ceylan**, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Bursa 2010, s. 2.

<sup>33</sup> **Tanör**, 1. Cilt, s. 48; **Pash**, Menkul Kıymet, s. 1517.

<sup>34</sup> Ayşe **Sumer**, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul 2002, s. 1; **Kılıç**, s. 8; **Pash**, Menkul Kıymet, s. 1519; Mehmet **Bahtiyar**, Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş, İstanbul 2019, s. 3-14.

<sup>35</sup> **Kılıç**, s. 8; **Pash**, Menkul Kıymet, s. 1519.

## A. Fon Arz Eden Kesim

Sermaye piyasası araçları vasıtası ile fon ihtiyacında olan kesime fon aktarımında bulunan kişi ve kurumlardır. Tasarrufçu kesim, hane halkı, emeklilik fonları ve sigorta şirketlerinden oluşmaktadır<sup>36</sup>. Bu grup, kurumsal veya bireysel yatırımcılar olabilir. Çalışmamızda, fon fazlası olan kesim ya da yatırımcılar olarak da nitelendirilecektir.

## B. Fon Talep Eden Kesim

Fon arz eden kesimin tasarruflarını yatırımlara dönüştüren kesimdir. Sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ihraççılardır. Fon ihtiyacında olan kesim, projeleri ve yatırımları için kaynak arayışında olan ve sermaye piyasası araçlarını satan kesimdir, devlet ve işletmelerden oluşur<sup>37</sup>.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK)'nda ihraççı, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere SPK'ya başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişiler ve SerPK'ya tabi yatırım fonları olarak tanımlanmıştır (SerPK m. 3/1-h). Görüldüğü üzere ihraççılar, sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek için başvuruda bulunan ya da halka arz eden tüzel kişiler ile tüzel kişiliği bulunmayan yatırım fonlarından oluşmaktadır.

Fon talep eden kesimin en başında halka açık anonim ortaklıklar gelmektedir. Halka açık anonim ortaklık statüsünün kazanılması, SerPK m. 3/1-e ve m. 16'da düzenlenmiştir. Kitle fonlaması platformları<sup>38</sup> aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere payları halka arz edilmiş olan ya da halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar halka açık anonim ortaklıklardır. Halka arz SerPK m.3/f'de sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış olarak tanımlanmaktadır. Halka arz edilmiş sayılma kavramının ne olduğu ise SerPK m.16/1'de açıklanmaktadır. Buna göre halka açık anonim ortaklık, payları halka arz edilmiş olan veya payları borsada işlem gördüğü ya da ortak sayısı 500'ü

<sup>36</sup> Küçüksözen, s. 5.

<sup>37</sup> Aytaç, Hisse Senetleri, s. 3; Yanlı, HAAO, s. 11; Küçüksözen, s. 5. eğer sermaye piyasası araçları içinde paylar söz konusuysa, halka kapalı bir ortaklığın paylarını halka arz etmeden satması SerPK kapsamında değerlendirilemez ve bu ortaklık da ihraççı olarak nitelendirilemez. Dolayısıyla, bu satışın paylar haricinde mutlaka halka arz yoluyla yapılmasına gerek yoktur. Fakat eğer paylar söz konusuysa, satışın halka arz yoluyla yapılması durumunda satışı yapan kuruluş ihraççı olarak nitelendirilir. Bkz. Yanlı, HAAO, s. 11-12.

<sup>38</sup> SPK'nın III-35/A.1 Sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği Taslağı için bkz. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1292> (Erişim Tarihi: 04.03.2019).

geçtiği için payları halka arz edilmiş sayılan, kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar haricindeki anonim ortaklıklardır.

Halka açık ortaklıklar, payları borsada işlem gören ortaklıklar ile payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar olmak üzere iki alt gruba ayrılır<sup>39</sup>. Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların da iki yıl içerisinde paylarının borsada işlem görmesi için borsaya başvurmaları gerekmektedir (SerPK m. 16/2). Aksi takdirde SPK, bu ortaklıkların da paylarının borsada işlem görmesi ya da ortaklığın halka açık anonim ortaklık statüsünden çıkarılması için karar alır (SerPK m. 16/2, II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği<sup>40</sup> m. 4/2).

Yatırım ortaklıkları da bir diğer ihraççı grubudur. Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırımları ile Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından belirlenen diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere sabit veya değişken sermayeli olarak kurulabilen anonim ortaklıklardır (SerPK m. 48/1). Tasarruf sahiplerinden topladıkları para ile riskin dağıtılması prensibi uyarınca yatırım araçlarına yatırım yapma amacıyla kurulurlar<sup>41</sup>. Dolayısıyla, yatırım ortaklığının amacı, işletme konusu onu diğer anonim ortaklıklardan ayırır.

Yatırım fonu ise tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para veya diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet<sup>42</sup> esaslarına göre SPK

<sup>39</sup> Veliye Yanlı/Gül Okutan Nilsson, “Kaydileştirilmiş Paylar Bakımından Pay Defteri Gerekli Midir?”, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul, Ocak 2019, s. 1328.

<sup>40</sup> 30.12.2013 tarihli ve 28867 sayılı RG’de yayınlanmıştır.

<sup>41</sup> Füsun Nomer Ertan, Yatırım Ortaklıkları, İstanbul 2003, s. 16; Bahtiyar, Sermaye Piyasası, s. 12.

<sup>42</sup> İnançlı mülkiyette mülkiyet karşı tarafa geçirilir ancak tarafların kendi aralarında yaptıkları inanç anlaşması uyarınca mülkiyeti devralanın mülkiyet hakkını nasıl kullanacağı ve mülkiyeti hangi şartlarla tekrar diğer tarafa geçireceği belirlenir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Kemal Oğuzman/ Turgut Öz, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt-1, İstanbul 2018, s. 133; Eren, Genel Hükümler, s. 239; Kocayusufpaşaoğlu Necip/Hatemi Hüseyin/Serozan Rona/Arpacı Abdülkadir, Borçlar Hukuku Genel Bölüm, C.I, Borçlar Hukukuna Giriş-Hukuki İşlem- sözleşme Yenilenmiş, Genişletilmiş, Tamamlanmış 4. Bası’dan 7. Tıpkı Bası, İstanbul, 2017, s. 365 vd.; Ergun Özsunay, Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler, İstanbul 1968, s. 1 vd. Yatırım fonlarının temelinde inançlı mülkiyet esası vardır. Zira, yatırım fonuna inançlı olarak sahip olan kişi fon kurucusudur. Fonla ilgili hukuki işlem yapma yetkisi tasarruf sahipleri tarafından fon kurucusuna fon içtüzüğünde belirtilen kurallar uyarınca verilmiştir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile olur. Fon kurucusunun, içtüzükte belirtilen şartlar uyarınca, tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak fonu yönetme borcu vardır. Bkz. Menkul Kıymet Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/253> (Erişim Tarihi: 29.06.2019).



tarafından belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan<sup>43</sup> mal varlığıdır (SerPK m. 52/1). Yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri tarafından kurulur (SerPK m. 55). Yatırım fonuna tasarrufların toplanmasını, bunlarla bir portföyün oluşmasını ve işletilmesini sağlayan kişi, başka bir deyişle yatırım fonunu oluşturan kişi, ayrı bir tüzel kişiliği olan portföy yönetim şirkettir (SPK m.55). Yatırım fonuna parayı yani portföyü veren tasarruf sahipleri ise “fon katılma payı” sahibi olmaktadır. Fon katılma payı, anonim ortaklık payından farklıdır. Zira, fon katılma payı sahibi ile fon kurucusu portföy yönetim şirketi arasında ortaklığa dayalı değil sözleşmeye dayalı *sui generis* bir ilişki kurulmaktadır<sup>44</sup>.

### C. Sermaye Piyasası Araçları

#### 1. Kavram

Sermaye piyasası araçları, fon fazlası olan kesimden fon açığı olan kesime fon aktarımının gerçekleştirilmesini sağlayan ve taraflar arasında kurulan ortaklık ya da alacak ilişkisini düzenleyen araçlardır<sup>45</sup>.

Sermaye piyasası aracı kavramı 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu (eSerPK)’nda<sup>46</sup>, 3794 sayılı Kanun<sup>47</sup> ile yapılan değişiklik öncesinde yer almıyordu. Yalnızca, “menkul kıymet” ve “mali değerleri temsil eden ve ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren evrak (menkul kıymet dışında kalan kıymetli evrak)” ayrımı söz konusuydu. ESerPK’ya 3794 sayılı Kanun ile “menkul kıymet” ve “diğer sermaye piyasası araçları”nı kapsayan bir üst başlık olarak “sermaye piyasası araçları” kavramı getirilmişti<sup>48</sup>. Yürürlükteki SerPK’da ise sermaye piyasası araçları kavramı “*Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları*” olarak tanımlanmıştır.

<sup>43</sup> Yatırım fonu yalnızca tapuya tescil işlemleri ile sınırlı olmak üzere tüzel kişiliği haizdir (SerPK m. 52/5).

<sup>44</sup> Füsün **Nomer Ertan**, Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibininin Hukuki Konumu, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, C. I, İstanbul 2002, s. 595; Füsün **Nomer Ertan**, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı, İÜHFİM, C.LXXI, S.2, s. 135.

<sup>45</sup> **Koruyan**, s. 77.

<sup>46</sup> Mülga kanun, 30.07.1981 tarihli ve 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır.

<sup>47</sup> Bkz. 3749 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu’nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK’nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun (RG. T. 13.05.1992, S. 21227).

<sup>48</sup> Bkz. ESerPK m. 3/1-b: “(Değişik: 29/4/1992-3794/2 md.) Sermaye Piyasası Araçları: Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır”.

Görüldüğü üzere, eSerPK'daki sermaye piyasası araçları üst başlığı altındaki menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları unsurlarından diğer sermaye piyasası araçları kapsamına giren türev araçlar ve yatırım sözleşmeleri SerPK'da isim olarak zikredilmiştir. Böylece, sermaye piyasası araçlarının sıralanması yoluna gidilmiştir. Bunun sebebi, türev araçlar piyasasının son yıllarda büyük gelişme göstermesi<sup>49</sup>, işlem hacimlerinin hızla yükselişe geçmesidir. Bu sebeple, kanunda hem Avrupa Birliği (AB)'nin 21.04.2004 tarihli ve 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi (*Directive on Markets in Financial Instruments – MiFID*)'ne hem de Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nin 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act of 1933*)'na uyum gösterilerek ülkemizde de sermaye piyasası araçlarının teker teker sayılması yoluna gidilmiş ve kanunda türev araçların da sermaye piyasası araçlarından olduğu açıkça belirtilmiştir. Daha açık bir anlatımla, sermaye piyasası aracı kavramı, menkul kıymetleri, türev araçları, yatırım sözleşmelerini ve diğer sermaye piyasası araçlarını kapsayan bir üst kavram olarak kanunda yerini almıştır<sup>50</sup>.

Tüm sermaye piyasası araçları, Sermaye Piyasası Kanunu kapsamındadır. Halka kapalı anonim ortaklıkların sermaye piyasası araçları, bunlar halka arz edilmemiş olsa dahi SerPK kapsamındadır. Yalnızca, halka kapalı anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen payları SerPK'ya tabi olmayıp TTK'ya tabidir<sup>51</sup> (SerPK m. 2/1).

## 2. Menkul Kıymetler

Menkul kıymetler (*securities*), sermayenin veya alacağın bir parçasını temsil eden evraklardır<sup>52</sup>. Para piyasasına hizmet etmeyip sermaye piyasasına hizmet eden ve fonun, gelir elde etme amacındaki tasarruf sahiplerinden fon ihtiyacında olanlara akışını sağlayan yatırım araçlarıdır<sup>53</sup>.

Paylar (*stocks*), tahviller (*bonds - debentures*), finansman bonoları (*commercial papers*), intifa senetleri (*dividend right certificates*), ipoteğe dayalı menkul kıymetler (*mortgaged-backed securities*), varlığa dayalı menkul kıymetler (*asset-backed securities*)

<sup>49</sup> Burak Adıgüzel, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C. 3, S. 2017/1, s. 2.

<sup>50</sup> Asuman Turanboy, "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları", Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul, Ocak 2019, s. 1286.

<sup>51</sup> Yanlı/Okutan Nilsson, s. 1332.

<sup>52</sup> Sumer, s. 19.

<sup>53</sup> Mücahit Ünal, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, Ankara 2011, s. 11; Mücahit Ünal, "Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi Ve Kaydi Sistem Kapsamında Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Kaydi Olarak İhracı", GÜHFD, C. XV, 2011, S. 3, s. 65-66.

ipotek teminatlı menkul kıymetler<sup>54</sup> (*mortgaged-covered securities*), varlık teminatlı menkul kıymetler (*asset-covered securities*), kira sertifikaları (*lease certificates*), yatırım fonu katılma belgeleri (*mutual fund participation certificates*), depo sertifikaları (*depository receipts*), gayrimenkul sertifikası (*real estate certificates*), kar ve zarar ortaklığı belgeleri (*profit and loss sharing certificates*), varantlar (*warrants*) menkul kıymetlere örneklerdir<sup>55</sup>. En önemli sermaye piyasası araçlarından olan menkul kıymetler doktrinde ve eSerPK’da “*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*” olarak tanımlanmaktaydı<sup>56</sup> (Bkz. ESerPK m. 3/b). ESerPK’daki tanım, menkul kıymetin bir kıymetli evrak olduğunu vurgulaması yönünden önemliydi. Doktrinde, menkul kıymetlerin kıymetli evrakın içerisinde özel bir küme oluşturduğu, her menkul kıymetin bir kıymetli evrak, ancak her kıymetli evrakın bir menkul kıymet olmadığı belirtilmekteydi<sup>57</sup>.

Yürürlükteki SerPK’da ise menkul kıymetlere ilişkin, “*Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; 1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını, 2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını ifade eder*” düzenlemesi mevcuttur (SerPK m. 3/1-o). Görüleceği üzere, SerPK’da mülga eSerPK’dan farklı olarak, menkul kıymetin tanımı yapılmamış, unsurları sayılmamış, AB düzenlemelerine uygun şekilde yalnızca nelerin menkul kıymet olabileceği ifade edilmiştir.

ESerPK’daki menkul kıymet tanımına göre, bir aracın menkul kıymet kabul edilebilmesi için aşağıdaki unsurları taşıması zorunlu idi<sup>58</sup>:

<sup>54</sup> İpotek teminatlı menkul kıymetlerin, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve varlığa dayalı menkul kıymetler ile karşılaştırılması ve bu hususta ayrıntılı bilgi için bkz. Mustafa **Topaloğlu**, Konut Finansmanı Mortgage Hukuku ile İlgili Makaleler, İstanbul 2017, s. 7-12.

<sup>55</sup> Fırat **Öztan**, Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 2018, s. 39; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya**, Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 2014, s. 32-42; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 3.

<sup>56</sup> Doktrindeki farklı menkul kıymet tanımları için bkz. Tolga **Ayoğlu**, Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2008, s.32 vd.

<sup>57</sup> Reha **Poroy**/Turgut S. **Erem**: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler, Sermaye Piyasası Etüdü, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara 1964, s. 115; Ünal **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş., İstanbul 1982, s. 13; **Sumer**, s. 19; **Bahtiyar**, Sermaye Piyasası, s. 8; Mehmet **Bahtiyar**, Kıymetli Evrak Hukuku, 16. Bası, İstanbul 2018, s. 19.

<sup>58</sup> **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 13 vd.; Çağlar **Manavgat**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991, s. 68; **Sumer**, s. 19; **Paslı**, Menkul Kıymet, s. 1529; Şeref **Özer**, Hukuki Yönden Kaydi Sistem, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2011, s. 11.

- 1) Ortaklık veya alacaklılık sağlanması,
- 2) Belirli bir meblağı temsil etmesi,
- 3) Yatırım aracı olarak kullanılması,
- 4) Dönemsel gelir getirmesi,
- 5) Misli nitelikte olması,
- 6) Seri halinde çıkarılması,
- 7) İbarelerinin aynı olması,
- 8) Şartlarının SPK tarafından belirlenmesi,
- 9) Kıymetli evrak niteliğinde olması.

Bu unsurlardan “şartlarının SPK tarafından belirlenmesi” unsurunun SerPK’da yer almaması önem arz eder. ESerPK’da bir aracın menkul kıymet olarak kabul edilebilmesi için şartlarının, başka bir deyişle bu aracın sağladığı hakların ve öngördüğü yükümlülüklerin, ihraç ve halka arzına yönelik esasların SPK tarafından belirlenmesi gerekmekte idi. Yürürlükteki SerPK kapsamında bir aracın menkul kıymet olarak mevcut olabilmesi için ortaklık ve alacaklılık hakkı sağlıyor olması yeterli olup şartlarının, SPK tarafından belirlenmesi gerekmemektedir. Bu sebeple, bu unsur dışındaki diğer unsurların şu anda da geçerli olduğunu söylemek yerinde olacaktır<sup>59</sup>.

### 3. Türev Araçlar

Borsa işlemleri süreleri açısından peşin borsa işlemleri (spot işlemler) ve vadeli borsa işlemleri olarak ikiye ayrılır. Peşin borsa işlemleri, belirli bir malın ya da varlığın, alım satım işleminin yapılmasının hemen ardından el değiştirdiği, başka bir deyişle sözleşme konusu şeyin ifasının derhâl yapıldığı piyasalardır<sup>60</sup>. Peşin işlemlerde sözleşme

---

<sup>59</sup> **Paslı**, Menkul Kıymet, s. 1545; Yusuf Ziyaeddin **Sönmez**, Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmeleri, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (6-7 Haziran 2013 İstanbul), Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, 2017, s. 248, dn. 6; **Turanboy**, SerPK m. 13/2’de MKK’daki sermaye piyasası araçlarının nama veya hamiline bakılmaksızın isme açılmış hesaplarda izleneceğinin belirtilmesi nedeniyle bunların üzerinde aynı bir taşınmaz gibi hak tesis edileceğini ve bu nedenle menkul kıymetlerin misli olma özelliğinin ortadan kalktığını savunmaktadır, **Turanboy**, s. 1289.

<sup>60</sup> Ömer **Teoman**, “Menkul Değer Borsaları ve Alman Sistemi, Otuz Yıl Ticaret Hukuku”, Tüm Makalelerim, C. I, 1971-1982, İstanbul 2000, s. 206; Mehmet Murat **İnceoğlu**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004, s. 38; **Korkmaz/Ceylan**, s. 10.

konusu değerin teslimi ve nakdin ödenmesi en geç sözleşme gününü izleyen iki iş günü içerisinde<sup>61</sup> yapılmalıdır<sup>62</sup>.

Vadeli işlemler ise bir finansal varlığın ya da aracın ileri bir tarihte teslimatı yapılmak üzere bugünden alım satımının yapıldığı işlemler olup bu işlemlerin gerçekleştirildiği piyasalara vadeli işlem piyasaları denir<sup>63</sup>. Dolayısıyla vadeli işlem sözleşmesinin yapıldığı gün ile sözleşmenin ifası farklı zamanlarda gerçekleşmektedir. Bu başlığın konusu olan türev araçların (*derivatives*) alım satımı, vadeli işlem piyasalarında yapılmaktadır<sup>64</sup>. Vadeli işlem piyasaları, bir finansal varlığın ya da aracın ileri bir tarihte teslimatı yapılmak üzere bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır<sup>65</sup>. Vadeli işlem piyasalarına türev piyasalar (*derivatives markets*) da denilmektedir<sup>66</sup>.

Türev araçlar, değeri bir başka finansal varlığa ya da mala doğrudan doğruya endeksli olan bir sermaye piyasası aracıdır<sup>67</sup>. “Türev araç” teriminin kullanılmasının sebebi, türev araçların fiyatlarının, türev araçların oluşmasına baz alınan diğer varlıkların fiyatlarından hareket edilerek türetilmiş olmasıdır. Türev araç işlemlerinin konusu esasen, ileriye yönelik bir öngörünün gerçekleşeceği ya da gerçekleşmeyeceği üzerinden spekülasyon yapılmasıdır. Bu spekülasyon, paylar, altın ve benzeri metaller, döviz, emtialar veya faiz gibi ekonomik değeri haiz her türlü unsur üzerinden yapılabilmektedir<sup>68</sup>.

<sup>61</sup> İfanın en geç sözleşmeyi izleyen iki iş günü içerisinde yapılması, T+2 kuralı olarak adlandırılmaktadır. Bkz. Pay Piyasası Takas Esasları [http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/takas-esaslari\\_tr](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/takas-esaslari_tr) (Erişim Tarihi: 03.11.2018). Bkz. aşağıda, İkinci Bölüm, § 2, III, A, 7, a.

<sup>62</sup> **Teoman**, Menkul Değer Borsaları, s. 206-207; Murat **Batı**, “Forward Sözleşmeler Vergiden Kaçınma Aracı mıdır?”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 1219.

<sup>63</sup> Ümit **Erol**, Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik, İstanbul 1999, s. 1; A. Kerem **Özşahin**, Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999, s. 9; İsmail **Kırca**, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri, Ankara, 2000, s. 45-46; Yusuf Gökhan **Penezoğlu**, Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul 2004, s. 5; Gülşah **Yılmaz**, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası İle Borsanın Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2012, s. 9.

<sup>64</sup> **Teoman**, Menkul Değer Borsaları, s. 207; **İnceoğlu**, s. 38, 39.

<sup>65</sup> Vadeli işlem piyasalarının ekonomik yönü ve tarihsel gelişimiyle ilgili bkz. **Erol**, s. 1-2.

<sup>66</sup> A. Naci **Arıkan**, Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu, İstanbul 2000, s. 9.

<sup>67</sup> Yakup **Ergincan**, Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:33, Ankara, 1996, s. 2; Nevruz **Akalın**, Türev Araçların Taşıdığı Risklerin Ortaya Konmasında Kamuyu Aydınlatma Düzenlemelerinin Yeri ve Önemi, Ankara 1999 (SPK Yeterlilik Etüdü), s. 2; **Adıgüzel**, s. 130; aynı yönde Nurgül **Chambers**, Türev Piyasalar, İstanbul 2007, s. 1; Ayşe Dilşad **Keskin**, Hukuki Açından Finansal Türev Araç Kavramı, BATİDER 2008, XXIV, s.125; Murat **Batı**, “Forward Sözleşmeler Vergiden Kaçınma Aracı mıdır?”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 1218; Cengiz **Yavilioğlu/Güven Delice**: “Tezgaah-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme”, Maliye Dergisi, S. 151, Temmuz-Aralık 2006, s. 66; Nurgül **Chambers**, Türev Piyasalar, İstanbul 2007, s. 1; **Keskin**, Türev Araç, s.125; Nevruz **Akalın**, Türev Araçların Taşıdığı Risklerin Ortaya Konmasında Kamuyu Aydınlatma Düzenlemelerinin Yeri ve Önemi, Ankara 1999 (SPK Yeterlilik Etüdü), s. 2; **Adıgüzel**, s. 130; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 4; **Kaya/Demir**, s. 183

<sup>68</sup> Sean **Flanagan**, "The Rise of a Trade Association: Group Interactions Within the International Swaps and Derivatives Association", Harvard Negotiation Law Review 6 (2001), s. 214.

Önemli olan bu unsurun, devlet müdahalesine tabi olmayan ve fiyatı serbest piyasada şekillenen, dalgalanmaya müsait bir unsur olmasıdır<sup>69</sup>. Eğer öngörü, sözleşmede kararlaştırılan vadede gerçekleşir ya da gerçekleşmez ise taraflardan biri diğerine sözleşmede öngörülen edimi verir. Bu edim, ekonomik değeri ihtiva eden herhangi bir şeyin verilmesi, bir şeyin başka bir şey ile değiştirilmesi veyahut da belirli bir nakdin ödenmesi olabilir<sup>70</sup>. Günümüzde organize vadeli işlem piyasalarında paya, endekse, dövize, tahvile, bonoya, emtiaya, altına, enerjiye vb. dayalı olarak oluşan türev sözleşmeler işlem görmektedir<sup>71</sup>.

Türev araçların temeli sözleşmelerdir<sup>72</sup>. Türev araçlar, tam iki tarafa borç yükleyen, para edimini içeren ve edim yükümlülüğü kapsam itibariyle tesadüfe bağlı olan isimsiz sözleşmelerdir<sup>73</sup>. Türev araçlar<sup>74</sup>, futures, forward, opsiyon ve swap işlemlerinin tümünü kapsar<sup>75</sup>.

Türev araçlar, günümüzde en fazla çeşitliliğe ve büyüme potansiyeline sahip sermaye piyasası araçlarıdır. Bu hâliyle de özellikle son çeyrek yüzyılda dünya çapında risk yönetimine çözümler getirmek ve yeni yatırım stratejilerinin ortaya çıkmasını sağlamak açısından en fazla rağbet gören finansal araçlardan olup<sup>76</sup> türev araçlara yönelik ilgi gün geçtikçe artmaktadır<sup>77</sup>. Türev piyasalar, piyasa fiyatı oluşum mekanizmasının spot piyasalara oranla daha hızlı oluşmasına olanak sağlar<sup>78</sup>. Piyasalardaki likit dolaşımı hızını artırır. Türev piyasaların sağladığı bu avantajlar sayesinde gelişmiş ülkelerde türev piyasalardaki işlem hacmi, spot piyasalardaki işlem hacminden daha fazladır<sup>79</sup>.

Türev araçların bir başka işlevi, finansal piyasalarda günümüzde de uygulanmakta olan dalgalı kur ve faiz oranı sisteminin oluşturduğu riskleri önlemesidir<sup>80</sup>. Türev araç alım

---

<sup>69</sup> **Kaya/Demir**, s. 184.

<sup>70</sup> **Kaya/Demir**, s. 183.

<sup>71</sup> Timur Altay **Kaygısız**, Tezgahestü (OTC) Türev İşlemlerin Merkezi Takası, SPK Yeterlik Etüdü, Aralık 2008, s. 2.

<sup>72</sup> **Chambers**, s. 1; **Adıgüzel**, s. 130; **Penezoğlu**, s. 5.

<sup>73</sup> **Keskin**, Türev Araç, s. 136 vd.

<sup>74</sup> Türev araçlar için bkz. aşağıda, ikinci bölüm, § 3.

<sup>75</sup> A. Naci **Arıkan**, Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu, İstanbul 2000, s. 9; **Yavilioğlu/Delice**, s. 67; **Kaygısız**, s. 2; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 4.

<sup>76</sup> **Kaygısız**, s. 2.

<sup>77</sup> Arslan **Kaya/Koray Demir**: “Türev İşlemlerin Hukuka Uygunluğu Sorunu – Bankaların Türev İşlemlerden Doğan Yükümlülükleri”, İstanbul Hukuk Mecmuası, 76/1, 2018, s. 180.

<sup>78</sup> **Arıkan**, s. 11.

<sup>79</sup> **Arıkan**, s. 12.

<sup>80</sup> **Erol**, s. 34; **Keskin**, Türev Araç, s. 125.

satımı, mevcut olan bir pozisyonun korunması (*finansal riskten korunma - hedging*)<sup>81</sup>, spekülasyon<sup>82</sup> ya da arbitraj<sup>83</sup> amacıyla kullanılmaktadır. Zira, birincil yahut ikincil piyasalardaki alelâde spot işlemlere ilişkin sözleşmelerden farklı olarak, türev araçlara ilişkin sözleşmelerin ifaları gelecekteki bir zamana ertelenmiştir<sup>84</sup>. Bu şekilde, sözleşme konusu edime ilişkin gelecekte meydana gelebilecek bir farklılık nedeniyle taraflar şu an itibarıyla korunmuş olmaktadır. Bu sebepler, türev araçların sermaye piyasasına ve yatırımcılara sağladıkları avantajlar olarak sıralanmaktadır.

Öte yandan, türev araçlar doktrinde, piyasayı ve yatırımcıları olumsuz şekilde etkileyen sermaye piyasası araçları olarak da görülmektedirler<sup>85</sup>. Türev piyasalarda vadeye dayalı işlem yapıldığı için, tarafların yükümlülüklerini yerine getirmemeleri riski, spot piyasalara oranla daha yüksektir. Spot piyasalar için geçerli olan karmaşık işlemler ve yatırım teknikleri ile sermaye piyasası araçlarının fazlalığı gibi sebepler yatırımcıların korunması sebeplerinden bazıları olup bu sebepler, türev piyasalarda daha güçlü şekilde kendilerini göstermektedir. Zira, yaptıkları yatırımlarda hâli hazırda tasarruflarını kaybetme veya yatırım kuruluşlarının ödememe riskleriyle karşı karşıya olan yatırımcılar, türev piyasalarda bu risklere ilaveten türev işlemlerin karmaşıklığı nedeniyle karmaşık sözleşme şartları, bilgi eksikliği ve menfaat çatışması gibi sebeplerden kaynaklanan

---

<sup>81</sup> Hedging, piyasada meydana gelebilecek fiyat hareketleri, faiz oranı ve döviz kuru riskinden korunmak için vadeli işlem piyasalarında alım satım yapmaktır. Bkz. Daniel R. **Siegel**/Diane F. **Siegel**: Futures Markets, 1990, s. 32; **Erol**, s. 34; Jeff **Madura**, Financial Markets and Institutions, Fourth Edition, South-Western College Publishing, 1998, s. 312; Raif **Parlakkaya**, Finansal Türev Ürünler ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları, Ankara 2003, s. 108; **Korkmaz/Ceylan**, s. 12; Adem **Anbar**/Lale **Karabıyık**, Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi, Bursa, Ocak 2018, s. 74.

<sup>82</sup> Spekülasyon, piyasadaki beklentiler yönünde fiyat dalgalanmalarından yararlanıp kazanç elde etme gayesiyle alım satım yapmaktır. Bkz. **Siegel/Siegel**, s. 33; **Madura**, s. 312; **Korkmaz/Ceylan**, s. 12; **Korkmaz/Ceylan**, Sermaye Piyasası, s. 16; **Anbar/Karabıyık**, s. 75; Spekülasyon kavramı, manipülasyon kavramından farklıdır. Manipülasyon suç unsuru iken spekülasyon suç unsuru değildir. Spekülasyonda, piyasada kendiliğinden oluşan fiyat hareketlerinden kâr elde edilirken manipülasyonda yapay olarak oluşturulan fiyat hareketlerinden kâr elde edilmektedir. Bkz. Aydın Alber **Yüce**, “Sermaye Piyasasında Manipülasyon”, TBB Dergisi, S. 98, 2012, s. 365; Aysel **Gündoğdu**, Türkiye’de Sermaye Piyasasının Değişen Yüzü, Seçkin Yayıncılık, 1. Baskı, Ocak 2015, s. 146.

<sup>83</sup> Arbitraj, aynı anda birden çok piyasada bulunan alım satım konusu bir varlığın, her bir piyasada farklı fiyatta olmasından yararlanılarak yapılır. Alım satım konusu mal, fiyatının düşük olduğu piyasadaki alınıp fiyatının yüksek olduğu piyasaya satılır, aradaki fiyat farkından da kâr elde edilir. Görüldüğü üzere, arbitraj işleminde hiçbir risk üstlenilmez. Zaten arbitrajın risksiz oluşu, arbitrajı spekülasyondan ayıran bir özelliktir. Bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/viop/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf?sfvrsn=4> (Erişim Tarihi: 12.03.2019); Turhan **Korkmaz**/Ali **Ceylan**, Sermaye Piyasası Temel Konular, Bursa, Şubat 2018, s. 16; Ümit **Hacıoğlu**/Hasan **Diñçer**, Finansa Giriş, İstanbul 2009, s.241, 242.

<sup>84</sup> **Yavilioğlu/Delice**, s. 66-67; **Yılmaz, G.**, s. 19; **Hacıoğlu/Diñçer**, s. 240; Borsa İstanbul A.Ş. Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/viop/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf?sfvrsn=4> (Erişim Tarihi: 12.03.2019).

<sup>85</sup> **Kaya/Demir**, s. 182.

risklerle de yüz yüze gelmektedirler<sup>86</sup>. Bu sebeple, organize piyasalarda işlem gören türev sözleşmeler için, sözleşmelerin standartlaşması ve takas kurumunun taraflardan teminat talep etmesi yollarına gidilmiştir<sup>87</sup>. Bu şekilde türev piyasalarda işlem gören yatırımcıların korunması amaçlanmıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan ve ilk özel hukuk tüzel kişisi niteliğini taşıyan bir kuruluştur<sup>88</sup>. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., 04.07.2002 tarihinde İzmir Ticaret Sicil Müdürlüğü'nde tescil edilmiş olup bu tescil 09.07.2002 tarihinde TTSG'de yayınlanmıştır<sup>89</sup>. BİST'in kurulması neticesinde vadeli işlem ve opsiyon piyasası da BİST'in bünyesinde yerini almıştır<sup>90</sup>.

ESerPK'nın<sup>91</sup> aksine SerPK'da türev araçların tanımı mevcuttur.

SerPK m. 3/1-u uyarınca türev araçlar:

*“1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları,*

*2) Değeri,*

- bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine;*
- bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine;*
- faiz oranına veya orandaki değişikliğe;*
- bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine;*
- bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine;*
- Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe;*

<sup>86</sup> **Kaya/Demir**, s. 181.

<sup>87</sup> Karatepe, Yalçın, Türev Piyasaları, Futures-Opsiyon-Swaps, Ankara 2000, s. 14; Borsa İstanbul A.Ş. Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/viop/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf?sfvrsn=4> (Erişim Tarihi: 12.03.2019).

<sup>88</sup> **Adıgüzel**, s. 238.

<sup>89</sup> **Adıgüzel**, s. 238.

<sup>90</sup> **Adıgüzel**, s. 238.

<sup>91</sup> ESerPK m. 30/1-c hükmünde “*Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık*”, sermaye piyasası faaliyetleri arasında sayılmıştır.



- *kredi riski transferi sağlayan,*
- *enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları,*
- *bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri,*

3) *Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri,*

*veya Kurulca türev araç kapsamında sayılan araçları içerir”.*

Görüldüğü üzere, türev araçlar sınırlı sayıda olmayıp Kurul’a türev araç kapsamında belirleme yapma yetkisi verilmiştir.

SerPK’da türev araçlar üç grupta sayılmıştır:

- i) *Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleriyle değiştirme hakkı veren türev araçlar,*
- ii) *Değeri başka bir dayanak varlığın değerine bağlı türev araçlar,*
- iii) *Döviz ve kıymetli madenler ile SPK tarafından belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemler (forex).*

Bir finansal varlığın ya da malın fizîken alım satımı ya da bir türev aracın, yatırım kuruluşu aracılığı olmaksızın kişilerin kendi aralarında, herhangi bir ticari ya da meslekî faaliyet alanında sayılmayacak şekilde alım satımı türev araç alım satımı kapsamında değerlendirilmemektedir (III.37-1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ve Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği<sup>92</sup> m. 26). Dolayısıyla, sermaye piyasası hukukunun yatırımcılara yönelik korumasından yararlanabilmek için türev araç alım satımının bir yatırım kuruluşu aracılığıyla yapılması şarttır. Bu sebeple, yatırımcıların türev araç alım satım işleminde korunabilmesi için bu alım satımın organize piyasalarda yapılması, organize piyasalarda işlem gören türev sözleşmelerin standartlaşması ve takas

<sup>92</sup> 11.07.2013 tarihli ve 28704 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır

kurumunun taraflardan teminat talep etmesi yollarına gidilmiştir<sup>93</sup>. Bu şekilde türev piyasalarda işlem gören yatırımcıların korunması amaçlanmıştır. III-37.1 sayılı Tebliğ'de 14.01.2016 tarihinde III-37.1.a sayılı Tebliğ<sup>94</sup> ile yapılan değişiklikle tezgahüstü türev piyasalarda da taraflardan teminat talep edilmesi düzenlenmiştir.

Kanun'daki tanımdan<sup>95</sup> da anlaşıldığı üzere, türev araçlar sınırlı sayı (*numerus clausus*) ilkesine tabi olmayıp Kurul'un öngördüğü yeni türev araçlar üretilebilir. Vadeli işlem sözleşmeleri (*futures*) ile forward sözleşmeler (teslim amaçlı vadeli işlem), diğer türlerin meydana çıkmasına zemin hazırlayan uygulamada en çok kullanılan türev araçlardandır<sup>96</sup>. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri borsada işlem gören, forward ve swap işlemleri ise tezgahüstü piyasalarda işlem gören sözleşmelerdir<sup>97</sup>.

#### 4. Diğer Sermaye Piyasası Araçları

SerPK m. 3/1-ş hükmünde sermaye piyasası araçlarının menkul kıymetler, türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dahil olmak üzere SPK tarafından bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarından oluştuğu belirtilmiştir. Menkul kıymetler ve türev araçlar ile ilgili tanıma Kanun'da yer verilmiş iken (SerPK m. 3/1-0, m. 3/1-u), diğer sermaye piyasası araçları kapsamında olan yatırım sözleşmelerine<sup>98</sup> ya da diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir tanıma yer verilmemiştir.

ESerPK m. 3 hükmünde sermaye piyasası araçlarının menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarından oluştuğu düzenlenmiş ve diğer sermaye piyasası araçlarının, menkul kıymetler haricinde olan ve şartları SPK tarafından belirlenen evraklar olduğu, ancak para, kambiyo senetleri ve mevduat sertifikalarının<sup>99</sup> diğer sermaye piyasası

<sup>93</sup> Yalçın **Karatepe**, Türev Piyasaları, Futures-Opsiyon-Swaps, Ankara 2000, s. 14; Mustafa Kemal **Yılmaz**, Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri, (Currency Futures), İstanbul 2002, s. 7; Ayrıca bkz. Sorularla Vadeli İşlem Piyasası, Borsa İstanbul A.Ş., Eylül 2017, s. 12, Borsa İstanbul A.Ş. Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/viop/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf?sfvrsn=4> (Erişim Tarihi: 03.11.2018).

<sup>94</sup> Yönetmelik değişikliği, 14.01.2016 tarihli 2016-29593 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

<sup>95</sup> Aynı tanım, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 3/1-ö'de de yer almaktadır.

<sup>96</sup> Peter G. **Zhang**, Barings Bankruptcy and Financial Derivatives, New York 1995, s. 35; **İnceoğlu**, s. 39.

<sup>97</sup> **Kırca**, s. 5; **Arıkan**, s. 16-18; **Keskin**, Türev Araç, s. 148, **Akalın**, s. 2; **Kaygısız**, s. 5; **Korkmaz/Ceylan**, s. 10. Türev araçlara ilişkin SerPK'daki ve ikincil mevzuattaki ayrıntılı düzenlemeler, aşağıda, İkinci Bölüm, §3, başlığı altında incelenecektir.

<sup>98</sup> **Yanlı**, Yatırım Sözleşmesi, s. 8. Karş. **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 7. Yazar, diğer sermaye piyasası araçlarının menkul kıymetler, türev araçlar ve yatırım sözleşmelerinden biri olmayacağı görüşündedir.

<sup>99</sup> Mevduat sertifikası, mevduat sahibinin bankaya belirli bir vade ile yatırdığı parası için verilen mevduat tutarını ve vadeyi gösteren hamiline yazılı belgedir. Özcan **Ertuna**, Finansal Kurumlar, İzmir 1982, s. 46;

araçlarının içinde yer almayacağı belirtilmiş idi. SerPK’da ise diğer sermaye piyasası araçlarının içinde mevduat sertifikalarının yer almayacağı düzenlenmemekle birlikte, 1997 yılında mevduat sertifikalarının yasaklanmış olması<sup>100</sup> nedeniyle böyle bir düzenlemeye gerek de kalmamıştır.

Diğer sermaye piyasası araçları; menkul kıymetler ve türev araçlar dışında kalan ve şartları SPK tarafından belirlenen araçlardır. Görüldüğü üzere sermaye piyasasında fonların transferinde kullanılacak araçlar yalnızca paylar, borçlanma araçları gibi menkul kıymetlerle ya da türev araçlarla sınırlı değildir. Başka bir deyişle sermaye piyasası araçları sınırlı sayıda (*numerus clausus*) düzenlenmemiştir<sup>101</sup>. SPK’nın sermaye piyasası aracı kapsamına girmesine izin verdiği araçlar da bu kavramın kapsamına girer.

Esasen SerPK, menkul kıymetleri ve türev araçları “özel olarak” sermaye piyasası aracı olarak nitelemiş, bunun dışında ise “diğer sermaye piyasası araçları” torba ifadesiyle, SPK’nın şartlarını belirleyeceği araçların da sermaye piyasası aracı olacağını düzenlemiştir. Böylece, SerPK’da özel olarak nitelendirilen sermaye piyasası araçlarının isimlerini kullanmaksızın yeni finansal ürünler üretilerek SerPK denetiminden kaçılması engellenmeye çalışılmıştır<sup>102</sup>. Dolayısıyla, bir finansal araç, kanunda özel olarak isimleri zikredilen sermaye piyasası araçlarından olmasa da yine de SerPK denetimine tabi olabilecektir. Çünkü, bir finansal aracın sermaye piyasası aracı olup olmadığı SPK tarafından belirlenecektir. Aynı zamanda bir finansal ürünün SPK kararı ile kolayca sermaye piyasası aracı sayılmasının önü açılarak sermaye piyasasının dinamik yapısına da uyum sağlanmıştır<sup>103</sup>.

Bu noktada, diğer sermaye piyasası araçlarından olan “yatırım sözleşmesi” kavramı üzerinde de durulmasında fayda vardır. ESerPK’da yer almayan ve Türk sermaye piyasası için yeni bir kavram olan yatırım sözleşmeleri (*investment contracts*), sermaye piyasası araçları arasında zikredilmekle birlikte SerPK’da ve SPK tebliğlerinde tanımlanmamıştır (SerPK m. 2/1-ş). Oysa, hangi işlemlerin SerPK anlamında “yatırım sözleşmesi” olarak

---

Bkz. İktisat Sözlüğü Mevduat Sertifikaları Nedir? <https://www.iktisatsozlugu.com/nedir-1332--mevduat-karsiliklari-#.XBTW11wzbIU> (Erişim Tarihi: 15.11.2018).

<sup>100</sup> Mevduat sertifikası uygulaması, T.C. Merkez Bankası’nın 30.1.1997 tarihli ve 22893 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 97/1 sıra numaralı "Mevduat Sertifikaları Hakkında Tebliğ" ile son bulmuştur.

<sup>101</sup> **Turanboy**, s. 1286.

<sup>102</sup> **Yanlı**, Yatırım Sözleşmesi, s. 11.

<sup>103</sup> **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 7.

nitelendirileceği büyük önem taşımaktadır<sup>104</sup>. Zira, SerPK m. 2 uyarınca sermaye piyasası araçlarının ihracı, SerPK kapsamına dahil olup ihracı halinde SerPK m. 4 vd'da öngörülen izahnamenin hazırlanması, Kurul'un onayının alınması gibi şartları ve yasal zorunlulukları taşımalıdır. Dolayısıyla, bir işlem yatırım sözleşmesi kavramı içerisine dahil edilebildiğinde bu şartlar yatırım sözleşmesi ihracına da uygulanacak ve yerine getirilmediğinde SerPK'da öngörülen yaptırımlar gündeme gelecektir<sup>105</sup>.

ABD'de yatırım sözleşmesi, bir kişinin parasını ya da başka bir maddi değeri müşterek bir işletmeye yatırması ve karşılığında da işletmeyi kuranların ya üçüncü kişilerin faaliyetleri sonucu işletmeden kazanç beklentisi içine girdiği bir sözleşme, işlem ya da plan olarak tanımlanmaktadır<sup>106</sup>. ABD Federal Temyiz Mahkemesi'nin önüne gelen, ABD Sermaye Piyasası Kurulu SEC (*Securities and Exchange Commission*)'in taraf olduğu SEC v. W. J. Howey Co.: Supreme Court of the United States davasıyla ilk kez yatırım sözleşmesinin tanımına ve şartlarına ilişkin kesin bir ölçüt öngörülmüştür<sup>107</sup>. Anılan mahkemenin bu davada uyguladığı "*Howey Testi*" ile yatırım sözleşmesinin unsurları belirlenmiştir. Howey davasında, davalı narenciye arazileri sahibi Howey şirketi, arazilerinin yarısını başkalarına satmış ve satış yaptığı kişilere, narenciyelerin 10 yıllık bir süreyle toplanmasını ve satılmasını sağlayacak bir başka şirketle de işletim anlaşması yapılmasını önermiştir. Böylece, yetiştirilen ve satılan narenciyelerden elde edilen gelirin bir havuzda toplanacağını ve satış yapılan kişilere ve şirketin kendisine paylaşılacağını taahhüt etmiştir<sup>108</sup>. Dolayısıyla, yatırımcıların şirkete sermaye sağlaması ve bir üçüncü kişinin (narenciyeleri toplayıp satan şirketin) faaliyetleri sonucu elde edilecek gelirin yatırımcılar ve şirket arasında paylaşılmasına yönelik bir sözleşme imzalanmıştır. ABD Federal Temyiz Mahkemesi, arazinin mülkiyetinin yarısının Howey şirketinde kalmasının ve yatırımcılar tarafından ödenen sermaye için pay ihraç edilmemesinin bu işlemde imzalanan sözleşmelerin "yatırım sözleşmesi" olarak nitelendirilmesine engel

---

<sup>104</sup> Veliye **Yanlı**, "Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları", BATİDER Eylül 2016, C. 32, S. 3, s. 6.

<sup>105</sup> **Yanlı**, Yatırım Sözleşmesi, s. 6.

<sup>106</sup> Mark A. **Sargent**, "Are Limited Liability Company Interests Securities?", *Pepperdine Law Review*, Vol. 19, Issue 3, 1992, s. 1082; Doğan **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, Birinci Cilt, İstanbul 2004, s. 403; **Yanlı**, Yatırım Sözleşmesi, s. 14; Adıgüzel, Sermaye Piyasası Aracı, s. 5.

<sup>107</sup> **Kütükçü**, s. 402.

<sup>108</sup> SEC v. W.J. Howey Co.: Supreme Court of the United States, 328 U.S. 293, 298-99 (1946); **Yanlı**, Yatırım Sözleşmesi, s. 14.

olamayacağını belirterek, bir işlemin yatırım sözleşmesi olarak nitelendirilebilmesi için gerekli şartları belirlemiştir<sup>109</sup>.

Howey davasında öngörülen yatırım sözleşmeleri için uygulanan teste göre bir işlemin, sözleşmenin ya da planın yatırım sözleşmesi olarak nitelendirilmesi ve dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatına tabi olabilmesi belirli şartların varlığını gerektirir. Bu şartlar; i) bir kişinin bir miktar parasını<sup>110</sup> bir işe yatırması, ii) müşterek bir işletmenin varlığı, iii) işletmeyi kuranların ya da üçüncü kişilerin faaliyetleri sonucunda bir kazanç beklentisi oluşmasıdır<sup>111</sup>. Müşterek bir işletmenin varlığı şartının içerisinde, tüm yatırımcıların sermayelerinin oluşturduğu ve gelirlerin paylaşıldığı bir havuz (yatay iştirak ilişkisi) mevcut olmalıdır. Yatay iştirak ilişkisi için tek bir yatırımcı yeterli olmamakta, birden fazla yatırımcının varlığına ihtiyaç duyulmaktadır<sup>112</sup>. Aynı zamanda, sağlayıcı ile yatırımcı arasında riskin paylaşıldığı bir ortam (dikey iştirak ilişkisi) olmalıdır<sup>113</sup>. Dikey iştirak ilişkisi, farklı mahkemeler tarafından geniş dikey iştirak ve katı dikey iştirak ilişkisi olarak farklı yorumlanmaktadır. Geniş dikey iştirak ilişkisi şartında, yatırımcıların gelir elde edip edemeyeceğinin sağlayıcının uzmanlığına bağlı olması, sağlayıcının çabaları ile yatırımcıların kazanç elde etmesi arasında bağlantı olması yeterlidir<sup>114</sup>. Katı dikey iştirak ilişkisi şartında ise yatırımcıların gelir elde edip etmemesiyle sağlayıcının faaliyetleri arasında sıkı ve doğrudan bir bağlılık olması, adeta yatırımcıların kaderinin sağlayıcının kaderine bağlı olması aranmaktadır<sup>115</sup>.

Kanaatimizce, ABD’de bir sözleşme, işlem ya da planın yatırım sözleşmesi olarak nitelendirilebilmesi için gerekli kabul edilen bu şartlar, ülkemizdeki yatırım sözleşmesi

---

<sup>109</sup> SEC v. W.J. Howey Co.: Supreme Court of the United States, 328 U.S. 293, 298-99 (1946); **Yanlı**, Yatırım Sözleşmesi, s. 15.

<sup>110</sup> ABD Federal Temyiz Mahkemesi, 1979 yılında önüne gelen International Brotherhood of Teamsters v. Daniel davasında, yatırımcının yaptığı yatırımın mutlaka para, nakit şeklinde olmasının gerekmediğini, ayın ya da değeri ölçülebilir bir bedelin de yatırım olarak kabul edileceğini belirtmiştir. Bkz. **Kütükçü**, s. 407.

<sup>111</sup> SEC v. W.J. Howey Co.: Supreme Court of the United States, 328 U.S. 293, 298-99 (1946); **Kütükçü**, s. 405; Jeffrey E. **Alberts/Bertrand Fry**, “Is Bitcoin A Security?”, 21 Boston University Journal of Science & Technology Law, 2015, s. 14.

<sup>112</sup> **Yanlı**, Yatırım Sözleşmesi, s. 16.

<sup>113</sup> **Alberts/Fry**, s. 14 vd.: Yazarlar, kriptopara bitcoinin, yatırım sözleşmeleri için öngörülen yatay iştirakin ve dikey iştirakin mevcut olmaması ve bitcoin satın alan yatırımcının beklentisinin bitcoin sağlayıcısının faaliyetlerine bağlı olmayıp, tamamıyla bitcoin piyasasına bağlı olması nedeniyle yatırım sözleşmesi olarak ve en nihayetinde de bir sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilemeyeceğini belirtmektedir. Ancak, ABD Federal Temyiz Mahkemesi, SEC v. Shavers, No. 4:13-CV-416, 2013 U.S. Dist. (E.D. Tex. Aug. 6, 2013) davasında, bitcoinin kendisinin değil fakat dijital yüksek riskli yatırım fonu (*digital hedge fund*) şirketi olan Bitcoin Savings and Trust Şirketi’nin paylarının yatırım sözleşmesi kavramına girdiğini ve dolayısıyla sermaye piyasası aracı olduğunu belirtmiştir.

<sup>114</sup> **Kütükçü**, s. 405.

<sup>115</sup> **Alberts/Fry**, s. 18, 19.

kavramının tanımlanması için de kullanılabilir. Zira, SerPK’da yatırım sözleşmesi sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilerek büyük bir sonuca bağlanmış ancak ne kanunda ne de tebliğlerde yatırım sözleşmesinin tanımı verilmemiştir. Bu nedenle, yatırım sözleşmesi kavramından ne anlaşılması gerektiği hukukumuzda yargı kararlarına ve doktrine bırakılmakla birlikte ABD’de yatırım sözleşmesi kavramına ilişkin görülen davaların bu konuda yol gösterici olduğu kanaatindeyiz<sup>116</sup>.

#### D. Piyasa

Fon fazlası kesim ile fon açığı olan kesimin karşılaştığı pazardır. Sermaye piyasası, kendi içinde “birincil piyasa” ve “ikincil piyasa” şeklinde ikiye ayrılmaktadır<sup>117</sup>. Bir sermaye piyasası aracının ilk kez sermaye piyasasına sunulması birincil piyasada, daha önceden sermaye piyasasına sunulmuş bir sermaye piyasası aracının (ikinci el sermaye piyasası aracının) alım satımının yapılması ise ikincil piyasada meydana gelir<sup>118</sup>.

##### 1. Birincil Piyasa İşlemleri

Menkul kıymetlerin ilk kez ihraç edildiği piyasalardır. İhraççı bir devlet veya da ortaklık olabilir<sup>119</sup>. Fon ihtiyacında olan ihraççılar, hisse senedi ya da tahvil gibi sermaye piyasası araçları ihraç ederek fon fazlası olan taraftan fon toplamaktadır<sup>120</sup>. Yatırımcılar, hak temsil eden bu sermaye piyasası araçlarını doğrudan ihraççılardan ya da ihraca aracılık eden aracı kurumdan almaktadırlar<sup>121</sup>. İhraç esnasında sermaye piyasası araçlarının alınıp satılması, başka bir deyişle fonların doğrudan yatırıma aktarıldığı piyasa işlemleri birincil piyasa işlemleridir<sup>122</sup>. Birincil piyasalarda da ihraç edilen araçların geniş halk kitlesine satışı için aracı kurumlara ihtiyaç vardır<sup>123</sup>.

<sup>116</sup> Nitekim bu görüşte **Yanlı**, Yatırım Sözleşmesi, s. 34, 35; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Aracı, s. 6.

<sup>117</sup> **Ertuna**, s. 35; Mehmet **Civan**, Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Ankara 1994, s. 25; **Şakar**, s. 9; **Tuncer**, s. 10; **Küçüksozen**, s. 7; **Adıgüzel**, s. 4; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 2.

<sup>118</sup> **Ertuna**, s. 35; **Önal**, s. 195; **Küçüksozen**, s. 8-9; **Adıgüzel**, s. 4; Cemile **Demir Gökyayla**, “Aracı Kuruluşların İkinci El Piyasalardaki Alım-Satım Aracılık Faaliyetlerinden Doğan İspat Sorunları”, Prof. Dr. Mahmut Tevfik Birsal’e Armağan, İzmir, 2001, s. 175-176.

<sup>119</sup> Ali Sait **Yüksel**/Gültekin **Rodoplu**, Sermaye Piyasası, İstanbul 1980, s. 5; **Ertuna**, s. 35; Hamdi **Yasaman**, s. 6; **Koruyan**, s. 12; **Küçüksozen**, s. 7; **Taner/Akkaya**, s. 37; **Kara**, s. 14.

<sup>120</sup> Ali Hakan **Evik**, Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları, Ankara 2004, s. 25.

<sup>121</sup> Semih **Büker**/Doğan **Bayar**, Finansal Yönetim, Eskişehir 1977, s. 344.

<sup>122</sup> **Aytaç**, Hisse Senetleri, s. 3-4; **Apak**, s. 130; **Civan**, s. 25; **Küçüksozen**, s. 7; **Karsh**, s. 26; Sema **Aydın**, Borsa İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar, İstanbul 2009, s. 10.

<sup>123</sup> **Karsh**, s. 26.

## 2. İkincil Piyasa İşlemleri

Birincil piyasada daha önceden ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının el değiştirdiği, alınıp satıldığı piyasa ise ikincil piyasa olarak adlandırılmaktadır<sup>124</sup>. Finansal araçlara likidite ve pazarlanabilme olanağı vermektedir. Birincil piyasalarda şirketlere sermaye koyan yatırımcılar, birikimlerini geri dönüşü olmayan bir şekilde yatırmak istemediğinden ikincil piyasalarda paylarını alıp satarak likidite yaratmak isterler. Bu sebeple, ikincil piyasalar likidite sağlayarak birincil piyasaların da gelişmesine yardımcı olur.

İkincil piyasalar, yatırımcılardan ihraççılara fon geçişinin olduğu piyasa türü değildir. İşletmelere asıl kaynak sağlayan piyasa birincil piyasalardır. Menkul kıymetlerini birincil piyasalardan alanlar, bunları likide çevirmek istedikleri takdirde ikincil piyasalara başvururlar<sup>125</sup>. Dolayısıyla, ikincil piyasalar ihraççılara değil, yatırımcılara kaynak sağlamaktadır. Birincil piyasalarda satılmış menkul kıymetlerin alınıp satılması ikincil piyasalarda söz konusu olduğu için bu satışlardan elde edilen gelir ihraççıya değil sermaye piyasası aracı sahibine ödenir<sup>126</sup>. Aracı kurumlar, daha önceden ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarını alıp satmayı amaçlayanları ikincil piyasalarda buluşturur<sup>127</sup>.

İkincil piyasaların birincil piyasaları etkilediği önemli durumlar söz konusudur. Örneğin, bir ihraççının sermaye piyasası araçlarının ikincil piyasalarda rağbet görüyor olması o ihraççıyı dolaylı yoldan olumlu etkiler. Bu durum, ihraççının bir sonraki halka arzında ya da sermaye piyasası araçlarını ihraç etmesinde daha kolay ve çabuk şekilde yatırımcı bulması anlamına gelir. Başka bir deyişle, ikincil piyasalar sermaye piyasası araçlarının likiditesinin artmasına neden olur, birincil piyasalarda o ihraççının ihraç edeceği sermaye piyasası araçlarına talebin artmasını sağlar ve şirketlerin gerçek değerinin

<sup>124</sup> **Aytaç**, Hisse Senetleri, s. 4; **Apak**, s. 130; **Yüksel/Rodoplu**, s. 6; **Ertuna**, s. 37; **Civan**, s. 25; **Tuncer**, s. 12; **Vural Günal**, Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul 1997, s. 2; **Büker/Bayar**, s. 345; **Şakar**, s. 10; **Aytaç**, Hisse Senetleri, s. 4; **Barbaros Yalçın**, Tezgahüstü Hisse Senedi Piyasaları ABD ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi, Ankara 1996, s. 3; **Sumer**, s. 55; **Koruyan**, s. 12; **Küçüksözen**, s. 7; **Serdar Karababa**, Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001, s. 23; **Karşlı**, s. 27; **Taner/Akkaya**, s. 39; **Aydın**, s. 10.

<sup>125</sup> **İsmail Türk**, “I. Oturum: Piyasa Ekonomisine Geçiş, Sermaye Piyasalarında Devletin Rolü ve Kamu Müdahalesi”, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, SPK Uluslararası Semineri 31 Ekim – 2 Kasım 1990, Sermaye Piyasası Kurulu, Mayıs 1995, s. 18; **Ali İhsan Karacan**, Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996, s. 225; **Günal**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri, s. 449; **Karşlı**, s. 27.

<sup>126</sup> **Yalçın**, s. 3.

<sup>127</sup> **İnceoğlu**, s. 20.

belirlenmesine yardımcı olur<sup>128</sup>. Bu sebeplerle ikincil piyasaların iyi olması önem arz eder. İyi bir ikincil piyasa için ise hem mevcut arz ve talep hem de geçmişe ilişkin doğru bilginin eksiksiz şekilde doğru zamanda ulaşılabilir olması, değişen bilgilerin kısa zamanda fiyatlara yansması, piyasada likidite sorununun olmaması ve işlem maliyetinin yüksek olmaması gerekir<sup>129</sup>.

Fon arz eden kesim başka bir deyişle ihraççılar, fon talep eden kesim başka bir deyişle yatırımcılar, bunların arasındaki fon mübadelesini sağlayan aracı kurumlar ve bu mübadelenin belirli kurallar çerçevesinde gerçekleştirilmesini sağlayan kişi ve kurumlar, temel hatlarıyla sermaye piyasasının taraflarını oluşturmaktadır. Ancak, nasıl para ve sermaye piyasası arasındaki ayırımın giderek önemini yitirdiği belirtiliyorsa, sermaye piyasasının taraflarını da birincil ve ikincil piyasalar açısından bu denli kesin çizgilerle ayırmak zorlaşmaktadır<sup>130</sup>. Zira, sermaye piyasalarında yalnızca klâsik anlamda birincil piyasalarda fon arzının ve talebinin karşılaşması söz konusu olmayıp sermaye piyasasının ikincil piyasalarda özellikle borsalarda yapılan ticaret (*trading*) fonksiyonu da söz konusudur. İşte bu ikincil piyasalarda, ihraççıların, yatırımcıların ve aracı kurumların da ticari işlemlerin tarafı oldukları alım satım sözleşmeleri yapılmaktadır. Böyle bir durumda birincil piyasalarda yapılan klâsik anlamdaki ihraççı-yatırımcı-aracı kurumlar çerçevesindeki ayırım yetersiz ve anlamsız kalmaktadır. Zira, ikincil piyasalarda yatırımcıların alım satım işlemi nedeniyle sundukları fonlar ihraççı ortaklığa aktarılmamaktadır. Buna benzer şekilde aracı kurumlar da ikincil piyasalarda aynı bir yatırımcı gibi kendi ad ve hesaplarına alım satım işlemi yapabilmektedir. Dolayısıyla, ikincil piyasalardaki sermaye piyasasının tarafları birincil piyasalar için öngörülen ayırımdan farklı algılanmalıdır. İkincil piyasalarda işlem yapanlar esasen ihraççı ya da aracı kurum da olsa “yatırımcı” sıfatıyla sermaye piyasası işleminin tarafı olmakta ve söz konusu nakit akışı da “yatırımcı”ya geçmektedir.

İkincil piyasalar aynı zamanda sermaye piyasası araçlarının merkezi bir ortamda ve belirli kurallar çerçevesinde el değiştirdiği borsalar ve borsada kayıtlı olmayan sermaye

---

<sup>128</sup> Sabih Arkan, Halka Açık Anonim Ortaklıklarının Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara 1976, s. 3; Memiş/Turan, s. 26.

<sup>129</sup> Yalçın, s. 63.

<sup>130</sup> Tanör, 1. Cilt, s. 68.



piyasası araçlarının el değiştirdiği tezgahüstü piyasalar (*over the counter markets – OTC*) olmak üzere iki kategoride de incelenir<sup>131</sup>.

#### a) Borsalar

İkincil piyasalardaki faaliyetlerin gerçekleştiği teşkilatlanmış en büyük piyasa borsalarıdır<sup>132</sup>. SerPK'ya göre düzenli faaliyet gösteren bir pazar olan borsaların anonim şirket şeklinde kurulmaları ve yetkilendirilmeleri gerekir (SerPK m. 3/1-ç). Borsaların amacı, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve SPK tarafından uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde alınıp satılabilmesidir (Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik m. 4/1-a). Borsalar ayrıca, oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere kendisi veya piyasa işleticisi<sup>133</sup> tarafından işletilme ve/veya yönetilme, alım satım emirlerini sonuçlandırarak şekilde bir araya getirme veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırma işlevini görmektedirler. Borsalar<sup>134</sup>, alım satım konu mallar fizikî olarak mevcut olmaksızın bu malları herhangi bir şekilde temsil eden değerlerinin alım satımının yapıldığı mekân ve zaman olarak merkezîleşmiş sürekli pazarlar olarak tanımlanmaktadır<sup>135</sup>.

Borsalarda, icap ve kabul niteliğindeki emirler fiyat önceliği ve zaman önceliği kuralları<sup>136</sup> başta olmak üzere ilgili mevzuat uyarınca öngörülen kurallar mevcuttur. İşlemler, seans olarak adlandırılan belirli zaman aralıklarında gerçekleştirilir. Borsalardaki işlemlerde standart sözleşmeler kullanılmakta olup borsalar çok sıkı kurallara ve standart

<sup>131</sup> **Yalçın**, s. 8.

<sup>132</sup> “Borsa” kelimesinin, Belçika'nın Brugge şehrinde menkul kıymet ticareti ile uğraşan tacir “Von Der Beurse”un isminden geldiği belirtilir. Bkz. **Yasaman**, s. 10; **Çapanoğlu**, s. 133; Ömer **Teoman**, Menkul Değer Borsaları, s. 197; **Günel**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri, s. 449; **Bahtiyar**, Sermaye Piyasası, s. 5; **Evik**, s. 25;

<sup>133</sup> Piyasa işleticisi, ilk kez SerPK ile mevzuatımıza girmiş olup borsanın ya da borsadaki piyasaları yöneten ve/veya işleten anonim ortaklıklardır. Piyasa işleticilerinin kuruluşu ve düzenlenmesi Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik'te mevcuttur. Anılı yönetmelik 19 Temmuz 2013 tarihli ve 28712 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

<sup>134</sup> Borsalar, işlem gören kıymetlere göre gruplara ayrılmaktadır. Bu gruplar, menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı menkul kıymetler borsası (*securities market*), ticarete konu malların alım satımının yapıldığı emtia borsası (*commodity market*), para birimlerinin ticaretinin yapıldığı döviz borsaları (*foreign market*), altın gibi kıymetli madenlerin ticaretinin yapıldığı kıymetli madenler ve kıymetli taşlar borsası (*precious metals and diamond market*), türev araç işlemlerinin yapıldığı vadeli işlem ve opsiyon borsası (*derivatives market*) olarak belirtilebilir. Bkz. **Kırca**, s. 56; **Karşlı**, s. 176; **Aydın**, s. 12.

<sup>135</sup> **Teoman**, Menkul Değer Borsaları, s. 196; **Küçüksozen**, s. 8; **Bahtiyar**, Sermaye Piyasası, s. 5; Günümüzde bilgisayar terminalli borsalarda işlem tarafları belirli bir merkezde bir araya gelmez, arz ve talepler üyelerin bilgisayarları üzerinden borsadaki merkezi bilgisayarda toplanıp eşleştirilir. Bkz. **Kırca**, s. 54, dn. 3.

<sup>136</sup> Bkz. Aşağıda, İkinci Bölüm, § 2, III, A, 5.

şartlara bağlanmıştır<sup>137</sup>. Çünkü, borsaların sermaye piyasası araçlarının alım satımının sürekliliğini sağlaması ve piyasaya güveni temin etmesi işlevi vardır<sup>138</sup>. Dolayısıyla, borsalar belirli kurallar çerçevesinde işleyen ve denetim ve gözetim altında olan piyasalardır.

Borsalarda, yatırımcıların doğrudan işlem yapmasına da izin verilmemektedir. İşlemler, borsa üyesi olan ve borsada işlem yapmasına izin verilen kurumlar tarafından gerçekleştirilmektedir<sup>139</sup>. Yatırımcıların emirleri karşılaştırma yapmak suretiyle borsalara önemli bilgi akışı sağlar<sup>140</sup>. Yatırımcıların korunduğu ve güven duygusunun hâkim olduğu bir borsa, birincil piyasalardaki sermaye piyasası araçlarının ihraçlarını kolaylaştırmakta, sermaye piyasası araçlarının ihraçlarının ve böylece işlem hacminin artmasını sağlayarak piyasanın gelişmesine katkıda bulunmaktadır<sup>141</sup>.

Ülkemizde, SerPK m. 138 hükmü uyarınca Borsa İstanbul A.Ş. (BİST)'nin kurulmasıyla, eSerPK döneminde kamu tüzel kişiliği olan borsa, özel hukuk tüzel kişisi olarak oluşturulmuştur. Bunun nedeni, 21. Yüzyılda teknolojinin gelişmesi, küreselleşme ve rekabetin artması sonucu Kıta Avrupası hukuk sistemlerindeki kamu kurumu niteliğindeki borsaların Anglo Sakson hukuk sistemlerindeki gibi anonim ortaklık yapısında kurulmaya başlanmasıdır<sup>142</sup>. BİST'in kurulmasıyla birlikte, eSerPK'dan farklı olarak ayrıca, pay piyasası ve borçlanma araçları piyasasının yanı sıra vadeli işlem ve opsiyon piyasası ve kıymetli taşlar ve kıymetli madenler piyasası tek çatı altında toplanmıştır<sup>143</sup>. Böylece, eSerPK döneminde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ve İstanbul Altın Borsası'nda görülen borsacılık faaliyetleri şu an tek bir borsa olan BİST'te gerçekleştirilmektedir<sup>144</sup>. Bu şekilde, eSerPK'daki duruma kıyasla borsanın tanımı genişletilmiş, borsada işlem görecekt olan sermaye piyasası araçlarının da çeşitliliği artırılmıştır. Çeşitli piyasaları içeren ve tek çatı altında toplayan BİST'te yapılan işlemler SerPK'ya ve ikincil mevzuata tabidir. Özel

<sup>137</sup> Kırca, s. 55-56.

<sup>138</sup> Küçüksozen, s. 8.

<sup>139</sup> Nusret Çetin, Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemlerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2004, s. 8.

<sup>140</sup> Yalçın, s. 12.

<sup>141</sup> Günal, Sermaye Piyasası Faaliyetleri, s. 449.

<sup>142</sup> Meltem Kutlu Gürsel, İdare Hukuku Açısından Sermaye Piyasası, Ankara, Şubat 2016, s. 204.

<sup>143</sup> Bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Hakkımızda <http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkında/hakkımızda> (Erişim Tarihi: 17.11.2018).

<sup>144</sup> Turgay Münyas, Türk Sermaye Piyasasının Yeni Kolektif Yatırım Kuruluşu: Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı'nın Yapı, İşleyiş ve Faaliyet Esasları Üzerine Bir İnceleme, Maliye Finans Yazıları, 2017, C. 1, S. 107, s. 148.

hukuk tüzel kişiliğini haiz BİST, bir öz-düzenleyici kuruluş olup kendi iç düzenlemelerini de yapabilmektedir.

## b) Tezgahüstü Piyasalar

Borsaların belirli kurallar çerçevesinde faaliyet gösterdiğini ve sermaye piyasası araçlarının borsalarda işlem görebilmesi için borsaya kote edilmesi gerektiğini bir üst başlıkta belirtmiştik. İşte, borsalara kotasyon şartını sağlayamamış ve kaynak arayışı içerisinde olan şirketlerin bu ihtiyaçlarına karşılık verebilmek için ya da borsada işlem yapma kapasitesinin sınırlı olması nedeniyle tezgahüstü piyasalar ortaya çıkmıştır<sup>145</sup>. Borsalarda yatırımcı emirlerinin karşılaştırılmasının aksine tezgahüstü piyasa bir aracı piyasası olup, bir aracının borsa dışında pay alım satımına başlamasıyla tezgahüstü piyasa meydana gelir<sup>146</sup>.

Tezgahüstü piyasalarda sermaye piyasası araçlarının alım satımı işlemlerinin gerçekleştirildiği merkezî bir platform yoktur<sup>147</sup>. Aracıların uyması gereken işlem kuralları da söz konusu değildir. Borsalarda karşılıklı arz ve talebin karşılaşması yetkili otoritelerce belirlenen kurallara tabi olmakta iken tezgahüstü piyasalarda tarafların anlaşmalarına bağlıdır. Dolayısıyla, tezgahüstü piyasalarda kullanılan sözleşmeler borsadaki sözleşmeler gibi standart değildir, tamamen tarafların karşılıklı anlaşmalarına bağlı olarak bireyselleştirilmiş sözleşmelerdir<sup>148</sup>. Borsada işlem yapmak isteyen araçların borsaya üye olmaları gerekirken tezgahüstü piyasalarda böyle bir şart söz konusu değildir<sup>149</sup>.

Tezgahüstü piyasaların borsalardan bir başka farkı ise tezgahüstü piyasalarda takas mekanizmasının kural olarak söz konusu olmamasıdır<sup>150</sup>. Takas mekanizması, merkezi

<sup>145</sup> Richard R. West/Seha M. Tınıç, *The Economics of the Stock Market*, Praeger Publishers, 1971, s. 55; Çapanoğlu, s. 129; Ünal, O. K., *Aracı Kurumlar*, s. 41; Bahtiyar, *Sermaye Piyasası*, s. 4; Aydın, s. 15; Mathias M. Siems, *The Foundations of Securities Law*, *European Business Law Review*, Vol. 20, 2009.

<sup>146</sup> Karababa, s. 26.

<sup>147</sup> Yanlı, HAAO, s. 85.

<sup>148</sup> Kaygısız, s. 3.

<sup>149</sup> Yalçın, s. 12.

<sup>150</sup> Ancak, 2006 yılında ABD mortgage krizinin yaşanmasıyla birlikte tezgahüstü piyasaların da takas ve merkezi karşı taraf sistemleriyle korunması gündeme gelmiş ve bu yönde dünyada çeşitli düzenlemeler öngörülmüştür. Kaygısız, s. 43. Ülkemizde de takas sistemini yürüten İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank)'nin, tezgahüstü piyasalarda takas, ödeme ve teminat işlemlerine ilişkin kararlar Kurulun iznine tabidir (İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Takas Yönetmeliği m. 5/3). Takasbank'ın tezgahüstü piyasa ve sermaye piyasası araçlarında merkezi karşı taraf hizmeti vermesi ve buna ilişkin ayrıntılar piyasa yönergelerinde düzenlenir (İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği m. 5/8). Takasbank'ın tezgâh üstü piyasa veya sermaye piyasası araçlarında merkezi karşı taraf hizmeti vermesi durumunda; işlemin hangi zamanında taraflar arasına girerek merkezi karşı taraf olarak görev üstleneceğine ilişkin hususlar ilgili piyasa yönergelerinde belirlenir.

karşı taraf (MKT) olarak sözleşmeleri doğrudan garanti ederek, tarafların sözleşmeden doğan yükümlülüklerini üzerine alarak sözleşmenin karşı tarafının kredi yeterliliğine ilişkin riskleri ortadan kaldırmaktadır. Başka bir deyişle takas kurumu satıcı için alıcı, alıcı için de satıcı pozisyonuna girerek tarafların birbirleriyle karşı karşıya gelmelerini önleyerek karşı taraf riskini ortadan kaldırmaktadır<sup>151</sup>. Böylece, borsadaki işlemlerde tarafların yüklendikleri riskler fiyat, vade ve piyasa riskleri olarak kalmakta ve karşı taraf riski ikinci planda olmaktadır<sup>152</sup>. Düzenlenen bir piyasa olmaması nedeniyle takas mekanizması tezgahüstü piyasalarda söz konusu olmadığı için bu piyasalarda yapılan işlemler karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirmemesi riskini de içerir<sup>153</sup>.

ABD'deki NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*), bir tezgahüstü piyasa olup ABD ve dünyada New York Menkul Kıymetler Borsası (*New York Stock Exchange – NYSE*)'ndan sonra ikinci en büyük işlem hacmine sahip borsadır<sup>154</sup>. NASDAQ, ABD'de Aracı Kurumlar Ulusal Birliği (*National Association of Securities Dealers – NASD*)'nin kurduğu ve üyelerin ofislerine yerleştirilen panellerde piyasa fiyatlarının sıralandığı sistemdir<sup>155</sup>.

ABD'de tezgahüstü piyasalar 2008 yılında, yüksek riskli mortgage kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan sıkıntılar nedeniyle ortaya çıkan mortgage krizi sonucunda başta ABD ve Avrupa olmak üzere finansal piyasaların daha sıkı gözetim altında tutulması için gerekli düzenlemeler yapılmıştır. Bu kapsamda, krizin çıkmasında yasal düzenlemelerden ve şeffaflıktan uzak tezgahüstü türev piyasaların etkili olduğu sonucuna varıldığı için tezgahüstü türev piyasalarının düzenlenmesi yolunda adımlar atılmıştır<sup>156</sup>.

Ülkemizde, SPK'nın III-37.1 sayılı Tebliği'nin m. 3/n-o hükmünde tezgahüstü piyasa ve tezgahüstü işlem tanımlanmıştır. Buna göre tezgahüstü piyasa, borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında kalan piyasalar; tezgahüstü işlem de borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında kalan piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerdir. III-37.1 sayılı Tebliğ'de ayrıca tezgahüstü türev araçlara ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. 14.01.2016 tarihinde III-37.1 sayılı Tebliğ'de değişiklikler yapılmış tezgahüstü türev

---

<sup>151</sup> **Korkmaz/Ceylan**, s. 47.

<sup>152</sup> Takas ve merkezi karşı taraf sistemi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Aşağıda, İkinci Bölüm, § 2, II, H, 1,2.

<sup>153</sup> **Kaygısız**, s. 4.

<sup>154</sup> **Korkmaz/Ceylan**, s. 50.

<sup>155</sup> **Ünal**, O. K., Aracı Kurumlar, s. 41.

<sup>156</sup> James **Bullard**/Christopher J. **Neely**/David C. **Wheelock**, “Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October 2009, s. 403.

piyasalarda teminatlandırma politikası getirilmiştir. Tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin takasının merkezi karşı taraf olarak yetkili kuruluş nezdinde gerçekleştirilmesi ise Kurul'a bırakılmıştır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 36/2 ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği<sup>157</sup> m. 5/8). Böylece, ülkemizde de tezgahüstü piyasaların belirli seviyede düzenlenmesi yoluna gidilerek yatırımcıların korunması açısından uluslararası standartların yakalanması yerinde olmuştur. SPK Takasbank'la birlikte tezgahüstü piyasalardaki merkezi karşı taraf işlemlerinin gerçekleştirilmesine ilişkin çalışmalar yürütmekte olup çalışmamızın kaleme alındığı tarih itibarıyla henüz yürürlüğe girmiş bir SPK düzenlemesi mevcut değildir.

### 3. Üçüncül ve Dördüncül Piyasa İşlemleri

Sermaye piyasalarında en çok karşılaşılan piyasa kavramları, organize piyasalar, tezgahüstü piyasalar, birincil piyasalar, ikincil piyasalar gibi kavramlardır. Bu kavramlara kıyasla daha yeni fakat önemi gün geçtikçe artan üçüncül ve dördüncül piyasalar da vardır. Üçüncül ve dördüncül piyasalar özellikle sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde bulunmaktadır<sup>158</sup>. Bu piyasalar, menkul kıymet alım satımında kurumsal yatırımcıların rolünün artması sonucu gelişmiştir<sup>159</sup>.

Üçüncül piyasalar borsaya kote edilmiş menkul kıymetlerin işlem gördüğü bir tezgahüstü piyasadır<sup>160</sup>. Üçüncül piyasalarda satış yapanlar borsa üyeliği belgesinden yoksun olan kişilerdir. Bu piyasanın yatırımcıları menkul kıymetlerin blok olarak alınıp satılması işlemi için fiyata özen gösteren ve borsa üyeliği olmayan broker firmalar arayan kurumsal yatırımcılardır<sup>161</sup>.

Dördüncül piyasalar, üçüncül piyasalara göre daha yeni bir kavramdır. Bu piyasalar da organize olmayan piyasalardan olup bu piyasalarda da menkul kıymetler alıcı ve satıcı arasında aracı olmaksızın doğrudan el değiştirir. Dördüncül piyasalarda blok alıcı ve satıcılar arasında alım satım işlemleri yapılır<sup>162</sup>.

<sup>157</sup> 14.08.2013 tarihli ve 28735 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

<sup>158</sup> Küçüksözen, s. 8.

<sup>159</sup> Küçüksözen, s. 8.

<sup>160</sup> Büker/Bayar, s.346; Taner/Akkaya, s. 40; Korkmaz/Ceylan, s. 49; Korkmaz/Ceylan, Sermaye Piyasası, s. 59.

<sup>161</sup> Küçüksözen, s. 8; Taner/Akkaya, s. 40.

<sup>162</sup> Taner/Akkaya, s. 40, 41; Korkmaz/Ceylan, Sermaye Piyasası, s. 61.

## E. Aracı Kurumlar ve Yardımcı Kuruluşlar

Sermaye piyasasında yatırımcıların kurumlaşmış bir yapı içerisinde tasarruflarını fon talep edenlere arz etmeleri söz konusudur. Bu şekilde fon arz eden yatırımcılar ile fon talep edenler arasında ortaklık veya alacaklılık ilişkisi kurulur. Bu nedenle, yatırımcılar iyi gelir elde edecekleri, ancak aynı zamanda da tasarruflarını kaybetmeyecekleri güvenli olan yatırımlar yapmak isterler. Ne var ki, daha önce de belirttiğimiz gibi sermaye piyasasında risk unsurunu değerlendirmek ve verimlilik hesabı yapmak uzmanlık işi gerektiren bir eylemdir. Zira, yatırımcının mevzuat hakkında bilgi sahibi olup ekonomik gelişmelerden haberdar olması, yatırımını sunacağı sermaye piyasası aracını ve ortaklığı tanıması gerekir. Bu da yatırımcıların yatırımlarını sermaye piyasasında değerlendirme konusunda çekince oluşturabilir ve nihayetinde bu tasarrufların âtıl durumda kalmasına sebep olabilir. Aynı durum, fon talep eden kesim için de geçerlidir. Çünkü, bu kesim de teknik ve karmaşık yapıdaki sermaye piyasasında ihraç kuralları konusunda bilgi sahibi olmayabilirler ya da ihraç edilen menkul kıymetlerin yatırımcılara satılmasında zorluk çekebilirler. Bu sebeplerle, sermaye piyasasında fon arz eden yatırımcılar ile fon talep eden ihraççıları buluşturan uzmanlaşmış kuruluşlara gereksinim vardır.

Sermaye piyasasının işlemlerini ve piyasadaki güven ve istikrar ortamının devamını sağlayan bu kuruluşlar başta aracı kurumlar olmak üzere bankalar, sigorta şirketleri, emekli sandıkları, yatırım ortaklıkları ve yatırım müşavirlikleri, yatırım klüpleri gibi kuruluşlardır<sup>163</sup>. Hukukumuzda ise bu kuruluşlar, yatırım kuruluşları içerisindeki aracı kurumlar, bankalar ve yatırım hizmet ve faaliyetinde sunmak üzere kuruluş ve faaliyet kuralları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarıdır (SerPK m. 3/1-v). Görüldüğü üzere hukukumuzda sermaye piyasası aracılık faaliyetleri aracı kurumlar yanında bankalar tarafından da yürütülmektedir (SerPK m. 39/9). Ancak biz çalışmamızda aracılık faaliyetini incelerken bu faaliyet bankalar tarafından da yerine getirilmesine rağmen, bankaların kuruluşu ve işleyişine ilişkin özel düzenlemeler Bankacılık Kanunu'nda düzenlendiği için, yalnızca aracı kurumlara ilişkin özel düzenlemeleri incelemeyi uygun bulduk.

<sup>163</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 14.

Aracı kurumlar, sermaye piyasası araçlarının ihraççılardan yatırımcılara ulaşmasını sağlayan aracılar<sup>164</sup>. Aracı kurumların asli faaliyet konusu aracılıktır<sup>165</sup>. Birincil piyasalarda ihraççı ortaklıklarla yatırımcılar arasında, ikincil piyasalarda ise yatırımcıların kendi aralarında adeta bir köprü görevi üstlenmektedir<sup>166</sup>. Aracı kurumlar birincil piyasalarda, ilk kez halka arz edilecek olan sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara ulaştırılmasına yardımcı olurken ikincil piyasalarda ise daha önce halka arz edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının alım satımının yapılmasına aracılık eder. Aracı kurumların birincil piyasalardaki aracılık faaliyetine halka arza aracılık faaliyeti, ikincil piyasalardaki aracılık faaliyetine ise alım satım aracılık faaliyeti denir.

SerPK’da aracı kurumlar münhasır olarak, sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık edilmesi ve sermaye piyasası araçlarının alım satımının yapılması faaliyetlerinde bulunmak üzere yetkilendirilmektedir (SerPK m. 3/1-a, m. 37). Aracı kurumlar bunun haricinde SPK tarafından belirlenecek tüm hizmet ve faaliyetlerde de bulunabilir. Sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri, sadece yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunmak, sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapmak veya genel tavsiyede bulunmak, servet yönetimi ve finansal planlama yapmak gibi yan hizmetler<sup>167</sup> de aracı kurumların faaliyetleri arasındadır (SerPK m. 3/1-a, m. 37).

Esasen, teorik olarak hem birincil piyasalarda hem de ikincil piyasalarda aracı kurum olmaksızın da sermaye piyasası araçları yatırımcılara ulaştırılabilirse de pratik hayatta ortaya çıkan çeşitli nedenlerden ötürü aracı kurumların sermaye piyasalarında rol oynaması gerekmiştir.

---

<sup>164</sup> Aracı kurum bu başlık altında aracı kurumlara sermaye piyasasında duyulan ihtiyacın nedenleri çerçevesinde ve genel hatlarıyla incelenmektedir. Aracı kurumların kuruluş şartları ve gerçekleştirebileceği faaliyetlere ilişkin aşağıda Birinci Bölüm, § 1, I, D, 2 başlığı altında ayrıntılı açıklamalar mevcuttur.

<sup>165</sup> **İnceoğlu**, s. 19; **Korkmaz/Ceylan**, s. 3.

<sup>166</sup> Mehmet Murat **İnceoğlu**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004, s. 17.

<sup>167</sup> SerPK, yatırım kuruluşlarının SPK’dan alacakları yetki belgesiyle gerçekleştirebilecekleri m. 37’de düzenlenen faaliyetleri “yatırım hizmetleri ve faaliyetleri” olarak adlandırmıştır. Bu faaliyetlerin yanında ayrıca bir yetki belgesi olmaksızın, yalnızca bu faaliyetleri yürütmek için öngörülen koşulların sağlandığına dair SPK’ya bildirimde bulunarak gerçekleştirebilecekleri m. 38’de düzenlenen faaliyetleri ise “yan hizmetler” olarak adlandırmıştır. **Yıldız**’a göre yeknesaklığın sağlanması adına “yan hizmet” terimi için de “yan faaliyet” teriminin kullanılması gerekirdi. Kanaatimizce de m. 37’de düzenlenen faaliyetler için karşılıklı sebep olacak şekilde faaliyet ve hizmet kelimelerinin birarada kullanılması yerine yalnızca “yatırım faaliyetleri” teriminin kullanılması, “yan hizmetler” kavramı için de “yan faaliyetler” teriminin kullanılması daha yerinde olurdu. Bkz. Burçak **Yıldız**, Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında Yatırım Tavsiyeleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2015, s. 63, dn. 222.

Birincil piyasalarda ihraççılar sermaye piyasası araçlarını ilk kez halka arz etmektedirler ve bu arzın belirli şartlar ve süreler uyarınca yerine getirilmesi gerekir. Zira, SerPK'da halka arz ile ilgili kanuni şartlar ve bürokratik işlemler söz konusu olup bunların yerine getirilmesi mali gücünü bu işe hasretmiş olan aracı kurumlar vasıtasıyla daha kolay yapılmaktadır<sup>168</sup>. Aracı kurumlar, hangi tür sermaye piyasası araçlarının satılabileceği veyahut da halka arzın zamanlaması konularında ve halka arzla ilgili tüm idari işlerin yürütülmesinde ihraççılara yardımcı olur. Dolayısıyla, aracı kurumlar birincil piyasalarda, uzmanlaşmış pazarlama ve teknik bilgilere sahip olup gerekli şartlar ve sürelerde ihraççıların geniş müşteri kitlelerine ulaşmalarını sağlarlar<sup>169</sup>. Hatta bazı durumlarda aracı kurumlar, sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık eder ve satılmayan sermaye piyasası araçlarını da kendisi satın alarak yahut baştan tüm sermaye piyasası araçlarını satın alıp sonra kendi nam ve hesabına satarak ihraççıları sermaye piyasası araçlarının satılmaması riskinden kurtarabilir.

Aracı kurumların ikincil piyasalarda alım satım aracılık faaliyetlerine aracılık yaptığı belirtilmişti. İkincil piyasalarda aracı kurumlar alım satım işlemlerinin daha organize olabilmesi için tarafları buluşturmaktadırlar<sup>170</sup>. Ayrıca, birincil piyasalarda olduğu gibi ikincil piyasalarda da teknik ve uzmanlaşmış bilgiye sahip aracı kurumlara bu sebeple ihtiyaç duyulmaktadır. Yatırımcılar ikincil piyasalarda işlem yapmak için bu piyasaya örneğin borsalara gitmek zorunda değildir. Bir aracı kurum nezdinde müşteri hesabı açarak alım satım işlemlerini aracı kurum aracılığıyla yerine getirebilmektedir. Borsalar veyahut da Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) gibi alım-satım işlemlerine yardımcı olan kuruluşlar da karşılarında teknik bilgiden yoksun yatırımcılar yerine bu hususta uzmanlaşmış aracı kurumları görmeyi tercih etmektedirler. Bu sebeple, sermaye piyasası alım satım aracılık faaliyetlerinde aracı kurumlara ihtiyaç duyulmaktadır. Aracı kurumlar ikincil piyasalarda alım satım işlemlerine başlamadan önce yatırımcılarla bir aracılık sözleşmesi imzalamak zorunda olup daha sonra yatırımcı nam ve hesabına, kendi namına yatırımcı hesabına ya da kendi nam ve hesaplarına alım satım işlemlerini gerçekleştirmektedirler<sup>171</sup>.

<sup>168</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 13.

<sup>169</sup> **Ünal**, O. K., Aracı Kurumlar, s. 30.

<sup>170</sup> **Bahtiyar**, Sermaye Piyasası, s. 11.

<sup>171</sup> **Ünal**, O. K., Aracı Kurumlar, s. 36; **Sumer**, s. 50.



## IV. Sermaye Piyasasında Yatırımcı ve Aracı Kurum Kavramı

### A. Yatırımcı Kavramı ve Yatırımcının Sınıflandırılması

Yatırımcı, belirli bir kazanç elde etmek amacıyla birikimlerini yatırıma yönlendirilen kişi olarak tanımlanmaktadır<sup>172</sup>. Birikmiş tasarrufları bulunan ve bunu sermaye piyasası araçlarında değerlendirmek isteyen, bu tasarruflarını sermaye piyasasına sunan kesimdir. Gerçek veya tüzel kişilerden oluşabilir. Sermaye piyasası mevzuatında yatırım hizmetlerinden yararlanan yatırımcılar için müşteri kavramı da kullanılmaktadır<sup>173</sup>. Müşteri, yatırım kuruluşu ile imzalanan sözleşmenin sonunda adı, soyadı ve imzası bulunan kişidir. Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde açılan hesaplarda ise yatırımcı için “hak sahibi” kavramının da kullanıldığı görülmektedir. Çalışmamızda, sermaye piyasası mevzuatına ilişkin hükümler incelenirken yatırımcı terimi ile aynı anlamda olan müşteri terimi de kullanılmıştır. Ayrıca, Merkezi Kayıt Kuruluşu’na ilişkin düzenlemeler ve takas incelenirken “hak sahibi” kavramı da tercih edilmiştir.

Yatırımcılar farklı ölçütlere göre sınıflandırılabilir. Bunlar, gerçek kişi yatırımcı- tüzel kişi yatırımcı, büyük yatırımcı – küçük yatırımcı, bireysel yatırımcı – kurumsal yatırımcı, yerli yatırımcı – yabancı yatırımcı, banka - diğer yatırımcı, profesyonel yatırımcı – genel yatırımcı, borsa yatırımcısı - borsa dışı yatırımcı, hisse senedi yatırımcısı - diğer yatırımcılar, mevcut yatırımcılar – potansiyel yatırımcılar<sup>174</sup> şeklinde yapılan sınıflandırmalardır<sup>175</sup>.

Avrupa Komisyonu, 21.04.2004 tarihinde 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi (*Directive on Markets in Financial Instruments– MiFID*)’ni kabul

<sup>172</sup> Peter **Cartwright**, *Consumer Protection in Financial Services: Putting the Law in Context*, London 1999, s. 6; İsmail **Kayar**, *Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu’na Göre Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması*, Kayseri 2000, s. 20; **Korkmaz/Ceylan**, s. 11; **Kalkan/Onur**, s. 58.

<sup>173</sup> MiFID II “müşteri” kavramını, kendisine yatırım hizmetleri ve yan hizmetler sunulan gerçek ya da tüzel kişi olarak tanımlamaktadır (MiFID II m. 4/9). III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 29/1’de müşteri kavramı benzer şekilde, “yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetler kapsamında yatırım kuruluşları tarafından hizmet sunulan tüm gerçek ve tüzel kişiler” olarak tanımlanarak yatırımcı ve müşteri kavramları arasında paralellik kurulmuştur. Bunun nedeni olarak henüz sermaye piyasasında işlem yapmamış kişinin yatırımcı yerine müşteri olarak nitelendirilmesinin daha yerinde olduğu gösterilmektedir. Bkz. Rabia Sanem **Üzeler**, *Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2014, s. 8, d.n. 13, naklen Petra **Buck-Heeb**, “*Vom Kapitalanleger- zum Verbraucherschutz – Befund und Auswirkungen auf das Recht der Anlageberatung*”, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, 176, 2012, s.71.

<sup>174</sup> **Yanlı**, HAAO, s. 102, 103.

<sup>175</sup> Zühtü **Aytaç**, “Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?”, *Perşembe Konferansları* 12, Ankara 2001, s. 5.

etmiştir<sup>176</sup>. Bu yönergeyle, yatırımcılar sınıflandırılarak her sınıfa uygun farklı düzenlemeler ve koruma mekanizmaları getirilmiştir<sup>177</sup>. Zira, tüm yatırımcıları kapsayan şekilde tek bir katalog ve kriterde koruma mekanizması getirilmesi dünyada terk edilmeye başlanmıştır<sup>178</sup>. 15.05.2014 tarihli 2014/65/EU sayılı 01.01.2018 tarihinde yürürlüğe giren Avrupa Birliği'nin Finansal Araç Piyasaları Yönergesi II (*Directive on Markets in Financial Instruments - MiFID II*) ile yatırımcıların sınıflandırılarak her bir sınıfa uygun koruma mekanizmasının belirlenmesi yöntemi uygulanmaktadır<sup>179</sup>. MiFID II, profesyonel müşteri ve genel müşteri ayrımı yaparak yatırımcının korunması, kamunun aydınlatılması ve şeffaflık ilkeleriyle ilgili birçok yükümlülüğün profesyonel müşteri açısından azaltılması yoluna gitmiştir. Bunun yansımaları ülkemizde, SPK'nın ilgili tebliğlerinde görülmektedir.

Ülkemizde SPK, yatırım kuruluşlarının gerçekleştireceği yatırım hizmet ve faaliyetlerinde yatırımcılara sağlanacak korumanın belirlenebilmesi ve her bir yatırımcı tipi için farklılaştırılabilmesi amacıyla yatırımcıları sınıflandırma yetkisini haizdir (SerPK m. 45/4). Bu nedenle, yatırımcı kavramı yatırımcının farklı sınıflara ayrılarak korunması daha işlevsel olduğu için bireysel-kurumsal yatırımcı, nitelikli-nitelikli olmayan yatırımcı gibi sınıflara ayrılmaktadır. II.5-2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nde yatırımcı kavramına ilişkin sınıflandırmalar tanımlanmıştır.

## 1. Bireysel Yatırımcı – Kurumsal Yatırımcı Ayrımı

Bireysel yatırımcı (*retail investor*), tasarruflarını, kendi risk-getiri tercihlerine göre değerlendirerek sermaye piyasası araçlarına yatıran gerçek veya tüzel kişilerdir<sup>180</sup>. Bireysel yatırımcı, sermaye piyasasında uzun vadeli kalma niyetiyle de yatırım yapsa yahut kısa süreli al-sat şeklinde yatırımlarda da bulursa, sermaye piyasasının temel yapı taşıdır<sup>181</sup>.

<sup>176</sup> Directive on Markets in Financial Instruments– MiFID <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32004L0039> (Erişim Tarihi: 21.10.2018).

<sup>177</sup> Aysel **Gündoğdu**/Serpil **Kılıç Depren**/Mustafa Tefvik **Kartal**, “Türkiye’de Yatırımcı Hakları ve Yatırımcıların Korunmasına Yönelik Bir Araştırma”, Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 2017, C. 2, S. 1, s. 22, 23.

<sup>178</sup> Zühtü **Aytaç**, “Yatırımcı Hakları ve Yatırımcının Korunması Açısından Bakış”, Mesleki/Etik Kurallar & Yatırımcı Hakları, İstanbul 2002, TSPAKB, s. 62.

<sup>179</sup> Directive on Markets in Financial Instrument- MiFID II <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0065> (Erişim Tarihi: 21.10.2018).

<sup>180</sup> Lale Erdem **Karabıyık**, Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri, Bursa 2017, s. 4; **Küçüksozen**, s. 7.

<sup>181</sup> **Tanör**, müşterisi olmayan bir iş yeri sahibinin para kazanamayacağı, o iş yerinde çalışan işçilerin maaşlarını alamayacağı örneğinden hareketle bireysel yatırımcının ilgi duymayacağı bir sermaye piyasasının da canlı ve sağlıklı olamayacağını belirtir. Bkz. **Tanör**, 1. Cilt, s. 136.

Bireysel yatırımcı, kurumsal yatırımcının (*institutional investor*) tersi ya da alternatifi olarak anlaşılmalıdır<sup>182</sup>. Kurumsal yatırımcıyı meydana getirenler bireysel yatırımcılardır<sup>183</sup>. Bireysel yatırımcı, yatırımını kurumsal yatırımcıya emanet ederek kurumsal yatırımcı vasıtasıyla yatırım yapmaktadır. Başka bir deyişle, bireysel yatırımcılar bir araya gelerek kurumsal yatırımcıyı oluşturmaktadırlar. Kurumsal yatırımcıyı oluşturan bireysel yatırımcıların hangi sermaye piyasası aracına ve fon talep eden kesime yatırım yapılacağı konusunda bir seçim hakkı olmamaktadır. Kurumsal yatırımcıyı da meydana getirmesi sebebiyle bireysel yatırımcı sermaye piyasasına fon sağlayan olmazsa olmaz temel oyuncudur. Bu sebeple, bireysel yatırımcının sermaye piyasasına olan ilgisini ve güvenini her zaman taze tutmak sermaye piyasasının devamı ve gelişimi açısından çok önemlidir.

Bireysel yatırımcı, hangi sermaye piyasası aracı ile hangi fon talep eden kuruma tasarruflarını sunacağına kendisi karar vermektedir. Kurumsal yatırımcı ise esas itibariyle meslekî olarak ve münhasıran yatırım yapma faaliyetinde bulunmak üzere bireysel yatırımcıların birikimlerini birleştirip bloklar halinde sermaye piyasası araçlarına yatıran finansal kurumlardır<sup>184</sup>. Kurumsal yatırımcı, bu yatırımdan elde edilen getiriye fon topladığı bireysel yatırımcılara dağıtmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar, büyük finansal kurumlardır ve yapmış olduğu işlemlerin farkında olup kendi çıkarlarını koruyabilmektedirler. Kolektif yatırım kuruluşları bu anlamda kurumsal yatırımcıya iyi bir örnek oluşturmaktadır. Bireysel yatırımcının ise küçük yatırımcı olup tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirme kararı verirken piyasadaki bilgilerin tam ve doğru bir şekilde sunulmamış olması ya da piyasanın karmaşıklığı nedeniyle yapılan işlemlerin farkında olmaması vb. nedenlerle menfaatine aykırı kararlar alabilmesi kurumsal yatırımcılara göre daha olasıdır.

II.5-2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 4/1-j düzenlemesinde kurumsal yatırımcı, SPK'nın yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler dışındaki profesyonel müşteriler olarak

<sup>182</sup> **Karababa**, s. 40; **Tanör**, 1. Cilt, s. 136.

<sup>183</sup> **Tanör**, kurumsal yatırımcıyı bir çiçek demetine, bireysel yatırımcıları da bu demetin içindeki çiçeklere benzetmektedir. Nasıl çiçek demeti tek tek çiçeklerin alternatifi değilse bireysel yatırımcı da kurumsal yatırımcının alternatifi değildir. Bkz. **Tanör**, 1. Cilt, s. 136.

<sup>184</sup> **Karababa**, s. 40.

tanımlanmaktadır. Bir alt başlıkta profesyonel müşteri kavramı incelenirken görüleceği üzere, belirli şartlar altında genel müşteriler talep ettiklerinde, profesyonel müşteri olarak kabul edilebilmektedirler. İşte bu talebe dayalı olarak profesyonel müşteri olarak kabul edilen profesyonel müşteriler dışındakiler kurumsal yatırımcılardır. Bireysel yatırımcı, ise kurumsal yatırımcı dışındaki tüm gerçek ve tüzel kişi yatırımcılardır (II.5-2 sayılı Tebliğ m. 4/1-a).

## 2. Profesyonel Müşteri – Genel Müşteri Ayrımı

Yukarıda da ifade edilmeye çalışıldığı gibi, yatırımcıların sınıflandırılması ve yatırımcılara bu sınıflandırmalar uyarınca hizmet verilmesi yatırımcıların ihtiyaçları doğrultusunda daha doğru hizmet ve de daha etkin koruma mekanizmaları sağlanması açısından önem teşkil etmektedir. Bu sebeple, SerPK, Kurul'a yatırımcıları sınıflandırma yetkisi vermiş olup Kurul da yatırım kuruluşlarına, yatırımcıları profesyonel müşteri – genel müşteri olarak sınıflandırma zorunluluğu getirmiş ve yatırım kuruluşlarının her bir sınıf için sağlayacağı hizmetleri ve her sınıfa karşı sahip olduğu yükümlülükleri düzenlemiştir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 30).

Bu sınıflandırmaya gidilmesinin bir sebebi, aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri gibi kurumsal tüzel kişiler olmaları nedeniyle profesyonel müşterilerin (*professional clients*), genel müşterilere (*retail clients*) oranla daha az korunmaya muhtaç olması ve dolayısıyla profesyonel müşterilerle yapılan işlemlerde yatırımcıyı koruyucu önlemlerin yol açtığı yavaşlığın ve maliyetin önüne geçilmesinin amaçlanmasıdır<sup>185</sup>. Zira, profesyonel müşteriler, bilgiye ne zaman ihtiyaç duyduklarını idrak edebilme potansiyeline sahip olup bu durumda bilgiyi talep edebilmektedirler. Oysa genel müşterilerin, doğru yatırım kararları alabilmeleri için bilgiye ne zaman ihtiyaç duyacaklarını sağlıklı biçimde tespit edemeyecekleri kabul edilmiştir<sup>186</sup>. Dolayısıyla, yatırımcıların korunması için yatırım kuruluşlarına getirilen bilgilendirme yükümlülüklerinin bir kısmı profesyonel müşteriler için geçerli değildir<sup>187</sup>. Müşteriler arasında yapılan bu sınıflandırmanın bir diğer sebebi ise yatırım kuruluşlarının müşterilerine sundukları ürünlerin veya hizmetlerin

<sup>185</sup> Thomas M. Möllers, “Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook”, North Carolina Journal of International Law & Commercial Regulation, 2010, C. 36, S. 1, s. 60; Nusret Çetin/Ebru H. Töremiş, “AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi ve Yönergenin Yatırımcı-Yatırım Şirketi Arasında İlişkiye Etkileri”, GÜHFD 2010, C. XIV, S. 2, s. 60.

<sup>186</sup> Çetin/ Töremiş, s. 60.

<sup>187</sup> Profesyonel müşteriler, talep ederler ise profesyonel müşteri statüsünden çıkarılarak, genel müşterilerin sahip olduğu korumalardan yararlanabilirler. Bkz. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 31/3.

müşterilerin ihtiyaçlarına ve bilgi seviyelerine uygun biçimde sunulmasının sağlanmasıdır<sup>188</sup>.

III-39.1 sayılı Tebliğ’de profesyonel müşteri, kendi yatırım kararlarını verebilecek ve aldığı riskleri tartabilecek düzeyde bilgiye ve deneyime sahip olan müşteri olarak tanımlanmakta ve profesyonel müşteriler sıralanmaktadır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 31). Buna göre aşağıdaki kurumlar doğrudan profesyonel müşteri sınıfında yer almaktadır<sup>189</sup>:

*“a) Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim şirketleri ile bunlara muadil yurt dışında yerleşik kuruluşlar.*

*b) Emekli ve yardım sandıkları, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar.*

*c) Kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar.*

*ç) Nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca kabul edilebilecek diğer kuruluşlar.*

*d) Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hâsulatının 90.000.000 Türk Lirası, özsermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kısıtlarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar”.*

Sayılan bu profesyonel müşteri kavramlarının içinde yer almayan müşteriler genel müşteri sınıfına dahildir<sup>190</sup>. Ancak genel müşteriler, belirli şartları taşıdıkları ve profesyonel müşteri sınıfına dahil olmayı talep ettikleri durumda profesyonel müşteri sınıfında yer alabileceklerdir.

Genel müşterilerin talebe dayalı olarak profesyonel müşteri olarak kabul edilebilmesi için ise şu koşullardan en az iki tanesini sağlaması gerekir:

*“a) İşlem yapılması talep edilen piyasalarda son 1 yıl içinde, her 3 aylık dönemde en az 500.000 Türk Lirası hacminde ve en az 10 adet işlem gerçekleştirmiş olmaları,*

<sup>188</sup> Üzeler, s. 10.

<sup>189</sup> Tebliğdeki tanım MiFID II m. 4/10 uyarınca EK-II’de yer alan profesyonel müşteri tanımına uygun olarak yapılmıştır.

<sup>190</sup> MiFID II m. 4/11: Profesyonel müşteri olmayan müşteriler genel müşteri olarak kabul edilir.

b) *Nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşması,*

c) *Finans alanında üst düzey yönetici pozisyonlarından birinde en az 2 yıl görev yapmış olması veya sermaye piyasası alanında en az 5 yıl ihtisas personeli olarak çalışmış olması veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı veya Türev Araçlar Lisansına sahip olması” (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 32).*

Görüldüğü üzere, bir profesyonel müşteri ya III-39.1 sayılı Tebliğ’de düzenlenen yatırım kuruluşu, banka, portföy yönetim şirketi, emekli sandıkları, kamu kurum ve kuruluşları gibi belirli kurumlardan olduğu için profesyonel müşteri sınıflandırmasına tabi olur yahut da esasen anılan tebliğde sayılan belirli kurumlardan olmayıp genel müşteri sınıflandırmasına girmesi gerekirken belirli şartları haiz olup profesyonel müşteri olmayı özellikle talep ettiği durumda profesyonel müşteri sınıflandırmasına tabi olur.

Genel müşteri – profesyonel müşteri ayrımının önemi, yatırım kuruluşlarının yükümlülükleri açısından ortaya çıkmaktadır.

Aracı kurumlar, müşterilerine işlem yaptırırken onların mali durumu, risk düzeyleri ve teminat durumunu göz önünde bulundurarak işlem yapma ve pozisyon açma limitleri belirlerler. Belirlenen limitler çerçevesinde müşterileri gruplandırır ve işlemleri limitler dahilinde gerçekleştirirler (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 30/5).

Genel müşteri ile profesyonel müşteriye arasındaki ayrımın önem kazandığı hâllerden bir diğeri genel risk bildirim formudur. Yatırım kuruluşları, yatırım hizmet ve faaliyetleri kapsamında çerçeve sözleşme imzalamadan evvel genel müşterisine yatırım hizmet ve faaliyetlerine ve sermaye piyasası araçlarına ilişkin genel riskleri açıklamak ve bu amaçla asgari içeriği Kurulca belirlenmiş olan "*Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu*"nun bir örneğini vermek ve bu şekilde genel müşterisini bilgilendirmek yükümlülüğü altındadır. Profesyonel müşterinin ise bu şekilde bilgilendirilmesine gerek bulunmamaktadır. Aynı şekilde, yatırım kuruluşları alım satıma aracılık hizmeti sunmadan önce genel müşterisine genel risk bildiriminin yanında söz konusu işleme ilişkin sermaye piyasası araçlarının risklerini de bildirmek zorunda iken profesyonel müşterisi açısından ise böyle bir zorunluluğu yoktur. Ancak profesyonel

müşteri, bu açıklamaların kendisine yapılmasını talep ettiği durumda yatırım kuruluşu profesyonel müşteriye de riske ilişkin bildirimde bulunmak zorundadır.

Genel müşteri ile profesyonel müşteri arasındaki bir başka fark, uygunluk testi<sup>191</sup> hususunda ortaya çıkmaktadır. Uygunluk testi, müşterilere sunulacak sermaye piyasası hizmetinin o müşteriye uygun olup olmadığının tespit edilmesi sebebiyle yatırım kuruluşlarının yatırımcılara yaptıkları ankettir. Uygunluk testi ile yatırım kuruluşlarının müşterilere sunacakları ürünlerin ve hizmetlerin risklerini anlayacak bilgiye ve deneyime sahip olup olmadıkları tespit edilmeye çalışılmaktadır. Uygunluk testinde sorulan sorular, yatırımcının yaşı<sup>192</sup>, eğitim durumu, mesleği, ne kadar süreyle sermaye piyasasında yatırımlarını değerlendirmeyi düşündüğü, düşük, orta veya yüksek riskli/getirili yatırımlardan hangisini tercih ettiği, daha önceden sermaye piyasasında yatırım yapmış veya yapmamış ise hangi risk/getiri grubunda, hangi sıklıkta ve hangi işlem hacmi ile yatırım yaptığı gibi asgari araştırmaları içermelidir<sup>193</sup>.

Uygunluk testinde yatırımcının verdiği cevaplar doğrultusunda yatırımcıya geri bildirim sağlanır. Geri bildirimde, yatırımcının risk-getiri tercihinin uygun bulunan ürünler sıralanır. Eğer yatırımcı tarafından eksik, yanlış ya da güncel olmayan bilgi verildiği tespit

---

<sup>191</sup> Test sonucunda yatırım kuruluşu o yatırımcının hangi risk ve ürün grubuna yatırım yapmasının uygunluğuna ilişkin görüş bildirir. Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nda (TEFAS) işlem gören yatırım fonları ile para piyasası fonları (likit fonlar) ve kısa vadeli tahvil ve bono fonları ile Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören kamu borçlanma araçları için uygunluk testi yapılması zorunlu olmayıp, test sonucu dahil olunacak risk kategorisinden bağımsız olarak bu sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılabilir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 33/2). Söz konusu Kurul toplantısında ayrıca; testlerin asgari içeriğine uyulması, kendi içinde bütünlük arz etmesi ve makul gerekçelerin olması kaydıyla “yetkili kuruluşların, “risk ve getiri tercihi” ile “bilgi ve tecrübe” sınıflandırmaları dahil olmak üzere testleri, şirket uygulamaları doğrultusunda şekillendirmesine ve müşteriden alınan bilgileri kendi belirleyeceği yöntemle değerlendirilmesine imkan tanınmasına; mevcut ve yeni müşteriler için uygunluk ve yerindelik testleri ile testlere ilişkin uyarı ve bildirimlerin yazılı olarak yapılmasının yanında, gerektiğinde kanıtlayıcı bilgi ve belgelerin sunulabilmesi kaydıyla, elektronik ortamda da yapılabilmesi yönünde bir değişikliğin ilgili tebliğlere işlenmesine de karar verilmiştir”. Görüldüğü üzere, uygunluk testi mutlaka yazılı ya da elektronik ortamda yapılmalıdır. Uygunluk testinin telefon aracılığıyla yapılması yasaktır. Bkz. Kurul’un 15.05.2014 tarih ve 15 sayılı toplantısında alınan ilke kararı.

<sup>192</sup> FINRA, 2007 yılında yaşlı yatırımcıların (senior investors) yatırım kuruluşlarının satış tekniklerine karşı korunması ve suistimal edilmesinin önlenmesi amacıyla 07-43 sayılı Düzenleyici Bildiri yayınlamıştır. FINRA, yaşlı müşteriler için özel düzenlemeler yer almadığını kabul etmekle birlikte müşteriye uygun ürünlerin sunulmasında müşterinin hangi yaşta ve hayatının hangi evresinde olduğunun göz önünde bulundurulması gerektiğini salık vermektedir. Bkz. FINRA Regulatory Notice numbered 07-43 <http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p036816.pdf> (Erişim Tarihi: 03.04.2019).

<sup>193</sup> Bkz. SPK Uygunluk ve Yerindelik Testleri <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140516/0> (Erişim Tarihi: 18.11.2018).

edilirse bu da test sonucunda yatırımcıya bildirilir ve bu durumda yatırımcıya uygun ürün ve hizmetler belirtilmez<sup>194</sup>.

Yatırım kuruluşlarının aracılık faaliyetleri kapsamında genel müşteriye uygunluk testi yapma yükümlülüğü olmasına rağmen profesyonel müşteriler için uygunluk testi yapma yükümlülüğü bulunmamaktadır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 33/1). Bu sebeple, yatırım kuruluşu tarafından sunulan hizmetin veya ürünün profesyonel müşteriye uygun olup olmadığını profesyonel müşteri kendisi tespit etmeli ve ona göre yatırım kararı vermelidir.

Uygunluk testi, tüm yatırım hizmet ve faaliyetleri için çerçeve sözleşme imzalamadan önce müşteriye yapılması gereken test iken yerindelik testi, bir müşteriye bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmetleri sunulması için çerçeve sözleşmesi imzalanmasından önce yapılan testtir. Bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmeti ancak yapılacak yerindelik testinin sonucuna uygun olarak verilebilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 40). Yerindelik testinde de uygunluk testine paralel olarak,

*“a) Müşterinin yatırım amaçlarına ilişkin olarak; yatırım süresi ile risk ve getiri tercihleri.*

*b) Müşterinin mali durumunun yatırımın risklerini karşılayacak yeterlilikte olup olmadığına ilişkin olarak; gelir düzeyi ve yatırım amaçlı varlığı hakkında bilgi.*

*c) Müşterinin portföyünde veya hesabında gerçekleştirilecek işlemlere ilişkin riskleri anlayacak bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığına ilişkin olarak; müşterinin yaşı ve mesleği, eğitim durumu, genel ya da profesyonel müşteri olduğu, geçmişte gerçekleştirdiği işlemlere konu olan sermaye piyasası araçları, söz konusu işlemlerin türü, niteliği, hacmi ve sıklığı” gibi bilgiler talep edilir. Ancak, talebe dayalı profesyonel müşteri olmayan profesyonel müşteriler için b) ve c) bentlerinde öngörülen bilgilerin alınması zorunluluğu yoktur (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 40/4).*

Yine benzer şekilde, yatırım kuruluşları genel müşterilerine hizmet sunmadan ve çerçeve sözleşme imzalanmadan önce sermaye piyasası araçları ve yatırım hizmet ve faaliyetleriyle ilgili genel riskleri açıklamalı ve bu doğrultuda "Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu"nu genel müşteriye doldurtmalı ve bu formun okunup anlaşıldığına dair yazılı beyan almalı ve bir örneğini genel müşteriye vermelidir.

<sup>194</sup> Bkz. SPK Uygunluk ve Yerindelik Testleri <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140516/0> (Erişim Tarihi: 18.11.2018).



Bu genel risk bildiriminin yanında yatırım kuruluşunun işleme konu sermaye piyasası araçlarının riskleri konusunda genel müşteriye açıklama yapmak ve bu açıklamaların genel müşteri tarafından anlaşıldığına dair yazılı beyan almak yükümlülüğü de vardır. Bu açıklamaların bir örneğinin müşteriye de verilmesi zorunludur. Bu açıklamaların asgari olarak aşağıdaki şu hususları içermesi gerekir:

- “a) İşlemlere ilişkin her türlü komisyon, ücret ve vergi tutar veya oranları,*
- b) İlgili sermaye piyasası aracının ikincil piyasasının olup olmadığı, III. KISIM 13*
- c) İşleme konu sermaye piyasası aracının karşı taraf riski, likidite riski ve piyasa riskini içerecek şekilde risk profili,*
- ç) Tezgahestü türev ürünlerin genel olarak nasıl yapılandırıldığı ve fiyatlandırıldığı,*
- d) Varsa piyasa yapıcısı ve ihraççı,*
- e) Sermaye piyasası araçlarına ilişkin risk takibinin nasıl yapılacağı,*
- f) Yurt dışı piyasalarda gerçekleştirilen işlemler için ayrıca,*
  - 1) Paranın yurt dışına nasıl transfer edildiği,*
  - 2) İşlem yapılan borsa ve platformlar,*
  - 3) Sermaye piyasası aracının veya müşteri varlığının nerede saklandığı,*
  - 4) İşlem tezgahestü piyasalarda yapılıyorsa karşı taraf hakkında bilgi,*
  - 5) İşlem yapılan piyasalarda yatırımcı tazmin sistemi olup olmadığı ve varsa tazminin kapsamı”.*

Genel müşterilere yapılacak olan bu açıklamaların profesyonel müşterilere yapılması zorunlu olmayıp ancak profesyonel müşteriler yatırım kuruluşundan talep ettikleri durumda onlara da yapılması gerekir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 25).

Görüldüğü üzere, gerek genel risk bildirimini ile gerek uygunluk ve yerindelik testleri ile bireysel yatırımcılar olan genel müşteriler yatırım kuruluşlarıyla aralarındaki bilgi asimetrisi sorununa karşı korunmaktadırlar. Bireysel yatırımcılar, kendi mali yapılarına ve sermaye piyasasındaki bilgi ve tecrübelerine uygun olmayan yüksek riskli tercihler yapmama konusunda önceden yatırım kuruluşları tarafından uyarılmaktadırlar. Böylece, yatırım kuruluşlarının yapılacak işlemlerden hak edecekleri komisyon saikiyle bireysel yatırımcıları doğrudan yüksek riskli/getirili tercihlere yönlendirilmeleri önlenmiş olmaktadır. Uygunluk testinin, profesyonel müşteriler açısından söz konusu olmaması da

kanaatimizce yerindedir. Çünkü, sermaye piyasasıyla ilgili bilgi ve tecrübeye sahip profesyonel müşteriler ile yatırım kuruluşları arasında kural olarak bilgi asimetrisi söz konusu olmaz. Bu sebeple, hızlı ve dinamik şekilde işlemesi gereken sermaye piyasasında profesyonel müşterilerin korunması gayesi arka plana alınıp bu anlamda profesyonel müşterilerin yatırım yapmalarını yavaşlatacak önlemlerin göz ardı edilmesi yerindedir.

Profesyonel müşteriler ile genel müşterilerin korunması açısından bir başka farklılık, müşteriler ile saklamacı kuruluş arasındaki genel mutabakat hususunda ortaya çıkmaktadır. Saklama hizmeti sunulan müşteriler ile saklamaya yetkili yatırım kuruluşunun saklamadaki müşteri varlıkları için her yıl en az 1 kez yazılı veya elektronik olarak mutabakat alınmalıdır. Ancak profesyonel müşterilerden bu konuda yazılı onay alınırsa mutabakat yapılması zorunluluğu yoktur (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 68).

Genel müşteri ve profesyonel müşteri arasındaki bir başka farklılık, saklama hizmeti sunan yatırım kuruluşunca müşterilere ait varlıklara ilişkin müşterilere SPK'nın belge ve kayıt düzenlemelerinde yer alan esaslar çerçevesinde en az ayda 1 kez bildirim yapılması gerekliliğidir. Bu bildirim, müşteri hesabı bulunan yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetlerle, tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemler ve türev araçlara ilişkin işlemler de dahil olmak üzere her ay, ilgili dönemi izleyen 7 iş günü içerisinde müşterinin adresine hesap ekstresi göndermesi yoluyla yapılır (III-45.1 sayılı Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Belge Ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ m. 17). Profesyonel müşterilere, saklama hesaplarındaki varlıkların bakiyesine ilişkin bu bildirim yapılmayabilir. Bildirimin yapılmaması için profesyonel müşterilerle bu hususta sözleşme imzalanması veya bu hususta çerçeve sözleşmede hüküm bulunması gerekir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 69).

Profesyonel müşteri ile genel müşteri arasındaki bir diğer koruma farklılığı, işlem aracılığı faaliyetinde kaldıraçlı işlemlere karşı yatırımcının korunması noktasında ortaya çıkmaktadır. III.37-1 sayılı Tebliğ m. 19/1-d hükmü uyarınca, genel müşterinin ve talebe dayalı olarak profesyonel müşteri kabul edilen müşterinin yatırdığı teminat tutarının üzerinde kaldıraçlı işlem yapması yasaktır. Başka bir deyişle, yatırım kuruluşlarının, genel müşteri ya da talebe dayalı profesyonel müşterinin yatırdığı teminat tutarının üzerinde kaldıraçlı işlem yapmasına izin vermesi yasaktır. Eğer bu yasağa rağmen işlem yapılmışsa ve yatırımcı yatırdığı teminattan daha fazla zarara uğramışsa bu zarar yatırımcıdan talep

edilemeyecektir. Bu durumda, zarara yasağa uymayan yatırım kuruluşunun katlanacağı söylenecektir. Talebe dayalı profesyonel müşteri, kendisine bu yasağın uygulanmamasını yazılı olarak talep eder ise bu durumda bu yasağın ona uygulanmayacaktır (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 19/1-e). Aynı durum, portföy aracılığı faaliyeti için de geçerlidir (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 24/1-c,ç).

### 3. Nitelikli Yatırımcı Kavramı

Nitelikli yatırımcı (*qualified investor*), profesyonel müşterilerdir (II.5-2 sayılı Tebliğ m. 4/1-m). Hem Tebliğ m. 31 hükmüne göre profesyonel müşteri olan kurumlar hem de profesyonel müşteri olma talebinde bulunup şartları sağlayan ve talepleri kabul edilen profesyonel müşteriler nitelikli yatırımcı olarak nitelendirilir. Başka bir deyişle nitelikli yatırımcılar, kendi yatırım kararlarını verebilecek ve aldığı riskleri değerlendirebilecek deneyim ve uzmanlığa sahip profesyonel müşterilerdir. Ancak, nitelikli yatırımcı kavramı profesyonel müşteri kavramından daha geniştir. Şöyle ki; talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilecek müşterilerin belirlenmesinde üç koşuldan en az ikisinin sağlanması gerektiğini yukarıda belirtmiştik<sup>195</sup>. Bu koşullar, müşterinin:

- “a) İşlem yapılması talep edilen piyasalarda son 1 yıl içinde, her 3 aylık dönemde en az 500.000 Türk Lirası hacminde ve en az 10 adet işlem gerçekleştirmiş olmaları*
- b) Nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşması*
- c) Finans alanında üst düzey yönetici pozisyonlarından birinde en az 2 yıl görev yapmış olması veya sermaye piyasası alanında en az 5 yıl ihtisas personeli olarak çalışmış olması veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı veya Türev Araçlar Lisansına sahip olması”* (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 32) koşulları idi.

Talebe dayalı olarak profesyonel müşteri kabul edilecek müşterilerin belirlenmesinde ölçüt olarak kullanılan bu kıstaslardan yalnızca b) bendindeki şartı sağlayanlar, başka bir deyişle müşterinin finansal varlıkları toplamı 1.000.000 TL tutarında TL ve/veya yabancı parayı aştığında nitelikli yatırımcı olarak kabul edilir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 32/b).

<sup>195</sup> Bkz. Birinci Bölüm, §1, I, D, 1, b.

Böylece nitelikli yatırımcılar, profesyonel müşteriler, talebe dayalı profesyonel müşteriler ve nakit mevduatları ve/veya sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının dâhil olduğu finansal varlıkları toplamı 1.000.000 TL tutarında TL ve/veya yabancı parayı aşan müşterilerdir.

Bu tanıma göre şu kurumlar nitelikli yatırımcılara örnek olarak gösterilebilir: Aracı kurumlar, bankalar, yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu geçici m. 20 uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler, nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu SPK tarafından belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1.000.000 TL tutarında TL ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler<sup>196</sup>. Bu kurumlardan bazıları, meslekî olarak ve münhasıran yatırım yapma faaliyetinde bulunmak üzere bireysel yatırımcıların birikimlerini birleştirip bloklar halinde sermaye piyasası araçlarına yatırım yaptıkları için aynı zamanda kurumsal yatırımcı sınıfında da yer almaktadırlar. Nitelikli yatırımcı tanımındaki ölçütleri karşılamayan yatırımcıların hepsi ise nitelikli olmayan yatırımcı olarak adlandırılabilir.

Yatırımcının, “nitelikli yatırımcı” olarak ayırma tutulmasının nedeni BİST’te, yalnızca nitelikli yatırımcıların katılımına özel işlemlerin yapılabilmesidir. Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin sadece nitelikli yatırımcılara satılması, Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı (NİYİP)’nda mümkündür (Borsa İstanbul Anonim Şirketi Kotasyon Yönergesi m. 4/1-s). Böylece, sermaye piyasası araçlarının satışı için yalnızca nitelikli yatırımcılara yönelik çağrıda bulunulması ve/veya nitelikli yatırımcıların önceden belirlenmesi suretiyle halka arz edilmeksizin yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilmesi olanağı vardır (II-5.2 sayılı Tebliğ m. 6). Benzer şekilde, borçlanma araçları piyasasında bulunan Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı’nda, nitelikli yatırımcılara ihraç edilecek borçlanma araçlarının satış işlemleri yapılır (Borsa İstanbul Anonim Şirketi Borçlanma Araçları Piyasası Yönergesi m. 7/1-ğ).

---

<sup>196</sup> Bkz. SPK Serbest Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/819> (Erişim Tarihi: 20.11.2018); Hasan **Pulaşlı**, Şirketler Hukuku Şerhi, C. I, Ankara 2018, § 22, N. 75, s. 566; **Korkmaz/Ceylan**, Sermaye Piyasası, s. 103.

Sermaye piyasası hukukunda yatırımcının korunması kavramından söz edilirken, bireysel yatırımcının korunması kastedilmektedir. Zira, bireysel yatırımcı hem kurumsal yatırımcıyı da oluşturan temel taş olması hem de kurumsal yatırımcıya oranla uzmanlık, tecrübe ve maddi kaynaklardan yoksun olması sebebiyle korunmaya daha çok muhtaçtır<sup>197</sup>. Esasen, mevzuatta özellikle küçük ve bireysel yatırımcının korunmasına hasredilmediği sürece yatırımcının korunması için getirilen düzenlemeler kurumsal yatırımcıları da korumaktadır. Ancak, getirilen düzenlemelerin birçoğu bireysel yatırımcılar hedeflenerek hazırlandığı için kurumsal yatırımcılar için bir anlam ifade etmeyeceği açıktır<sup>198</sup>. Tüm bu nedenlerden ötürü, çalışmamızdaki ‘yatırımcının korunması’ kavramı, bireysel yatırımcının korunması anlamında kullanılmış olup kurumsal yatırımcılar/nitelikli yatırımcılar/profesyonel müşteriler için sadece uygun düştüğü ölçüde uygulanabilir.

#### 4. Tüketici-Yatırımcı Kavramı

Yukarıda da değinildiği üzere, tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendiren küçük yatırımcıların bilgiye erişiminin zor olması nedeniyle sermaye piyasasında asimetrik bilgi sorunu vardır<sup>199</sup>. Zira, küçük yatırımcılar, hem sermaye piyasası araçlarının gerçek değeri hem de sermaye piyasası işlemleri hakkında ihraççılara ve aracı kurumlara nazaran daha az bilgiye sahiptirler. Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını etkileyen olayları, diğer yukarıda sözü edilen kurumsal veya nitelikli yatırımcılara ya da profesyonel müşterilere oranla öğrenmeleri ve anlamaları çok daha fazla zaman almaktadır<sup>200</sup>. Küçük yatırımcılar, kurumsal yatırımcılar gibi toplu olarak ya da sık sık yatırım yapmayıp deyim yerindeyse perakende (*retail*) şekilde, seyrek yatırımlarda bulunmaktadır. Bu da küçük yatırımcıların, sermaye piyasası konusunda deneyim sahibi olma şansını azaltmaktadır<sup>201</sup>. Oysa, kurumsal yatırımcıların iş konusu sermaye piyasasında yatırım yapmak olduğu için onlar bu konuda hem gerekli bilgiye hem de deneyime sahiplerdir. Daha önce de ifade edildiği üzere profesyonel müşteriler sırf bu nedenle hem işlem hızının artırılması hem de

<sup>197</sup> Nusret Çetin, “Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi”, GÜHFD, 2011, C. XV, S. 1, s. 3.

<sup>198</sup> Yatırımcı tazmin sistemi ile 100.000 Türk Lirası’na kadar zarara uğrayan yatırımcıların tazmin edilmesi, bu kurumun özellikle küçük yatırımcıları hedeflediğinin bir göstergesi olup mevzuatın esasen küçük yatırımcıları koruma amacına da örnek oluşturmaktadır (SerPK m. 84/5). Bu tutar Kanun’dan öngörülmüştür. Güncel tutar için bkz. Aşağıda, 3. Bölüm, § 3, IV.

<sup>199</sup> Bkz. Giriş.

<sup>200</sup> Niemeyer, s. 25.

<sup>201</sup> Niemeyer, s. 26.

maliyetlerin düşürülmesi için SerPK ve ilgili mevzuatın gerektirdiği bir takım koruma kapsamından dahi muaf tutulmaktadırlar.

Benzer şekilde, hem birincil piyasalarda hem de ikincil piyasalarda aracı kurumlarla çalışmak zorunda olan yatırımcıların, aracı kurumlarla imzalayacakları sözleşmelerle ilgili ve aracı kurumların kendi ad ve hesaplarına gerçekleştirecekleri işlemlerle ilgili aracı kurumlara oranla daha az bilgiye sahip olabilmektedirler. Bu sebeple, aracı kurumların hileli davranışlarda bulunarak yatırımcıların kendilerinde bulunan varlıklarını izinsiz kullanmaları veya yatırımcılarla imzalanan sözleşmeleri kendi lehlerine hükümleri içeren şekilde düzenlemeleri ve yatırımcılara imzalatmaları gibi durumlar ortaya çıkabilmektedir. İşte yatırımcıların, ihraççılar ve aracı kurumlar karşısında maruz kaldıkları bu bilginin dağılımındaki dengesizlik sorunu, tüketici hukukunda tüketicilerin satıcılar ve sağlayıcılar karşısında yüz yüze geldikleri asimetric bilgi sorunuyla benzer nitelikte kabul edilip küçük yatırımcıların tüketicilere sağlanan korunma mekanizmalarından yararlanıp yararlanamayacakları tartışmasını gündeme getirmiştir. Bu bağlamda, sermaye piyasasında yatırım yapan yatırımcının, tüketici mevzuatı kapsamında “tüketici” sıfatını taşıyıp taşıyamaması noktasında öteden beri görüş ayrılıkları meydana gelmiştir.

#### **a) Yatırımcının Tüketici Olarak Nitelendirilip Nitelendirilemeyeceğine Dair Görüşler**

Öncelikle uluslararası literatürde başlayan bu tartışmada bazı yazarlarca, yatırımın, tüketimden farklı bir kavram olmasından yola çıkılarak, yatırımcının tüketiciyle benzerliğinin kabul edilemeyeceği zira, yatırımcının bir sermaye piyasası aracına yatırım yaparken tüketme amacıyla değil kâr elde etme beklentisi içerisinde hareket ettiği savunulmuştur<sup>202</sup>. Yatırımcının tüketici olarak nitelendirilemeyeceğini savunan bir başka görüş de gerekçe olarak, yatırımcıların sermaye piyasalarında kazanç elde etmek için yatırım yapmaları nedeniyle tesadüf ve risk bazlı hareket ettiklerini ve bu nedenle tüketiciler kadar korunmalarının gerekli olmadığını ileri sürmektedir<sup>203</sup>. Yatırımcı ve tüketicinin işlevsel olarak farklı olduğu ve yatırımcının bir tüketici gibi korunmasının

---

<sup>202</sup> Brian W. **Harvey**/Deborah **Parry**, The Law of Consumer Protection and Fair Trading, 6th Edition, 2000, s. 8.

<sup>203</sup> **Üzeler**, s. 29, dn. 109'daki yazarlar.

piyasa oyuncularının sorumluluklarını azaltacağı yönünde görüşler de yatırımcının tüketici sıfatıyla korunmamasını savunan görüşlerdendir<sup>204</sup>.

Yatırımcının tüketici sıfatıyla korunmasını savunan görüş ise yatırımcıların finansal hizmetleri aracı kurumlardan satın aldığı durumda bu ürünleri tüketmek amacıyla ve bir tüketici olarak satın aldığı kabul etmektedir<sup>205</sup>. Bu görüş, yatırımcıların karmaşık finansal araçlara yatırım yaparken yeterli bilgiye sahip olmamaları ve yatırım kuruluşlarının yaptıkları aldatıcı reklamlar ve saldırgan pazarlama tekniklerinden ötürü yatırımcıların yatırım kuruluşları karşısında suistimal edilmeye açık olduklarını ileri sürer. Bu nedenle de yatırımcının yatırım kuruluşlarından finansal hizmet satın alırken işlevsel olarak tüketiciden farkının bulunmadığını ve bir tüketici gibi korunabileceğini savunur<sup>206</sup>.

Yatırımcının, bir yatırım kuruluşundan yatırım hizmet ve faaliyetleri satın alırken, herhangi bir tüketicinin bir satıcıdan hizmet satın alması arasında bir fark olmadığı görüşü dünyada ağırlık kazanmıştır. Bunun üzerine ABD’de de Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Kanunu kabul edilmiş ve tüketicinin korunmasına yönelik federal düzeyde denetim ve gözetimde bulunan Tüketicinin Finansal Korunması Bürosu oluşturulmuştur<sup>207</sup>.

Ülkemizde de benzer tartışmalar yapılmış, *İnceoğlu*, sermaye piyasasındaki yatırımcının tüketici olarak nitelendirilemeyeceğini belirtmiştir<sup>208</sup>. *Aslan*, “yatırım” kelimesinin “tüketici” kelimesiyle bağdaşmadığını, küçük yatırımcıların korunmasının teknik bir husus olup hâli hazırda sermaye piyasası mevzuatında düzenlendiğini, bu düzenlemeler yeterli değil ise tüketici mevzuatına gitmek yerine yine sermaye piyasası mevzuatında düzenleme yapılması gerektiğini belirtmektedir<sup>209</sup>. *Penezoğlu* ise konuyu sermaye piyasası vadeli işlem alım satım işlemleri açısından incelemiş ve yatırımcı olarak hareket eden kişi tüzel kişi tacir ise TTK m. 19/1 (eTK m. 21/1) uyarınca onun yaptığı işlerin mutlak şekilde ticari olması dolayısıyla tüzel kişi tacir sıfatındaki yatırımcının tüketici olarak kabul edilemeyeceğini belirtmiştir. Eğer yatırımcı gerçek kişi ise özellikle vadeli işlem sözleşmelerinin korunma amacıyla ve spekülatif amaçlarla yapıldığından

<sup>204</sup> *Üzeler*, s. 29, dn. 111’deki yazar.

<sup>205</sup> Alan C. *Page*/Robert B. *Ferguson*, *Investor Protection*, London: Weidenfeld and Nicolson, 1992, s. 11; Peter *Cartwright*, *Banks, Consumers and Regulation*, Hart Publishing, 2004, s. 4; Ali *Paslı*, “Yatırımcı mı Tüketici mi?”, *Sektörel Bazda Tüketici Hukuku ve Uygulamaları 2014-2015*, Ankara 2015, s. 415.

<sup>206</sup> *Page/Ferguson*, s. 14; *Cartwright*, s. 6.

<sup>207</sup> İ. Yılmaz *Aslan*, 6502 Sayılı Kanun’a Göre Tüketici Hukuku, Bursa, Temmuz 2015, s. 40.

<sup>208</sup> *İnceoğlu*, s.70, dn. 170.

<sup>209</sup> *Aslan*, İ. Y., s. 576.

hareketle bu işlemlerin ticari veya meslekî amaçlı olduğu ve dolayısıyla tüketici işlemi olarak kabul edilemeyeceğini savunmuştur<sup>210</sup>. *Aydın* da benzer görüşte olup tüzel kişi yatırımcının tüm işlemleri ticari olduğundan tüketici sıfatına sahip olamayacağını, gerçek kişi yatırımcının ise finansal kâr sağlamak adına işlem yapması nedeniyle ticari amaçla hareket ettiği için tüketici sayılmayacaklardır<sup>211</sup>. *Tevetoğlu*, yatırımcıların bireysel yatırımcı ya da kurumsal yatırımcı olmalarından bağımsız olarak yatırım amacı ve ticari menfaatiyle hareket ettiklerini, finansal bilgiden yoksun olan yatırımcıların maruz kalabilecekleri yatırım riskinin ise yatırımcı ad ve hesabına hareket eden ve uzmanlaşmış ve teknik bilgiye sahip aracı kurumlar vasıtasıyla bertaraf edilebileceğini ve yatırımcıların bilgi asimetrisi sorununun nedeniyle korunmalarına gerek kalmayacağını, bu sebeple yatırımcıların hiçbir koşula tabi olmaksızın doğrudan tüketici sayılmasının söz konusu olmayacağını ifade etmektedir<sup>212</sup>.

Sermaye piyasasının aktörlerinden olan yatırımcının tüketici sıfatını haiz olabileceği görüşünde olan yazarlardan *Çetin*, yatırımcının işlevsel anlamda sınıflandırmasını yapmakta ve yatırımcının, sermaye piyasasında yer alma sebebine göre üç ayrı konumda hareket edebildiğini belirtmektedir<sup>213</sup>. *Çetin*'e göre yatırımcı, ihraç eden tarafın menkul kıymetlerine yatırım yaptığı durumda sermaye piyasası katılımcısı olarak faaliyet göstermektedir. İkinci olarak yatırımcı, ikinci el piyasada menkul kıymetlerin el değiştirmesi faaliyetine katılıyorsa bu durumda piyasa oyuncusu olarak hareket etmektedir. Son olarak da bir yatırımcı aracı kurumların sunduğu hizmetleri tüketmekteyse bu durumda da müşteri, tüketici konumunda bulunmaktadır<sup>214</sup>. *Ayhan* da bu görüşe katılmakta, borsada pay alım satımı yapan gerçek kişi yatırımcıların yalnızca aracı kurumlar tarafından sunulan hizmetlerle sınırlı olmak üzere tüketici sıfatını taşıyabileceğini ifade etmektedir<sup>215</sup>.

---

<sup>210</sup> **Penezoğlu**, s. 108, 109.

<sup>211</sup> **Aydın**, Çerçeve Sözleşme, s. 106.

<sup>212</sup> Mete **Tevetoğlu**, Sermaye Piyasasında Uygulanacak Hukuk ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim, Ankara, 2010, s. 157.

<sup>213</sup> **Çetin**, Teorik Analiz, s. 5; Nusret **Çetin**, "Investor Protection as the Objective of Securities Regulation: Goal v Instruments", s. 4 vd. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2226778](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2226778) (Erişim tarihi: 2.6.2018); Nusret **Çetin**, "6362 Sayılı Kanun'da Yatırımcıların Korunması", 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, Ankara 2017, s. 438.

<sup>214</sup> **Çetin**, Teorik Analiz, s. 5; **Çetin**, Yatırımcıların Korunması, s. 438.

<sup>215</sup> Hatice Ebru **Ayhan**, Borsada Hisse Senedi Alım Satım Sözleşmesi ve Hakkın İntikali, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2008, s. 28.



Doktrinde *Paslı* da *Çetin*'in görüşüne benzer bir görüş benimsemekte, sermaye piyasasındaki yatırımcının tüketiciye bazı hususlardaki benzerliklerinin altını çizmekte, fakat bu benzerliklerin birincil piyasalarda şirketlere katılan yatırımcılar ya da ikincil piyasalarda alım satım yapan yatırımcılar açısından söz konusu olmadığını belirtmektedir. *Paslı*'ya göre yatırımcı ve tüketicinin kesiştiği nokta yatırımcının yatırım kuruluşundan finansal hizmet aldığı noktadır. Çünkü, burada hem yapılan işlemler tüketici işlemi kavramına girmekte hem de yatırımcının gerçekleştirdiği hukuki işlemin karşı tarafında yatırım kuruluşu olup yatırımcı korunmaya muhtaç durumda bulunmaktadır<sup>216</sup>.

*Demir*, tüketicinin tamamen özel yatırım amaçlarıyla yatırım araçlarına yönelebileceğini ve bunun da tüketime bağlı finansal hizmet satın alma olarak nitelendirilebileceğini belirtmiştir<sup>217</sup>.

*Battal* ise bazı durumlarda tüzel kişi tacirlerin de tüketici sıfatına sahip olabileceğini ve TKHK kapsamında korunabileceğini belirtmektedir<sup>218</sup>.

*Kara*'ya göre, menkul kıymetlerin alım satımını oluşturan bireysel sözleşmeler tarafların tüketici sıfatını haiz olmamaları sebebiyle TKHK kapsamında düşünülemez olsa da finansal hizmetlerin bir türünü oluşturan aracılık faaliyetleri ve aracılık çerçeve sözleşmesinin konusu TKHK kapsamındadır. Aracı kurumlar yatırımcılara, ücret mukabilinde sermaye piyasası aracılık hizmeti vermektedirler<sup>219</sup>.

*Akın Sunay*, finansal hizmetlerin, bireysel yatırımcılar ve kâr amacı taşımayan tüzel kişilerce satın alındığı durumda, bu kişilerin tüketicilerle aynı koruma mekanizmalarına sahip olması gerektiği, eğer sermaye piyasası mevzuatında bu kişilere yönelik korumalar yetersiz kalırsa bunların tüketici mevzuatı kapsamında korunabileceği görüşündedir<sup>220</sup>.

---

<sup>216</sup> **Paslı**, “Yatırımcı mı Tüketici mi?”, s. 415.

<sup>217</sup> Mehmet **Demir**, “Tüketici Sözleşmeleri Alanındaki Yenilikler”, BATİDER, Haziran 2003, C. XXII, S. 1, s. 208.

<sup>218</sup> Ahmet **Battal**, “Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Yönünden Tacirlerin Tüketici Sıfatı”, Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Ankara 1998, s.322-323.

<sup>219</sup> **Kara**, s. 244, 245.

<sup>220</sup> Nesrin **Akın Sunay**, “Finansal Hizmet, Finansal Tüketici Kavramları ve Bireysel Yatırımcının Tüketici Sıfatı İle Korunması”, 3. Tüketici Hukuku Sempozyumu, Sektörel Bazda Tüketici Hukuku ve Uygulamaları, Ankara 2014, s. 67.

Özer, gerçek ya da tüzel kişi bireysel yatırımcıların TKHK kapsamında korunmaları için sözleşmenin karşı tarafının da mutlaka satıcı ya da sağlayıcı sıfatının bulunması gerektiğinden hareket ederek yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetlerini sunarken de sağlayıcı olarak nitelendirileceğini, fakat yine de bu gibi durumların tüketici işlemi olduğunun her zaman kabul edilemeyeceğini çünkü, sözleşmenin karşı tarafı olan bireysel yatırımcının da ticari ve meslekî amaçlarla hareket etmiyor olduğunun kabul edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Bireysel yatırımcının alım-satım işlemlerinde meslekî amaçlarla hareket etmese de gelir elde etme amacıyla olduğunu, bu sebeple yaptığı işlemin tüketici işlemi olduğunun söylenemeyeceğini ifade etmektedir. Bireysel yatırımcıların, yatırım kuruluşlarından yatırım hizmet ve faaliyetleri satın alırken yatırım kuruluşlarının müşterisi olduğunu ve tüketici sıfatına sahip olduğunu belirtmektedir<sup>221</sup>.

#### **b) Yatırımcının, Yatırım Kuruluşlarından Yatırım Hizmeti Aldığı Durumda Tüketici Olarak Nitelendirileceğine İlişkin Görüşümüz**

Yatırımcının, ihraççının menkul kıymetlerine yatırım yapması yani piyasa katılımcısı olarak hareket etmesi durumunda yatırımcının korunmasını gerektiren temel gerekçe, yatırımcı ve ihraççı arasındaki asimetrik bilgi sorunudur. Yukarıda da ifade edildiği üzere, asimetrik bilgi sorunu, ihraççıların kendileri ve ihraç ettikleri sermaye piyasası araçları hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olmaları ve dolayısıyla ihraççılar ile yatırımcıların sahip oldukları bilgi arasında dengesizlik olması anlamına gelir<sup>222</sup>. Bu sebeple, eksiksiz ve zamanında yapılan kamuyu aydınlatma, yatırımcının korunması açısından çok önem kazanmaktadır<sup>223</sup>.

Yatırımcının, ikincil piyasalarda sermaye piyasası araçlarının alım satım işlemine katıldığı durumda yani piyasa oyuncusu olarak hareket ettiği durumda ise yatırımcının korunması sermaye piyasasındaki aktörlerin sermaye piyasası hizmetlerine eşit ve adil şekilde ulaşmalarının, bilgilerin kamuya açıklanmasının ve piyasanın etkin bir şekilde

<sup>221</sup> Işık Özer, “Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunamayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme”, BATİDER Mart 2018, C. XXXIV, S. 1, s. 83.

<sup>222</sup> Akerlof, s. 490.

<sup>223</sup> Bkz. International Organization of Securities Commissions, “Objectives and Principles of Securities Regulation” (May 2017), s. 8, [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf) (Erişim Tarihi: 02.07.2018); Yaşar Karayalçın, “Sermaye piyasası hukukunda yeni gelişmeler I. Katılma (iştirak) II. Halka açıklama”, BATİDER 1996, C. 18, S. 4, s. 120; Çetin, Yatırımcının Korunması, s. 438; Çetin, Investor Protection, s. 4,5.

kullanılmasının sağlanması noktasında gereklidir<sup>224</sup>. Tüm bu amaçların gerçekleştirilmesi için piyasa oyuncusu olarak hareket eden yatırımcının piyasanın diğer aktörleri tarafından gerçekleştirilebilecek piyasayı bozucu uygulamalara karşı korunması gerekmektedir. Bunun için, bilgi suistimali, piyasa manipülasyonu veya diğer hileli uygulamaların önlenmesi amacıyla bu eylemlerin meydana çıkarılarak tespit edilmesi ve yasaklanarak bu eylemlerde bulunanlara yaptırımların uygulanması zorunludur<sup>225</sup>.

Yatırımcının müşteri/tüketici sıfatıyla hareket ettiği durumda, başka bir ifadeyle yatırım kuruluşlarınca sunulan hizmetleri satın aldığı durumda, yatırım kuruluşlarının hileli davranışlarına karşı, sahibi oldukları ve aracı kuruma teslim ettikleri varlıkların ve fonların kötüye kullanımına karşı ve aracı kurumların hizmet sağlamadaki yetersizliklerine karşı korunması gerekmektedir. Bireysel yatırımcının yatırım kuruluşlarının aktivitelerini denetleme kapasiteleri yoktur<sup>226</sup>. Bu durum da karmaşık finansal araçlara karşı yatırımcıların asgari bilgi sahibi olduğu ve dolayısıyla yatırımcılarla yatırım kuruluşları arasındaki bilginin dengesiz bir hale büründüğü bilgi asimetrisi sorununu oluşturmaktadır<sup>227</sup>. İşte, genel anlamda bir mal veya hizmet satın alımında bulunan tüketicinin karşılaşılabileceği sorunların benzerleriyle karşılaşan sermaye piyasasında yatırım hizmet ve faaliyetleri satın alan bir yatırımcının, genel anlamda bir mal veya hizmeti tüketmek amacıyla satın alan tüketiciden bir farkı bulunmamaktadır<sup>228</sup>. Zira, yatırımcılar finansal hizmetleri satın alırken her ne kadar tüketim amacıyla değil yatırım amacıyla alıyor olsalar da esasen yatırım kuruluşları tarafından sağlanan hizmetleri tüketmektedirler<sup>229</sup>. Zira, tüketicilerin karşılaştıkları sorunlara benzer sorunlarla yatırım kuruluşlarından hizmet alan yatırımcılar da karşılaşmaktadırlar. Her geçen gün çeşidi artan ve bireysel yatırımcıların anlamakta zorlandıkları karmaşık finansal araçlar, yatırım kuruluşlarının yanlış yönlendirilen şişirilmiş reklamları, güçlü satış stratejileri, iyi organize

<sup>224</sup> Bkz. International Organization of Securities Commissions, “Objectives and Principles of Securities Regulation” (May 2017), s. 12, [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf) (Erişim Tarihi: 02.07.2018); Çetin, Yatırımcıların Korunması, s. 438; Çetin, Investor Protection, s. 5.

<sup>225</sup> Çetin, Yatırımcıların Korunması, s. 438, 439; Çetin, Investor Protection, s. 5.

<sup>226</sup> Çetin, Investor Protection, s. 5.

<sup>227</sup> Çetin, Investor Protection, s. 5; Nesrin Akın Sunay, 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun ve İlgili Yönetmelik Taslağı Kapsamında Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler, 4. Tüketici Hukuku Sempozyumu, Sermaye Piyasası Sektöründe Tüketici Hukuku ve Uygulamaları, Sektörel Bazda Tüketici Hukuku ve Uygulamaları, Ankara 2015, s. 422.

<sup>228</sup> Cartwright, Banks, s. 3-4; Dünya Bankası, 2017 yılında yayımladığı “Finansal Tüketicinin Korunması İçin Doğru Uygulamalar 2017 Baskısı” raporunda finansal piyasaların gelişmesinin bu piyasalarda rol oynayan tüketicilerin korunması olduğunu belirtmektedir. Bkz. Good Practices for Financial Consumer Protection 2017 Edition <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/28996/122011-PUBLIC-GoodPractices-WebFinal.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (Erişim Tarihi: 06.07.2018).

<sup>229</sup> Çetin, Investor Protection, s. 6; Yatırım, ertelenmiş tüketim olarak nitelendirilmektedir. Bkz. Page/Ferguson, s. 14.

olmuş güçlü yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasındaki dengesizlik gibi nedenler, yatırımcıların da yatırım kuruluşlarına karşı tüketiciler gibi korunmaları için haklı gerekçelerden birkaçıdır<sup>230</sup>. Bu sebeple, yatırımcılar da finansal hizmetleri tüketirken tüketicilerle en azından benzer korumalara sahip olmalı ve sermaye piyasasında yatırımcılara sağlanan koruma mekanizmalarının yanında veya o mekanizmalar yeterli olmadığı durumda tüketici gibi tüketicinin korunmasına ilişkin mevzuat çerçevesinde korunmalıdırlar<sup>231</sup>.

TKHK m. 2 uyarınca bu kanun, her türlü tüketici işlemi ile tüketiciye yönelik uygulamaları kapsar. Bu sebeple, sermaye piyasasında alım satım işlemleri yapan yatırımcının tüketici olup olmadığı veya sermaye piyasası alım satım aracılık faaliyetinin tüketici işlemi olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği TKHK açısından incelenmelidir.

TKHK m. 3/1-1 hükmünde tüketici, “*ticari veya mesleki olmayan amaçlarla hareket eden gerçek veya tüzel kişi*” olarak tanımlanmaktadır.

Tüketici işlemi ise TKHK m. 3/1-1 hükmünde, “*mal veya hizmet piyasalarında kamu tüzel kişileri de dâhil olmak üzere ticari veya mesleki amaçlarla hareket eden veya onun adına ya da hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişiler ile tüketiciler arasında kurulan, eser, taşıma, simsarlık, sigorta, vekâlet, bankacılık ve benzeri sözleşmeler de dâhil olmak üzere her türlü sözleşme ve hukuki işlem*” olarak tanımlanmaktadır. TKHK’da tüketici işlemi kavramını esasen bir sözleşme olarak anlamak gerekmekte olup bu sözleşmenin türü ve niteliği sınırlandırılmamış olup her türlü sözleşme tüketici işlemi sayılmaktadır<sup>232</sup>. Yatırım kuruluşları da yatırım hizmetleri piyasasında ticari ve meslekî amaçlarla hareket ederek bir sözleşme çerçevesinde yatırımcılara yatırım hizmeti ve faaliyeti sunmaktadır. Sermaye piyasası alım satım işlemlerinde yatırımcı ile aracı kurum arasında akdedilen çerçeve sözleşmeler de hukuki niteliği açısından aşağıda açıklayacağımız üzere vekalet sözleşmesi niteliğindedir<sup>233</sup>.

Bir işlemin tüketici işlemi sayılabilmesi için gerekli bir diğer şart, sözleşmenin bir tarafının tüketici olması şartıdır. Tüketici, mesleki ve ticari olmayan amaçlarla hareket eder<sup>234</sup>. Sözleşmenin diğer tarafında, tüketicinin karşısında ise meslekî ve ticari amaçlarla

<sup>230</sup> Çetin, Investor Protection, s. 6.

<sup>231</sup> Çetin, Teorik Analiz, s. 9.

<sup>232</sup> Bahtiyar, Mehmet/Biçer, Levent, “Adi İş/Ticari İş/Tüketici İşlemi Ayrımı ve Bu Ayrımın Önemi”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakülteleri Araştırmaları Dergisi, Yıl 2016, C. 22, S. 3, s. 397.

<sup>233</sup> Bkz. Aşağıda, 2. Bölüm, § 2, II, A.

<sup>234</sup> Yılmaz Aslan, Tüketici Hukuku Dersleri, Eylül 2016, s. 3.

hareket eden bir gerçek veya tüzel kişinin yer alması gerekir<sup>235</sup>. Yatırımcının, yatırım kuruluşundan yatırım hizmet ve faaliyeti alması durumunda da bireysel yatırımcıların ticari ve mesleki amaçlarla hareket etmemeleri, ancak onların karşısında yer alan ve bir anonim şirket olarak kurulmaları zorunlu olan yatırım kuruluşlarının ticari ve meslekî amaçlarla hareket etmeleri söz konusudur. Zira, ticaret şirketleri tüzel kişi tacir sıfatını haiz olup kâr etme amacı gütmektedirler. Dolayısıyla, yatırımcının, yatırım kuruluşlarından finansal hizmet satın aldığı durumlarda tüketici sıfatını haiz olduğu, gerçekleşen işlemin de tüketici işlemi olduğu konusunda şüphe yoktur. Yukarıda sözü edilen *Çetin* ve *Paslı*'nın yaptıkları sınıflandırma ışığında, yatırımcının birincil piyasalarda yatırım yapması durumunda yatırım yapan şirketlere katılması söz konusu olup “katılımcı” sıfatını haiz olduğu, ikincil piyasalarda kendileriyle eşit statüde bulunan diğer yatırımcılardan alım satım işlemleri gerçekleştirdiği durumlarda “piyasa oyuncusu” sıfatını haiz olduğu ve yatırımcının sermaye piyasasındaki faaliyetlerle ilgili yatırım kuruluşundan yatırım hizmeti satın aldığı durumda ise “tüketici” sıfatını haiz olduğu söylenebilecektir<sup>236</sup>. Zira, yatırımcılar bu ihtimalde yatırım kuruluşlarının sağladığı sermaye piyasası aracı alım satımı, yatırım danışmanlığı, yatırımların idaresi gibi hizmetleri o yatırım kuruluşunun müşterisi sıfatıyla satın almaktadırlar. Bu durumda, bilgi asimetrisi sorunu doğmakta, finansal bilgidен yoksun bireysel yatırımcıların yatırım kuruluşları karşısında tıpkı reel piyasalarda mal veya hizmet satın alırken satıcının o mal veya hizmet hakkında tüketiciden daha bilgili olması karşısında korunması gerektiği şekilde korunmaları gerekmektedir<sup>237</sup>.

Yargıtay da bir kararında<sup>238</sup>, kaldıraçlı işlemlere ilişkin alım satım aracılık işleminin, TKHK m. 3/k ve m. 3/l hükümleri gereği, tüketici işlemi olduğunu belirtmiş ve

<sup>235</sup> **Bahtiyar/Biçer**, s. 399; İlhan **Kara**, Tüketici Hukuku, 2015, s. 57; Murat **Aydoğdu**, Tüketici Hukuku Dersleri, 2015, s. 61; **Aslan**, Dersleri, s. 5; Aydın **Zevkliler**/Çağlar **Özel**, Tüketicinin Korunması Hukuku, 2016, s. 94.

<sup>236</sup> Sadece bireysel yatırımcılar değil kolektif yatırım kuruluşları da yatırım kuruluşları ile finansal hizmet sözleşmeleri yapmaktadır. Bu durumda, kolektif yatırım kuruluşunun birincil piyasalarda “katılımcı” ya da ikincil piyasalarda “piyasa oyuncusu” olarak hareket etmediği durumda, sadece finansal hizmet satın almak istediği ihtimalinde “tüketici” olarak kabul edilip edilmeyeceği sorunu gündeme gelebilir. Yargıtay’ın 2000 yılında vermiş olduğu HGK kararı uyarınca tüzel kişi tüketici olarak yalnızca kâr amacı gütmeyen derneklerin ve vakıfların kabul edilebileceği ve bunların dışındaki tüzel kişi ve şirketlerin tüketici olarak adlandırılmayacağı kabul edilmiştir. Bkz. Yargıtay HGK, T. 11.10.2000, 2000/19-1255 E., 2000/1249 K., [www.legalbank.net](http://www.legalbank.net), (Erişim Tarihi: 15.11.2018). Dolayısıyla, yatırım kuruluşu ile yatırım hizmet ve faaliyetinin satın alınması için sözleşme yapan kişi bir tüzel kişi örneğin kolektif yatırım kuruluşu ise bu sözleşme tüketici işlemi sayılmaz ve kolektif yatırım kuruluşu bu sözleşme ilişkisinde tüketici sıfatını haiz olmaz.

<sup>237</sup> Nesrin Akın **Sunay**, Finansal Hizmet, Finansal Tüketici Kavramları ve Bireysel Yatırımcının Tüketici Sıfatı İle Korunması, 3. Tüketici Hukuku Sempozyumu, Sektörel Bazda Tüketici Hukuku ve Uygulamaları, Ankara 2014, s. 70, 71; **Paslı**, Yatırımcı mı Tüketici mi?, s. 415.

<sup>238</sup> Yargıtay 11. HD., 23.06.2016 T., 2016/90 E., 2016/6987 K. [www.legalbank.net](http://www.legalbank.net) (Erişim Tarihi: 20.02.2018). Kararda, “...*Dava, taraflar arasında akdedilen "Kaldıraçlı Alım Satım Alım İşlemleri Çerçeve*

bu ilişkiden kaynaklanan uyuşmazlıklarda Tüketici Mahkemeleri'nin görevli olduğu sonucuna varmıştır. Yargıtay'ın bir başka kararında da<sup>239</sup>, aracı kurum çalışanlarının yatırımcıyı yanlış yönlendirmeleri sonucu açılan tazminat davasının haklı olarak tüketici mahkemesinde görülmesi gerektiğine karar vermiştir: *“Dava, aracı kurum çalışanlarınca yanlış yönlendirilme iddiasına dayalı tazminat istemine ilişkindir. Dava tarihi olan 06.08.2014 tarihinde yürürlükte bulunan 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun'un 3/1-k maddesinde tüketicinin; “ticari veya mesleki olmayan amaçlarla hareket eden gerçek veya tüzel kişiyi” ifade edeceği, 3/1-l maddesinde ise tüketici işleminin; “mal veya hizmet piyasalarında kamu tüzel kişileri de dâhil olmak üzere ticari veya mesleki amaçlarla hareket eden veya onun adına ya da hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişiler ile tüketiciler arasında kurulan, eser, taşıma, simsarlık, sigorta, vekâlet, bankacılık ve benzeri sözleşmeler de dâhil olmak üzere her türlü sözleşme ve hukuki işlemi” ifade edeceği düzenlenmiş, aynı kanunun 73/1 maddesinde de; tüketici işlemleri ile tüketiciye yönelik uygulamalardan doğabilecek uyuşmazlıklara ilişkin davalara bakmaya tüketici mahkemelerinin görevli olduğu hüküm altına alınmıştır. Buna göre, mahkemece, mesleki ve ticari amaçla davranmayan, tüketici konumundaki davacı tarafından açılan işbu davada tüketici mahkemesinin görevli olduğu gerekçesiyle 6100 sayılı HMK 115/2 maddesi gereğince davanın usulden reddine karar verilmesi gerekirken, yazılı şekilde davanın esası hakkında karar verilmesi doğru olmamış, kararın bozulması gerekmiştir”.*

---

*Sözleşmesinin” feshi ile uğranılan zararın tazminine ilişkindir. Mahkemece yazılı gerekçe ile görevsizlik kararı verilmiş ise de, dava tarihinde yürürlükte olan 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun'un 3/k ve l maddelerinde, tüketici ve tüketici işlemi tanımlanmıştır. Buna göre tüketici, ticari veya mesleki olmayan amaçlarla hareket eden gerçek veya tüzel kişiyi, tüketici işlemi ise, mal veya hizmet piyasalarında kamu tüzel kişileri de dâhil olmak üzere, ticari veya mesleki amaçlarla hareket eden veya onun adına ya da hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişiler ile tüketiciler arasında kurulan, eser, taşıma, simsarlık, sigorta, vekâlet, bankacılık ve benzeri sözleşmeler de dâhil olmak üzere, her türlü sözleşme ve hukuki işlemi ifade eder. Aynı Yasanın “Diğer Tüketici Sözleşmeleri” başlıklı 5. bölümünde yer alan 49.maddesi, “Finansal hizmetlere ilişkin mesafeli sözleşmeler” başlığını taşımaktadır. Bu maddenin 1. fıkrasına göre finansal hizmetler, her türlü banka hizmeti, kredi, sigorta, bireysel emeklilik, yatırım ve ödeme ile ilgili hizmetleri ifade eder. Finansal hizmetlere ilişkin mesafeli sözleşme ise, finansal hizmetlerin uzaktan pazarlanmasına yönelik olarak oluşturulmuş bir sistem çerçevesinde, sağlayıcı ile tüketici arasında uzaktan iletişim araçlarının kullanılması suretiyle kurulan sözleşmelerdir. Yine aynı Yasanın 73/1. maddesi, “Tüketici işlemleri ile tüketiciye yönelik uygulamalardan doğabilecek uyuşmazlıklara ilişkin davalarda tüketici mahkemeleri görevlidir.” hükmünü, 83. maddesi ise, “Bu Kanunda hüküm bulunmayan hâllerde genel hükümler uygulanır. Taraflardan birini tüketicinin oluşturduğu işlemler ile ilgili, diğer kanunlarda düzenleme olması, bu işlemin tüketici işlemi sayılmasını ve bu Kanunun görev ve yetkiye ilişkin hükümlerinin uygulanmasını engellemez.” hükmünü amirdir. Bütün bu hükümler birlikte değerlendirildiğinde, taraflar arasındaki ilişkinin, tüketici işlemi kapsamında kaldığı ve bu ilişkiden kaynaklanan uyuşmazlıklarda Tüketici Mahkemelerinin görevli olduğu sonucuna varılmaktadır...” hükmü kurulmuştur.*

<sup>239</sup> Yargıtay 11. HD., 13.02.2017 T., 2015/12871 E., 2017/735 K., [www.legalbank.net](http://www.legalbank.net) (Erişim Tarihi: 28.03.2019).

Kanaatimizce, TKHK kapsamı paralelinde, tüketici kavramını çok sınırlamadan ve yatırımcıyı bu kapsamdan dışlamadan yapılan yorumlar daha yerindedir. Esasen, mali piyasalarda korunmaya bu kadar muhtaç olan ve mevzuat kapsamında korunmasından bahsedilen kavramların en başında yatırımcı gelmektedir. Dolayısıyla, yatırımcı kavramından daha geniş bir kavram olan tüketici kavramının içine belirli durumlarda yatırımcı da girebilecektir. Ancak burada da yatırımcının sermaye piyasasındaki her faaliyetinin TKHK kapsamında olmadığı ve yatırımcının sermaye piyasasında hangi sıfatla bulunduğu konusunun incelenmesi gerekmektedir. Yatırımcı, aracı kurum karşısında müşteri sıfatıyla hareket ediyorsa TKHK kapsamında korunmalıdır. Ancak yatırımcı, bir piyasa oyuncusu ya da katılımcı olarak sermaye piyasasında yer alıyorsa TKHK kapsamında korunmamalıdır.

Bu noktada, yatırımcının finansal tüketici olduğu hususuna da değinmekte yarar vardır. “Hizmet” kavramı, TKHK m. 3/1-d hükmünde, bir ücret veya menfaat karşılığında yapılan ya da yapılması taahhüt edilen mal sağlama dışındaki her türlü tüketici işleminin konusu olarak tanımlanmıştır. Hizmet sunan kişiye sağlayıcı denir (TKHK m. 3/1-1). Finansal hizmetler ise TKHK m. 49 hükmünde, tüm banka hizmetleri, kredi, sigorta, bireysel emeklilik, yatırım ve ödeme ile ilgili hizmetler olarak ifade edilmiştir. Sermaye piyasası aracılık faaliyetleri de yatırım hizmeti olarak finansal hizmet olarak kabul edilmektedir. Zira, “Finansal Erişim, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları”<sup>240</sup> konulu genelgesi uygulanmaktadır. Genelge kapsamında da BDDK tarafından “*Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı Arka Plan Belgesi*” 12.11.2014 tarihinde kamuoyu ile paylaşılmıştır<sup>241</sup>. Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı Arka Plan Belgesi’ne göre “*Finansal tüketici, ticari ve mesleki amaçlı olmaması koşuluyla finansal kuruluşlarca sunulan ürün ve hizmetleri edinen, kullanan veya yararlanan gerçek kişileri ifade etmektedir. Finansal hizmetler; mevduat kabulü ve diğer fon toplama hizmetleri, her türlü kredi faaliyetleri (bireysel, ipotekli konut finansmanı vb.), sigorta, ve sigorta aracılığı, danışmanlık ve aktüerlik hizmetleri gibi sigortayla bağlantılı işlemler, faktoring ve her türlü ticari faaliyetin finansmanı, finansal kiralama, ödeme ve para transferi hizmetleri (çek ve seyahat çekleri dâhil), taahhütler ve garantiler, müşteriler adına finansal piyasalarda aracılık, saklama, garanti (underwriting), varlık yönetimi,*

<sup>240</sup> Başbakanlık tarafından uygulamaya konulan genelge 05.06.2014 tarihli ve 29021 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır. Bkz. Finansal Erişim, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları Genelgesi <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1075> (Erişim Tarihi: 15.03.2018).

<sup>241</sup> Bkz. Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı Arka Plan Belgesi [http://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat\\_0124.pdf](http://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat_0124.pdf) (Erişim Tarihi: 15.03.2018).

*finansal bilgilerin transferi, provizyonu ve saklanması ile finansal hizmetler konularında danışmanlık olarak tanımlanacak, bu hizmetleri satın alanlar da finansal tüketici sayılacaktır*". Görüldüğü üzere, müşteriler adına finansal piyasalarda aracılık hizmetini satın alanlar finansal tüketici olarak nitelendirilmektedir. Bu sebeple, bu sermaye piyasasındaki hizmetleri satın alan yatırımcılar da genel anlamda tüketici, özel anlamda ise finansal tüketici olarak nitelendirileceklerdir.

Yatırımcının aracı kurum karşısında aracılık hizmet ve faaliyeti satın aldığı durumda tüketici kapsamında korunmasında bir sakınca bulunmamaktadır. Zira, yatırımcının aracı kurumdaki aracılık hizmetleri satın almasının esasında bir kişinin emlakçıdan ev satın almak için komisyonculuk hizmeti almasından, hizmet tüketimi faaliyetinde bulunması yönünden farkı bulunmamaktadır. Çünkü burada yatırımcı, yalnızca yatırım kuruluşunun aracılık hizmetinden yararlanmakta olup piyasa katılımcısı ya da piyasa oyuncusu olarak hareket etmemektedir. Kanaatimizce bu durumda yatırımcının, dilerse SerPK kapsamında yatırımcıyı koruyan hükümler vasıtasıyla haklarını savunması, dilerse de TKHK kapsamının sağladığı koruyucu hükümlere başvurarak haklarını savunması söz konusu olabilecektir. Dolayısıyla, tüketici-yatırımcının her uyuşmazlıkta mutlaka TKHK ve ilgili mevzuata başvurması gerektiği söylenemez. Tüketici-yatırımcıya, hakkını arayabileceği mevzuat bakımından serbesti tanınmalıdır. Bu husus, sebeplerin yarışması (hakların yarışması) olarak nitelendirilebilir. Zira, sebeplerin yarışması, bir kişinin sorumluluğunun birden fazla hukuki sebebe dayandırılabilmesidir (TBK m. 60). Dolayısıyla, bir alacaklının belirli bir borçluya karşı belirli bir konuda aynı sonuca ulaşmak için farklı hukuksal sebeplerle talepte bulunabilmesidir<sup>242</sup>. SerPK ve TKHK birbirlerine karşı özel ya da genel kanun olarak nitelendirilemezler. Genel kanun/özel kanun ayrımı olmadığı için her iki hukuki sebep birbiriyle yarışmaktadır<sup>243, 244</sup>. Bu sebeple, zarara

---

<sup>242</sup> Ömer Faruk **Karacabey**, "Hakların Yarışması", Ankara Barosu Dergisi, S. 6, 1980, s. 667; Hüseyin **Hatemi**, Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku, İkinci Cilt, İstanbul 1998; Fikret **Eren**, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara 2018, s. 1167.

<sup>243</sup> Eğer aynı olaya uygulanacak özel ve genel kanun söz konusuysa, özel kanun söz konusuysa genel kanun uygulanmasının mümkün olmaması sebebiyle bu durumda sebeplerin yarışmasından söz edilemez. Kemal **Gürsoy**, "Haksız Eylem (Fiil) Den Doğan Talep Hakkı ve Bu Hakkın Diğer Talep Haklarıyla Yarışması (Dava Hakkının Telahuku)", AÜHFD, C. 31, S. 1-4, Ankara, 1974, s. 174 vd.; Asım **Kaya**, 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu'na Göre Sorumluluk Sebeplerinin Yarışması, Çankaya Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 1, S. 2, Ekim 2016, s. 213.

<sup>244</sup> Bu hususun yasaların yarışması olmadığını da ayrıca belirtmek gerekir. Yasaların yarışmasında da aynı olay ve bu olayı düzenleyen iki ayrı yasa mevcut olmakla birlikte yasaların biri genel diğeri özel yasa niteliğinde olup genel yasanın olaya uygulanması mümkün olmaz. Bkz. **Karacabey**, s. 670-671. Oysa, SerPK ve TKHK birbirlerine karşı özel ya da genel kanun olarak nitelendirilemezler. Bu sebeple, yasaların yarışması değil hakların yarışması söz konusu olabilir ve kanaatimizce yatırımcının ister SerPK'ya isterse de TKHK'ya başvurarak zararını tazmin etmesi seçeneği bulunur. Zira, Özel kural ile genel kural arasındaki



uğramış olan alacaklı yatırımcının, yatırım kuruluşuna karşı zarara uğradığı konuyla ilgili zararının tazmin edilmesi amacıyla hem SerPK mevzuatına hem de TKHK mevzuatına gitme seçeneği yer almaktadır.

## B. Yatırım Kuruluşu Kavramı

ESerPK döneminde sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin olarak kurum bazlı düzenleme mevcut idi. Sermaye piyasası kurumlarının yapabileceği faaliyetler üzerinden bir sermaye piyasası faaliyeti açıklanmaktaydı. Buna rağmen eSerPK’da aracı kurumun tanımına yer verilmemişti. SerPK ile kurum bazlı düzenleme terk edilmiş ve faaliyet bazlı düzenleme esası benimsenmiştir. Faaliyet bazlı düzenleme sistemine geçilmesinin temel nedeni, Anglo Sakson ülkelerinde de Kıta Avrupası ülkelerinde de bu yönde düzenlemelerin olmasıdır<sup>245</sup>. Dolayısıyla, SerPK’da temel alınan ölçüt sermaye piyasası kurumu olmayıp sermaye piyasası faaliyetidir. Bu nedenle, aracı kurumların dahil olduğu yatırım kuruluşunun ya da aracı kurumun tanımı yapılırken bunların yapabileceği faaliyetler ölçüt alınarak tanımlama yapıldığı görülmekte olup aşağıdaki kurumların tanımları yapılırken de yatırım hizmet ve faaliyetlerinin baz alındığı görülecektir.

SerPK m. 3/1-v’de yatırım kuruluşları, aracı kurumlar ile yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları ve bankalar olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla yatırım kuruluşları, aracı kurumları da kapsayan bir üst başlık olup aracı kurum kavramı için öncelikle yatırım kuruluşu kavramını açıklamakta yarar vardır. Her aracı kurumun bir

---

ilişki, genel kuralın bir üst kavramı düzenlemesi, özel kuralın da bir alt kavramı düzenlemesi durumunda mümkün olur. Bkz. **Hatemi**, Sorumluluk, s. 128. Oysa, sermaye piyasası mevzuatının tüketici mevzuatının alt kavramını düzenlediği söylenemez. Aynı şekilde, tüketici mevzuatının da sermaye piyasası mevzuatının alt kavramını düzenlediği belirtilemez. Dolayısıyla, burada özel kanun-genel kanun ilişkisi mevcut değildir. Burada, farklı bakış açılarından ele alınmış iki farklı hukuk kuralının aynı zamanda aynı olaya uygulanabilmesi söz konusudur. Nitekim bkz. **Hatemi**, Sorumluluk, s. 128. Yazar, bu sonuca “Sözleşme Sorumluluğu” ve “Sözleşme Dışı Sorumluluk” kurallarını özel kural-genel kural ilişkisi açısından inceleyerek varmıştır.

<sup>245</sup> Bkz. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, s. 16 <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf> (Erişim Tarihi: 07.11.2018). 15.05.2014 tarihli 2014/65/EU sayılı Avrupa Birliği’nin Finansal Araç Piyasaları Yönergesi (MiFID) ve bu yönergeye dayalı olarak çıkarılan ikincil yönetmelikler, Avrupa Birliği’nde yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri içermektedir. MiFID, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler, kurum bazlı düzenleme yerine faaliyet bazlı düzenlemenin temel alınması sistemini benimsemektedir, Niamh **Moloney**, EU Securities and Financial Markets Regulation, OUP, Third Edition., s. 396-397. Bu sistemi örnek alan 6362 sayılı SerPK’da da yatırım hizmet ve faaliyetleri temel alınarak bu hizmet ve faaliyetlerin hangi kurumlar tarafından gerçekleştirileceği düzenlemesi yer almaktadır, Nusret **Çetin**/ H. Ebru **Töremiş**/Zeynep **Cantimur**, Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistemik Analizi, Ankara 2014, s. 81; Asuman **Turanboy**, “Yatırım Kuruluşları”, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, Ankara 2017, s. 83.

yatırım kuruluşu olduğu söylenebilirken her yatırım kuruluşunun bir aracı kurum olduğu söylenemez.

SerPK kanunlaşırken, “yatırım kuruluşu” kavramının belirlenmesi için Avrupa Birliği’nin 21.04.2004 tarihinde 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi (*MiFID*)’de öngörülen “investment firm” (*yatırım kuruluşu*) kavramı dikkate alınmıştır. MiFID’in “Tanımlar” başlıklı m. 4/1 hükmü uyarınca yatırım kuruluşu, düzenli iş ve uğraşı ile üçüncü kişilere bir veya daha fazla yatırım hizmeti sağlayan ya da profesyonel olarak yatırım hizmeti yürüten tüzel kişiler olarak tanımlanmıştır. MiFID, yatırım kuruluşu kavramının kapsamına hangi kurumların dahil edileceğini ise üye ülkelerin kendi iç hukuklarına bırakmıştır.

Yatırım kuruluşları kavramının içerisinde;

- i) aracı kurumlar,
- ii) bankalar,
- iii) yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları yer almaktadır.

Yatırım kuruluşları içerisinde sayılan bu kurumların her birinin yapabilecekleri faaliyetler de SerPK’da ve ilgili mevzuatta ayrıca düzenlenmiştir. Bu tanıma göre, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunabileceği kabul edilen borsalar ve portföy yönetim şirketleri bir yana bırakıldığında, yatırım kuruluşları kavramı ile kastedilen esas kurumların aracı kurumlar ve bankaların olduğu görülmektedir<sup>246</sup>.

Yatırım hizmet ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari ya da meslekî faaliyet olarak icra edilebilmesi yalnızca yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilebilir (SerPK m. 39/1). Bu faaliyette bulunabilmek için yatırım kuruluşlarının mutlaka SPK’dan yetki belgesi<sup>247</sup> (izin) almış olmaları ve SerPK tarafından öngörülen şartları taşımaları şarttır. Kendi özel kanunlarına uygun olarak kurulmuş olan kuruluşlar SerPK’da öngörülen şartları taşımadıkları sürece yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunamazlar (SerPK m.

<sup>246</sup> Çetin, Bankalar, s. 710.

<sup>247</sup> ESerPK döneminde borsa bankerlik belgesi olarak adlandırılan yetki belgesi, SPK’nın aracı kurumun yürütebileceği yatırım hizmet ve faaliyetlerini gösteren çalışma ruhsatıdır. Recep Önal, Sermaye Piyasasında Aracı Kuruluşlar, Türkiye’de Sermaye Piyasası Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul 1984, s. 193; Ünal Tekinalp, Sermaye Piyasası, İstanbul 1982, s. 89-90; Adil Özer, Sermaye Piyasası Hukukunda Aracı Kurumlar, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 1985, s. 43; Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 49.

39/5). Bu hüküm için verilebilecek en önemli örnek bankalardır. Zira, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 4/1-j,k hükmüne göre bankaların sermaye piyasası araçlarının alım ve satımı ile geri alım veya tekrar satım taahhüdü işlemleri ve sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık işlemlerini yapabileceği belirtilmişken aşağıda açıklayacağımız üzere SerPK ve ilgili mevzuatta bankaların yapabilecekleri işlemler sınırlandırılmıştır. Dolayısıyla, bankalar sermaye piyasası yatırım hizmet ve faaliyetleriyle ilgili olarak SerPK ve ilgili mevzuata tabi olacaklardır<sup>248</sup>.

Yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemeler temel olarak, SerPK'nın "Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri" başlıklı ikinci bölümünde ve "Yatırım Kuruluşları" başlıklı üçüncü bölümünde mevcuttur. III.37-1 sayılı "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" ile III-39.1 sayılı "Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ"de de tebliğ bazında düzenlemeler mevcuttur. Bu ana düzenlemelerin yanında başkaca hükümlerde ve tebliğlerde de yatırım kuruluşlarını ilgilendiren düzenlemeler bulunmaktadır.

"Konunun Takdimi ve Sınırlandırılması" başlığı altında da belirttiğimiz üzere sermaye piyasası mevzuatında alım satım aracılık faaliyetiyle ilgili düzenlemelerde genel olarak yatırım kuruluşlarıyla ilgili ve özel olarak aracı kurumlarla ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Bankaların kuruluşu ve işleyişi ile ilgili özel düzenlemeler Bankacılık Kanunu'nda yer aldığından bankalarla ilgili özel düzenlemeler çalışmamız kapsamında incelenmemiştir. Bankaların yalnızca alım satım aracılık faaliyetlerini ilgilendiren konulardaki düzenlemeler ise "yatırım kuruluşları" ile ilgili açıklamalarımızda mevcuttur. Aracı kuruma ilişkin özel düzenlemeler ise aşağıda incelenmektedir.

## **1. Aracı Kurum Kavramı ve Aracı Kurumun Faaliyetleri**

Aracı kurumlar; sermaye piyasası araçlarının başkası ad ve hesabına veya kendi adına başkası hesabına veya kendi ad ve hesabına, aracılık amacı ile alım satımı ile meslekî olarak uğraşan, yatırımlarıyla ilgili konularda müşterilerine danışmanlık hizmeti veren,

---

<sup>248</sup> Turanboy, Yatırım Kuruluşları, s. 98.

piyasa araştırmaları ve aracılık işiyle bağdaşan diğer işleri yapan SPK'dan izin almış anonim ortaklıklardır<sup>249</sup>.

Kanunda ise aracı kurumlara y3nelik bir tanım “kısaltmalar ve tanımlar” başlıklı SerPK m. 3/1-a h3km3nde yer almaktadır. Bu tanıma g3re aracı kurum, alım satıma aracılık ve halka arza aracılık yatırım faaliyetleri m3nhasıran olmak 3zere SerPK m. 37’de belirtilen diğer yatırım hizmet ve faaliyetlerini y3r3ten bir yatırım kuruluşudur.

Yatırım hizmet ve faaliyetlerinin ne olduğu Kanun’da ve III.37-1 sayılı Tebliğ’de tanımlanmamıştır. Yalnızca, yatırım hizmet ve faaliyetlerinin kapsamına hangi faaliyetlerin girdiği d3zenlenmiştir<sup>250</sup>. SerPK, yatırım hizmet ve faaliyetlerinin yatırım kuruluşları tarafından yerine getirileceğini, bunun yanında yatırım ortaklıkları, portf3y y3netim şirketleri ve borsalara ilişkin h3k3mlerin de saklı olduğunu belirtmiştir (SerPK m. 39/1).

SerPK m. 3/1-a h3km3ndeki tanıma g3re aracı kurum, SerPK m. 37’deki,

- sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi (emir iletimine aracılık),
- emirlerin m3şteri adına ve hesabına veya kendi adına m3şteri hesabına gerçekleştirilmesi (işlem aracılığı),
- sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı (portf3y aracılığı),
- sermaye piyasası araçlarının halka arzında y3klenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi (aracılık y3klenimi),
- sermaye piyasası araçlarının halka arzında y3klenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi (en iyi gayret aracılığı),

faaliyetleri m3nhasıran olmak 3zere SPK tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşudur. İlk 3 faaliyet, alım satıma aracılık faaliyeti olup son iki faaliyet ise halka arza aracılık faaliyetidir. G3r3leceği 3zere, aracı kurumlar hem birincil piyasalardaki halka arza aracılık faaliyetini hem de ikincil piyasalardaki alım satıma aracılık faaliyetini m3nhasır olarak yapan yatırım kuruluşlarıdır. Aracı kurumları, diğer yatırım kuruluşları olan bankalardan<sup>251</sup>

<sup>249</sup> Benzer tanımlar için bkz. Vural **G3nal**, Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara, 1986, s. 56; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 20; **Karababa**, s. 122; **İnceoğlu**, s. 19; **Pulaşlı**, C. I, ř 23, N. 6, s. 569.

<sup>250</sup> Yatırım hizmet ve faaliyetleri için “faaliyet” kelimesinin yanında “hizmet” kelimesinin de kullanılması gereksizdir. Bu konuda bkz. **Yıldız**, s. 63.

<sup>251</sup> Bankalar, mevduat bankalarından, katılım bankalarından, kalkınma ve yatırım bankalarından oluşur (5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 3): “Mevduat bankası: Bu Kanuna g3re kendi nam ve hesabına mevduat kabul etmek ve kredi kullandırmak esas olmak 3zere faaliyet g3steren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların T3rkiye'deki şubelerini, Katılım bankası: Bu Kanuna g3re 3zel cari ve katılma hesapları yoluyla fon toplamak ve kredi kullandırmak esas olmak 3zere faaliyet g3steren kuruluşlar ile yurt

ve yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarından ayıran özellik de budur. Aracı kurumların kuruluş amacı, halka arza aracılık ve/veya alım satıma aracılık faaliyetleri gerçekleştirmektir.

Aracı kurumlar, alım satıma aracılık faaliyeti ve halka arza aracılık faaliyeti yanında portföy yöneticiliği faaliyeti, yatırım danışmanlığı faaliyeti, çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi faaliyeti, sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması faaliyeti ve SPK tarafından belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde de bulunabilir (SerPK m. 37). Bu faaliyetler de yatırım hizmet ve faaliyetleri olarak sıralanmıştır. Görüldüğü üzere, yatırım hizmet ve faaliyetleri kanunda sınırlı sayıda sayılmamış, SPK'nın başkaca yatırım hizmet ve faaliyeti belirleme yetkisi olduğu belirtilmiştir.

SerPK ile yeni bir kavram olan “yan hizmetler”, MiFID'e uyum sağlama çerçevesinde, Kanun'da yerini almıştır<sup>252</sup>. SerPK m. 3/1-a hükmündeki tanımın aynısı III-37.1 no'lu Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Tebliği'nde de yer almaktadır (Bkz. III-37.1 no'lu Tebliğ m. 3/1-a).

Aracı kurumların yapabilecekleri yan hizmetler ise şunlardır:

- Sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunulması,
- Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması,
- Sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması,
- Aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetlerin sunulması,
- Borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunulması,
- Servet yönetimi ve finansal planlama yapılması,
- Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması.

---

*dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini, Kalkınma ve yatırım bankası: Bu Kanuna göre mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında; kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlarla kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini” ifade eder. Görüldüğü üzere, bankaların münhasır görevleri arasında sermaye piyasasında aracılık hizmeti sunmak görevi yoktur.*

<sup>252</sup> Madde Gereçesi.

Görüldüğü üzere yan hizmetler de yatırım hizmet ve faaliyetleri gibi sınırlı sayıda belirtilmemiş, SPK'nın ileride yeni yan hizmetler belirleme yetkisinin olduğu düzenlenmiştir. Yan hizmetler, ayrıca bir yetki belgesi almaksızın SPK tarafından belirlenen esaslara göre yerine getirebilir (SerPK m. 39/2, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 7/1). Ancak faaliyet izni için başvuru yapan bir yatırım kuruluşunun, aynı zamanda faaliyette bulunacağı yan hizmetleri de SPK'ya bildirmesi gerekir<sup>253</sup> (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 7/2). Aracı kurumun yapamayacakları faaliyetler ise III-39.1 sayılı Tebliğ m. 56 hükmünde düzenlenmiştir<sup>254</sup>.

Bu düzenleme ile aracı kurumların münhasır faaliyetlerinin yatırım hizmet ve faaliyetleri olduğunun altı çizilmiş, aracı kurumların mali ve şahsi varlıklarını yatırım

<sup>253</sup> Faaliyet izninin alındıktan sonra bir yan hizmet sunulmaya karar verilirse veyahut da hâli hazırda sunulan yan hizmetlerden başka yan hizmetler de sunulmak istenirse bunlar için de ayrıca SPK'ya bildirimde bulunulmalıdır. SPK'ya bildirim yapıldığı tarihten itibaren 20 iş günü içerisinde SPK'dan aksi yönde bir görüş gelmedikçe bildirimde sunulacağı belirtilen yan hizmetlerin sunulmasına başlanır (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 7/3).

<sup>254</sup> III-39.1 sayılı Tebliğ m. 56'da düzenlenen bu yasaklar şunlardır: "a) Kuruldan icrası için izin alınan yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlere ilişkin iş ve işlemler dışında hiçbir sınıai ve zirai faaliyette bulunamaz,

b) Mevzuatın imkân verdiği haller hariç olmak üzere sermaye piyasası araçları dışında kendi mali taahhütlerini içeren evrak çıkaramaz,

c) Ticari amaçlı gayrimenkul alım satımında bulunamaz,

ç) Mevzuatın imkân verdiği haller hariç olmak üzere ödünç para verme işlemleri yapamaz,

d) 5411 sayılı Kanunda tanımlandığı üzere mevduat veya katılım fonu toplayamaz, mevduat veya katılım fonu toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamaz,

e) Mevzuatın imkân verdiği haller hariç olmak üzere sermaye piyasası araçlarının, belli bir getiri sağlayacağı yönünde herhangi bir yazılı veya sözlü taahhütte bulunamaz,

f) Müşteriye ait sermaye piyasası araçları ve nakit üzerinde hak ve yetkileri olmaksızın kendileri veya üçüncü şahıslar lehine herhangi bir tasarrufta bulunamaz,

g) Çalışanlarına ve müşterilerine olağan müşteri-aracı kurum ilişkisi dışındaki imkânlardan yararlanmak suretiyle kendi nam ve hesaplarına işlem yapmalarına olanak sağlayamaz,

ğ) TTK'nın 379 ve ilgili maddeleri ile Kanununun 22 nci maddesinde müsaade edilen haller hariç olmak üzere, ihraç ettikleri payları kendi nam ve hesaplarına alıp satamaz,

h) Fiktif hesap açamaz, işlemlerini kayıt dışı bırakamaz ve gerçek mahiyetine uygun düşmeyen kayıtlar tesis edemez,

ı) Portföy yöneticiliği faaliyeti saklı kalmak üzere, yöneticileri ve merkez dışı örgütleri dâhil tüm çalışanları aracılığıyla müşterilerinden sermaye piyasası aracı alım satım emri verme, ordino ve diğer belgeleri imzalama, nakit ve sermaye piyasası aracı yatırma ve çekme, virman işlemi yapma gibi geniş yetkiler içeren vekâletname alarak veya bu sonucu doğuracak şekilde ya da müşterinin bu yöndeki sözlü yetkisine istinaden müşteri adına veya hesabına işlem yapamaz,

i) Müşterilerin hak ve yararlarını zedeleyici işlemlerde bulunamaz, iyi niyet kurallarına aykırı hareket edemez, piyasa hakkındaki bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp müşterilerin alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamaz,

j) Herhangi bir şekilde gelirlerini artırmak amacıyla müşteriye tanınan limitleri aşmak da dâhil müşterilerin gereksiz ve/veya aşırı miktarda alım-satım yapmalarına ortam hazırlayamaz, müşterilerin işlemleri nedeniyle ortaya çıkan zararların telafi edilmesi, işlem yapması veya belirli bir gruba dahil edilmesi amacıyla müşterilere kaynak sağlayamaz, müşterileri bu amaçla yönlendiremez ve müşteri talimatı olmaksızın müşteri hesabına işlem yapamaz,

k) Bir mali yılda özsermayelerinin binde beşini aşacak miktarda bağış yapamaz. Bu hükmün uygulanmasına ilişkin usûl ve esaslar Kurulca belirlenir".

hizmet ve faaliyetleri dışındaki hizmetlere adanması engellenmeye çalışılmıştır. Böylece aracı kurumların mali istikrarının korunması amaçlanmıştır.

Aracı kurumun münhasır faaliyetleri, birincil piyasalardaki faaliyetleri ve ikincil piyasalardaki faaliyetleri olarak iki ayrı yerde toplanabilir.

#### a) Aracı Kurumun Birincil Piyasalardaki Faaliyetleri

Bir üst başlıkta da belirtildiği üzere SerPK m. 37/1-e,f hükmüne göre aracı kurumlar birincil piyasalarda;

- sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi (aracılık yüklenimi),
- sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi (en iyi gayret aracılığı) faaliyetlerinde bulunmaktadır.

Aracı kurumlar birincil piyasalarda, çift yönlü işleve sahip olup fon arz edenler ile fon talep edenleri buluşturmakta ve bu ikisi arasındaki fon değişimine yardımcı olmaktadır. Birincil piyasalarda sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz edenler ile bu araçlara yatırım yapmak isteyenleri aracı kurumlar buluşturmaktadır<sup>255</sup>. Bu faaliyet, SerPK m. 37/1-e,f bentlerinde belirtilen sermaye piyasası halka arza aracılık faaliyetidir. Kanun, birincil piyasalarda sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arzında aracı kurumların aracılık işlevini yerine getireceğini düzenlemiştir.

Aracı kurumun birincil piyasadaki işlevi, ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarını henüz satış başlamadan önce ihraççıdan bedelini tam ve nakden ödeyerek tümüyle satın alıp daha sonra kendi nam ve hesabına satmayı taahhüt etmesi şeklinde gerçekleşebilir. Bu sözleşmeye tümünü yüklenim (*kesin bağlantı aracılığı - full underwriting*) sözleşmesi denir (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 51/1-a,2). Görüldüğü üzere burada ihraççının halka arz ettiği sermaye piyasası araçları en baştan aracı kuruma satılmış olup ihraççının sermaye piyasası araçlarının satılmamasına ilişkin risk de tümüyle aracı kurum tarafından üstlenilmektedir<sup>256</sup>. Aracı kurumun, en başından tüm sermaye piyasası araçlarını satın almayı, bu sermaye piyasası araçlarını halka satacağını, satılmayan kısmı ise kendisinin satın alacağını taahhüt ettiği durum ise bakiyeyi yüklenim (*tam aracılık - stand-by*

<sup>255</sup> Sumer, s. 51; Karlı, s. 97.

<sup>256</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 65; Ünal O. K., Aracı Kurumlar, s 30, 31; Ünal O. K., Halka Arz, s. 102, 103; İnceoğlu, s. 30; Ayoğlu, Halka Arz, s. 219.

*underwriting*) sözleşmesi olarak adlandırılır (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 51/1-a,1). Bu sözleşme türünde de aracı kurumun satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın almayı taahhüt ederek ihraççının üzerindeki riski üstlenmesi ve bir nevî sermaye piyasası araçlarının tümünün satılmaması riskine karşı sigorta ettirmesi söz konusudur<sup>257</sup>. Tümünü yüklenim ve bakiyeyi yüklenim sözleşmelerine aracılık yüklenimi sözleşmesi (*underwriting agreement*) denilmektedir<sup>258</sup>.

En iyi gayret aracılığı (*best effort underwriting*) sözleşmesi ise aracı kurumun sermaye piyasası araçlarının izahnamede gösterilen süre içerisinde satılması, satılmayan kısmın ise ihraççı ortaklığa iade edilmesini ya da satılmayan kısmı satın almayı daha önceden taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasıdır<sup>259</sup>. En iyi gayret aracılığında aracı kurum, tümünü yüklenim ya da bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde olduğu gibi sermaye piyasası araçlarını satın alma taahhüdünde bulunmamaktadır<sup>260</sup>.

Aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı yüklenimi sözleşmelerinin bir araya getirilerek karma tipte sözleşmeler yaratılması da mümkündür<sup>261</sup>. Aracı kurumun, henüz satış başlamadan sermaye piyasası araçlarının bir kısmını satın almayı taahhüt edip kalan kısmına aracılık etmeyi taahhüt ettiğinde bu sözleşme kısmen tümünü yüklenim sözleşmesi olarak adlandırılır (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 51/1-a,4). Sermaye piyasası araçlarının satımına aracılık edip satılmayan sermaye piyasası araçlarının bir kısmının satın alınmasını taahhüt ettiği durumda da kısmen bakiyeyi yüklenim sözleşmesi söz konusu olur (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 51/1-a,3).

Görüldüğü üzere, SerPK m. 37 hükmüne göre halka arza aracılık faaliyeti aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı faaliyetlerinden oluşur. ESerPK döneminde de halka arza aracılık faaliyeti bu şekilde belirlenmiş olmakla birlikte bu faaliyetler için yalnızca halka arza aracılık faaliyeti adı altında tek bir yetki belgesi, halka arza aracılık yetki belgesi verilmekteydi (Mülga Seri:V No:46 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği m. 39). Şu anda ise aracılık yüklenimi faaliyeti için izin alınmış ise

---

<sup>257</sup> **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 216.

<sup>258</sup> **Ünal O. K.**, Aracı Kurumlar, s. 31; Oğuz Kürşat **Ünal**, “Sermaye Piyasasında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Haziran 1997, Cilt 1, S. 1, s. 87; **Sumer**, s. 52-53; **İnceoğlu**, s. 29; **Korkmaz/Ceylan**, s. 111.

<sup>259</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 65; **Ünal O. K.**, Aracı Kurumlar, s. 128; **Ünal O. K.**, Halka Arz, s. 102; **İnceoğlu**, s. 29; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 212; **Korkmaz/Ceylan**, s. 111.

<sup>260</sup> **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 212, 213.

<sup>261</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 222 vd.



bu en iyi gayret aracılığı faaliyetini de kapsamakla birlikte yalnızca en iyi gayret aracılığı faaliyeti için ayrı bir yetki belgesi alınması da mümkündür (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 51/2).

Aracı kurumlar birincil piyasalarda SerPK m. 38’de gösterilen yan hizmetleri de ayrıca bir yetki belgesi almaksızın SPK tarafından belirlenen esaslara göre yerine getirebilir. Örneğin, aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetlerin sunulması aracı kurumların birincil piyasalarda yapacakları yan hizmetlerden olup, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmak için SPK’dan izin almış bir aracı kurumun bu yan hizmet için tekrar bir izin almasına gerek yoktur (SerPK m. 39/1).

### **b) Aracı Kurumun İkincil Piyasalardaki Faaliyetleri**

İkincil piyasalarda ise daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım satımında aracılık işlemleri aracı kurumlar vasıtasıyla yapılmaktadır<sup>262</sup>. Bunlar:

- sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi (emir iletimine aracılık),
- emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına müşteri hesabına gerçekleştirilmesi (işlem aracılığı),
- sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı (portföy aracılığı) faaliyetleridir.

Aracı kurumların ikincil piyasalardaki bu münhasır faaliyetlerinin yanında portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı gibi yatırım hizmet ve faaliyetleri sunması da mümkündür.

Emir iletimine aracılık faaliyeti, emirlerin müşteriden alınarak başka bir yatırım kuruluşuna iletilmesi faaliyetidir.

İşlem aracılığı faaliyeti, emirlerin müşteriden alınıp borsa ya da borsa dışı piyasalarda sonlandırılması, tasfiye edilmesi faaliyetidir.

Portföy aracılığı faaliyeti, müşteriden alınan emirlerin aracı kurumun kendi portföyünden karşılanması faaliyetidir.

SerPK m. 39/3 hükmüne göre Kurul kendisine tanınan yetki çerçevesinde aracı kurumları faaliyet konuları ve sermaye yapıları yoluyla gruplandırmaya gitmiştir. Ancak,

---

<sup>262</sup> Karsh, s. 97.

aracı kurumlar faaliyet gösterecekleri yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin yetki belgesi alırken bu gruptandırmaya göre değil faaliyet gösterecekleri yatırım hizmet ve faaliyetlerine göre yetki belgesi almaktadırlar. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 8 uyarınca aracı kurumlar emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden en az birini yürütüyor ise “dar yetkili aracı kurum” olarak nitelendirilmektedir. Aracı kurum, işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetlerinden en az birini yürütüyor ise “kısmi yetkili aracı kurum” olarak kabul edilmektedir. Eğer aracı kurum, portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetinden en az birini yürütüyor ise “geniş yetkili aracı kurum” olarak nitelendirilmektedir.

## 2. Aracı Kurum ve Aracı Kuruluş Terimlerinin Ayrımı

SerPK'daki yatırım kuruluşu terimi yerine eSerPK'da aracı kuruluş<sup>263</sup> terimi kullanılmaktaydı<sup>264</sup>. SerPK'da ise aracı kuruluş terimi hiç yer almamakta, aracı kurum

<sup>263</sup> 1996 yılındaki 2499 sayılı eSerPK'daki 13.5.1992 tarihli 212 sayılı Resmi Gazete ile yayınlanan Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun ile yapılan değişiklikten önce aracı kuruluş, kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık yapmak ya da daha önce ihraç edilmiş olanların aracılık amacıyla alım satımıyla uğraşmak için Kurul'dan yetki belgesi almış olan aracı kurum ve bankalar şeklinde tanımlanmaktaydı. Bkz. ESerPK'nın S.V no:19 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği” m. 2; ESerPK m. 3/1-i: Aracı kuruluşlar, aracı kurumlar ile bankaları ifade eder. Başka bir deyişle aracı kuruluşun, Kurul'dan aracılık faaliyeti yetki belgesi almış olan hem aracı kurumları hem de sermaye piyasası faaliyetinde bulunan bankaları kapsadığı belirtilmişti. Aracı kuruluş, aracı kurumları ve bankaları kapsayan bir üst başlık idi. Zira, eSerPK döneminde aracılık faaliyetleri aracı kurumların yanında bir aracı kuruma ihtiyaç duymaksızın bankalar tarafından da yapılabilmekte idi. Fakat, küresel ekonomi piyasalarında, 1930'lu yıllardan itibaren mevduat kabul etme, döviz mevduat hesabı açılması, para yollama, kredi verme, akreditif ve çek muhataplığı gibi klâsik bankacılık faaliyetleri ile sermaye piyasası faaliyetlerinin “banka” adı altında aynı tüzel kişilik çatısında birleşmesinin sakıncaları tartışılmaya başlandığından sermaye piyasasının para piyasasından ayrı değerlendirilerek para piyasasının baş aktörü olan bankalara sermaye piyasasında herhangi bir aracı kuruma ihtiyaç duymaksızın tek başına sermaye piyasasında da oyuncu olma yetkisinin verilmemesi gerektiği görüşü ağırlık kazanmaya başlamıştı. Bunun nedeni, küresel ekonomide, ABD'nin başını çektiği “bankacılık ve sermaye piyasası işlemlerinin ayrılığı ilkesi”nin benimsenmesiydi. Bankaların tüm sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunabilmesinin söz konusu olduğu evrensel bankacılık sistemi ise başta Almanya olmak üzere diğer Avrupa Birliği ülkelerinin ve İsviçre tarafından uygulanmaktaydı. Bankacılık ve sermaye piyasası işlemlerinin ayrılığı ilkesinde, mevduat bankaları ile yatırım bankalarının faaliyet alanlarını net bir biçimde birbirinden ayıran ve mevduat bankalarının sermaye piyasası araçlarının yüklenimini, satışını ve bunlara aracılık etmesini sınırlandıran bir yaklaşım söz konusudur. Mevduat bankalarının temel görevi olan mevduat toplama ve kredi verme işini üstlenmeleri gerektiği ve para piyasasından daha riskli olarak nitelendirilen sermaye piyasasından uzak durmaları gerektiği savunulmaktadır. Bu görüşün gerekçesi, bankalara sermaye piyasasının her alanında faaliyette bulunabilmesi olanağı verilmesi durumunda bunun sermaye piyasasında rekabet eşitsizliğine sebep olacağı endişesidir. Ülkemizde, Cumhuriyet'in kurulduğu ilk yıllardan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girdiği 1981 yılına kadar sermaye piyasası hareketleri hukuki ve kurumsal düzlemde organize yapıda olamamıştır. Bu nedenle 1923-1981 yılları arasında para piyasası ve bankacılık sistemi sermaye piyasası işlemlerinin de gerçekleştirildiği yapı olarak yerini almıştır. Ülkemizdeki sermaye piyasası işlemlerinin uzun yıllarca bankalar tarafından yerine getirilmesinin nedeni budur. Sermaye piyasasının organize yapısına kavuşarak hukuki düzenleme altına

terimi kullanılmaktadır. ESerPK ve ilgili mevzuatta ise bazı hükümlerinde aracı kurum ve aracı kuruluş terimlerinin aynı amaçla kullanıldığı görülmektedir. Bu sebeple, eSerPK’da kullanılan aracı kuruluş ve aracı kurum terimlerinin birbirinden farkına ve bu terimlerin kanunun bazı hükümlerinde birbirlerinin yerine kullanılmasının nedenlerine değinmekte yarar olduğu kanaatindeyiz.

“Bankacılık ve sermaye piyasası işlemlerinin ayrılığı ilkesi<sup>265</sup>”nin ülkemizde de önem kazanmaya başlaması üzerine SPK, 15.08.1996 tarihinde aldığı ilke kararı ile 02.01.1997 tarihinden itibaren mevduat bankacılığı faaliyetleri ile sermaye piyasası faaliyetlerinin ayrı tüzel kişilikler altında oluşmasına karar vermiştir. Bu ilke kararı ile bankaların aracılık faaliyetlerine devam edebilmesi için mevcut aracı kurumlardan birini satın alma veya mevcut yetkilerini bir aracı kurum kurarak bu kuruma devretme yükümlülüklerinden birini yerine getirme şartları getirilmiştir. Bu şekilde, bankaların kuracakları aracı kurumlara da diğer aracı kurumlarda olduğu gibi sermaye yeterliliği, kredi işlem limitleri, muhasebe ve belge kayıt düzeni gibi şartlar getirilmiş ve eski

---

alınması da mali sistemde ortaya çıkan ve bankerler krizi şeklinde nitelendirilen olumsuz olaylar sonucu meydana gelmiştir. İşte, esasen para piyasası aktörü olan bankaların sermaye piyasasında da oldukça etkin şekilde yer alması sebebiyle, 1996 yılına kadar bankalar sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde de önemli rol oynamışlar ve sermaye piyasası aracılık faaliyetleri de bankalar tarafından yerine getirilmiştir. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **İnceoğlu**, s. 19; Ünal **Tekinalp**, Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988, s. 13; **Tanör**, 1. Cilt, s. 251, dp. 265; **Koruyan**, s. 16-17; George J. **Benston**, “Universal Banking”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 8, No. 3, 1994, s. 122; Zühtü **Aytaç**, V. Oturum: Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Uluslararası Semineri, Ankara 1995, s. 120-124; **Çetin**, Bankalar, s. 705; **Benston**, s. 122; **Kahraman**, s. 2.

<sup>264</sup> **Turanboy**, Yatırım Kuruluşları, s. 85.

<sup>265</sup> ABD başta olmak üzere İngiltere, Kanada, Japonya gibi ülkelerin ağırlıklı olarak benimsediği bu ilke, bankacılık işlemleri ile sermaye piyasası faaliyetlerinin ayrılması, bankaların faaliyetlerinin ticari bankacılık faaliyetleri ile sınırlandırılması ve bankaların sermaye piyasası yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmasının yasaklanması anlamına gelmektedir. ABD, 1933 tarihli Glass-Steagall Yasası ile mevduat bankaları ile yatırım bankalarının faaliyetleri arasında kesin bir ayrıma giderek mevduat bankalarının sermaye piyasası aracı yüklenimi faaliyetinde bulunmasını ve ayrıca bunların alım satımına aracılık etmesini yasaklamıştır. Bu ilkenin karşıtını Almanya başta olmak üzere Avrupa Birliği ülkelerinden bazılarının benimsediği “evrensel bankacılık sistemi” oluşturmaktadır. “Evrensel bankacılık sistemi”, bankaların mali piyasanın her alanında faaliyet göstermesini savunan sistemdir. 1999 yılında kabul edilen Gramm-Leach-Bliley (GLBA) Yasası ile mevduat bankaları ve yatırım bankalarının faaliyet alanları arasındaki bu sınır kaldırılmamış olsa da mevduat bankası ile yatırım bankasının aynı hâkim ortağa bağlı olmasına izin verilerek ikisi arasındaki net ayrımın kaldırıldığı görüşü savunulmaktadır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Stephen R. **Axilrod**, “The Japanese Capital Markets”, University of Pennsylvania, Journal of International Law, C. 12, S. 4, 1991, s. 482; **Benston**, s. 121 vd.; Özge **Kahraman**, Avrupa Birliği Dönemecinde Türk Bankalarının Sermaye Piyasasındaki Durumu ve Evrensel Bankacılığın Türk Sermaye Piyasalarında Uygulanması, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, Ekim 2002, s. 4 vd.; Charles K. **Whitehead**, “Size Matters: Commercial Banks and the Capital Markets”, 76 Ohio State Law Journal, Vol. 76, No. 4, 2015, s. 766 vd.; Nusret **Çetin**, “Bankaların Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri”, Prof. Dr. Seza Reisoğlu Armağanı, Aralık 2016, s. 710; Sermaye piyasasında yatırım ve kalkınma bankaları mevduat ve katılım bankalarına göre daha aktif rol oynar, **Karşlı**, s. 43, 44; Sermaye piyasasının gelişmesinin bankalar üzerindeki etkisi için bkz. Füsün **Arda**, “Sermaye Piyasasının Bankacılık Sistemine Etkileri”, BATİDER, Aralık 1977, C.IX, S. 2, s. 437 vd.

sistemde bankaların bu şartları taşımadan sermaye piyasası işlemlerinde bulunabilmelerinden kaynaklanan rekabet eşitsizliğinin önüne geçilmiştir<sup>266</sup>. Bu ilke kararı doğrultusunda, tebliğde yeni düzenleme yoluna gidilmiş ve bankaların, borsada hisse senedi işlemleri ve halka arza aracılık işlemleri haricindeki sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunabileceği yönünde sınırlandırma yapılmıştır<sup>267</sup>. Ancak, bankaların sermaye piyasasındaki faaliyetlerini sınırlandıran bu ilke kararı bankalar tarafından eleştirilere maruz kalmış ve Danıştay'a intikal ettirilmiştir. Danıştay, bankalara faaliyet izni veren bir kanun hükmünün idari karar ile değiştirilmesinin fonksiyon gaspı olduğu gerekçesini öne sürerek oybirliğiyle ilke kararının yürürlüğünü durdurma kararı ve daha sonra da ilke kararının iptali kararı<sup>268</sup> vermiştir. Danıştay'ın SPK'nın almış olduğu ilke kararını iptal kararına rağmen ilke kararı uygulamada varlığını korumuş ve bankalar sermaye piyasasındaki faaliyetlerini bir aracı kurum kurarak ya da mevcut yetki belgelerini bir aracı kuruma devrederek, aracı kurumla acentelik ilişkisi tesis ederek veyahut da mevcut aracı kurumlardan birini satın alarak gerçekleştirilmeye devam etmişlerdir<sup>269</sup>. Böylece, aracı kuruluş büyük kümesi altında yer alan iki alt küme olan aracı kurum ve sermaye piyasası faaliyetinde bulunan bankalardan ikincisi ortadan kalkarak aracı kuruluş ve aracı kurum kavramları aynı kümeyi oluşturmuştur. Dolayısıyla, terminolojideki "aracı kurum-banka kökenli aracı kurum" ya da aynı anlama gelen "aracı kurum-banka aracı kurumu" gibi ayırımların var olduğu görülmektedir<sup>270</sup>. Sonuç olarak, her ne kadar ilke kararı Danıştay tarafından iptal edilmiş olsa da piyasanın gereklilikleri neticesinde ilke

<sup>266</sup> Sumer, s. 69; Kahraman, s. 2; Turanboy, Yatırım Kuruluşları, s. 91.

<sup>267</sup> Seri:V, No:46 "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" m. 5 hükmü: "Bankalar, a) Daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının, 1) Borsa dışında, 2) Hisse senedi işlemleri hariç olmak üzere borsada, alım satımına aracılık, b) Repo-ters repo, c) Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibarıyla ayrı ayrı ya da bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık, faaliyetlerini yapabilirler. Mevduat kabul etmeyen bankalar ise yukarıda sayılan faaliyetlerin yanısıra sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerini de yapabilirler".

<sup>268</sup> Danıştay 10. Dairesi'nin 03.11.1998 tarih ve 1996/9498 E., 1998/5507 K. sayılı kararı. Bkz. [www.legalbank.net](http://www.legalbank.net) (Erişim Tarihi: 20.05.2016).

<sup>269</sup> Esasen eSerPK döneminde, bankalar ve aracı kurumlar arasında ortaklık ilişkisi kurulmuş olması ve bankaların aracı kurumların acentesi olarak faaliyetinde bulunabilmesi sebebiyle bankalar her daim sermaye piyasasında yer almışlardır. Bkz. İnceoğlu, s. 22; Kahraman, a.g.e., s. 2; Nusret Çetin/H. Ebru Töremiş, "Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği", GÜHFD 2008, Prof. Dr. Atilla Özer'e Armağan, C. XII, S. 1-2, s. 77-102.

<sup>270</sup> Tanör, 1. Cilt, s. 253.

kararının amaçladığı sonuca ulaşılmıştır<sup>271</sup> ve aracı kurum ile aracı kuruluş terimlerinin aynı anlamda kullanılmalari söz konusu olmuştur<sup>272</sup>.

Daha önce de ifade edildiği üzere, yürürlükteki 6362 sayılı SerPK ile AB mevzuatı temel alınarak, sermaye piyasası kurumuna dayalı düzenleme yerine sermaye piyasası faaliyetine dayalı düzenleme yapılması benimsenmiştir. Yatırım hizmet ve faaliyetlerinin SPK'dan izin almak suretiyle yatırım kuruluşları tarafından yerine getirileceği düzenlenmiştir. Yatırım kuruluşu kavramı, aracı kurumlar ile yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları ve bankalardan oluşmaktadır (SerPK m. 3/1-v).

### **3. Bankaların Yürütebileceği Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri**

SerPK'nın tasarı görüşmeleri aşamasında bankaların yürütebilecekleri yatırım hizmet ve faaliyetleri büyük tartışma konusu olmuş, bankaların sermaye piyasası faaliyetleri yürütmemesi görüşü gündeme gelmiş, sonrasında bu görüşe yöneltilen eleştiriler nedeniyle bankaların yürütebilecekleri sermaye piyasası faaliyetlerini SPK'nın düzenlemesi gerektiği görüşü ağırlık kazanmıştır. Nihayetinde ise kanunda düzenleme yapılması yoluna gidilerek SerPK'nın 39. maddesine son bir fıkra eklenerek bankaların yürütebilecekleri yatırım hizmet ve faaliyetleri belirtilmiştir<sup>273</sup>.

III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşları Tebliği, yatırım kuruluşlarını, başka bir deyişle aracı kurumlar ve bankaların birlikte tabi oldukları hükümleri ya da sadece aracı kurumların tabi oldukları hükümleri düzenlemektedir. Örneğin anılan tebliğde, kuruluş, ortaklık yapısı değişikliği, ticaret unvanları, dışarıdan hizmet alımı konularında sadece aracı kurumlara ilişkin düzenlemeler söz konusuysen; müşterilerle çerçeve sözleşme imzalanması, müşterilerin sınıflandırması, personelde aranan şartlar vb. konularında hem aracı kurumlara hem de bankalara yönelik düzenlemeler mevcuttur.

Bankalar da aracı kurumlar gibi bir yatırım kuruluşu olsalar da bankaların gerçekleştirebileceği yatırım hizmet ve faaliyetleri sınırlıdır. SerPK m. 39/9 hükmünde bankalar tarafından yürütülebilecek yatırım hizmet ve faaliyetleri ayrıca düzenlenmiştir.

<sup>271</sup> Tanör, I. Cilt, s. 252, 253.

<sup>272</sup> İnceoğlu, s. 22.

<sup>273</sup> Çetin, Bankalar, s. 708.

Ayrıca SPK'nın III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1 sayılı Tebliğ) ve III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1 sayılı Tebliğ) ile de yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler yaptığı görülmektedir<sup>274</sup>.

5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun "Tanımlar ve Kısaltmalar" başlıklı 3. maddesinde banka, mevduat ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankaları olarak tanımlanmıştır. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'na göre mevduat bankası, kendi nam ve hesabına mevduat kabul etmek ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini ifade eder. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'na göre katılım bankası ise özel cari ve katılma hesapları yoluyla fon toplamak ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubeleridir. Kalkınma ve yatırım bankası, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'na göre mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında, kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlarla kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubeleri olarak tanımlanmaktadır (5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 3). Yatırım hizmet ve faaliyetlerinin yürütülmesi açısından SerPK'da mevduat bankaları ile katılım bankaları aynı hükümlere tabi tutulmaktadır<sup>275</sup>.

Bankalar, kuruluş ve faaliyetlerinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'na tabi olmakla birlikte SerPK m. 136/5 hükmü uyarınca sermaye piyasası mevzuatının izin verdiği sermaye piyasası hizmet ve faaliyetlerinde bulunurken, bu faaliyetleriyle sınırlı olmak üzere SerPK hükümlerine ve dolayısıyla SPK denetimine tabidirler (SerPK m. 136/5).

SerPK m. 39/9 hükmüne göre bankalar,

- Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi,
- Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi,

<sup>274</sup> SerPK m. 39/9 hükmü gereği bankaların aracılık faaliyetinde bulunabilmesi için bir sınırlama yapılmamıştır. III-37.1 sayılı Tebliğ ile bankalar yatırım ve kalkınma bankaları ve mevduat ve katılım bankaları olarak ayrılıp her bankanın yapabileceği yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin sınırlandırmalar getirilmiştir. Oysa, yatırımcının korunması amacıyla bu sınırlandırmanın kanunla getirilmesi yerinde olurdu.

<sup>275</sup> Çetin, Bankalar, s. 712.

- Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı,
- Sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması,
- Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunması konularında hizmet sunabileceklerdir.

Yatırım ve kalkınma bankaları ise bu faaliyetlere ek olarak,

- Portföy yöneticiliği,
- Yatırım danışmanlığı,
- Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi,
- Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi faaliyetlerini de yürütebilecektir.

Görüldüğü üzere SerPK uyarınca, halka arza aracılık hizmeti yalnızca yatırım ve kalkınma bankaları tarafından sunulabilirken<sup>276</sup> alım satım aracılık hizmeti her tür banka tarafından sunulabilir. Başka bir deyişle, Kanuna göre, yatırım ve kalkınma bankaları, her türlü yatırım hizmet ve faaliyetini III-37.1 sayılı Tebliğ'deki kısıtlamalara uygun olarak yürütebilirken, mevduat bankaları ile katılım bankaları hiçbir surette halka arz aracılığı yapamaz.

Alım-satım aracılık faaliyeti açısından III.37-1 sayılı Tebliğ uyarınca tüm bankalar, Kurul'dan izin alarak kaldıraçlı işlemler hariç olmak şartıyla emir iletimine aracılık faaliyetinde bulunabilirler (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 12).

Mevduat ve katılım bankaları işlem aracılığı faaliyetini ancak paylar, kaldıraçlı işlemler ile pay endekslerine ya da paylara dayalı türev araçlar haricindeki sermaye piyasası araçları üzerinden yapabilirler (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 17). Mevduat ve katılım bankaları portföy aracılığı faaliyetini ise ancak paylar, kaldıraçlı işlemler ile paylara dayalı

---

<sup>276</sup> ESerPK'nın uygulanmasına ilişkin olarak çıkarılan ve şu anda yürürlükte olmayan Seri:V No:46 Sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ m. 5 hükmünde de yalnızca mevduat kabul etmeyen yatırım ve kalkınma bankalarının ihraç ve halka arz faaliyetlerini yürütebilecekleri düzenlenmiştir.

türev araçlar dışındaki sermaye piyasası araçları üzerinde gerçekleştirebilirler (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 21)<sup>277</sup>.

Yatırım ve kalkınma bankalarının ise pay piyasasında aracı kurumlar gibi işlem yapması açısından bir fark bulunmamakla birlikte, halka açık olmayan bir aracı kurumun tüm faaliyet izinlerinin iptali için talepte bulunarak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmesi şartı öngörülmüştür<sup>278</sup> (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 17/2; III.37-1 sayılı Tebliğ m. 22/2).

Esasen ülkemizde, genel uygulamanın aksine sermaye piyasasının temel oyuncusu bankalar değil aracı kurumlar olarak kabul edilmektedir<sup>279</sup>. Borsadaki pay piyasasında borsa üyesi olan aracı kurumların alım satım aracılık işlemi yapabilmesi nedeniyle aracı kurumların sermaye piyasasındaki varlıkları gelişmiştir<sup>280</sup>. Ancak sermaye piyasası mevzuatında 14.01.2016 tarihinde 29593 sayılı Resmi Gazete’de yapılan değişiklik ile yatırım ve kalkınma bankalarının da pay piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmasına olanak tanınmış ve yatırım ve kalkınma bankaları ile aracı kurum arasındaki fark ortadan kaldırılmıştır (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 17/1-b). Mevduat bankaları ise paylar, kaldırılacak işlemler ile pay endekslerine ya da paylara dayalı türev araçlar hariç olmak üzere sermaye piyasası araçları üzerinde aracılık faaliyetlerinde bulunabileceklerdir (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 17/1-b). Ancak, yatırım ve kalkınma bankalarının III.37-1 sayılı Tebliğ m. 17/1-b hükmü uyarınca paylar ile pay endekslerine ya da paya dayalı türev araçlar üzerinde işlem aracılığı ya da portföy aracılığı faaliyetinde bulunabilmeleri, ancak halka açık olmayan bir aracı kurumun tüm faaliyet izinlerinin iptali için talepte bulunarak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmesi şartıyla mümkündür (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 17/2; III.37-1 sayılı Tebliğ m. 22/2)<sup>281</sup>. Dolayısıyla, her ne kadar 14.01.2016 tarihinde 29593 sayılı Resmi Gazete’de yapılan değişiklik ile yatırım ve kalkınma bankaları ile aracı kurum arasındaki, pay piyasasında işlem yapmaya ilişkin fark ortadan kaldırılmış gibi görünse de

<sup>277</sup> İşlem aracılığı ve portföy aracılığı faaliyetlerinin sermaye piyasası araçları bazında hangi bankalar tarafından gerçekleştirilebileceğine ilişkin tablo için bkz. III.37-1 sayılı Tebliğ EK-1 ve EK-2.

<sup>278</sup> Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber, s. 49. Bu şartın öngörülmesinin nedeni, bankaların, ancak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmek isteyen bir aracı kurumun yetki belgelerini devralarak sermaye piyasasında işlem yapmasını sağlamak ve dolayısıyla bankaların sermaye piyasasını domine etmesinin önüne geçmektir.

<sup>279</sup> Bunun sebebi ise, ülkemizde pay piyasasının sermaye piyasasında önemli bir yer kaplıyor olması ve mülga Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ m. 5 hükmü uyarınca pay piyasasında bankaların faaliyet göstermiyor olmasıydı, **Çetin**, Bankalar, s. 712.

<sup>280</sup> **Çetin**, Bankalar, s. 712.

<sup>281</sup> Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber, s. 49.



yatırım ve kalkınma bankalarının pay piyasasında işlem aracılığı ve portföy aracılığı yapması, ancak halka kapalı bir aracı kurumun yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmesi şartına bağlanmıştır<sup>282</sup>.

#### 4. Aracı Kurumun Kuruluş Şartları

Tüm yatırım kuruluşları esasında birer güven kuruluşudur<sup>283</sup>. Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili hizmet sunan yatırım kuruluşlarının hizmetleri de tıpkı para piyasasında bankaların hizmetleri gibi<sup>284</sup> güvene dayalı hizmetlerdir. Çünkü, bankalar gibi yatırım kuruluşları da bir izne dayanarak icra ederler ve bu sebeple toplum tarafından bu kuruluşlara karşı “özel bir güven durumu” söz konusudur<sup>285</sup>. Dolayısıyla, yatırım kuruluşu olan aracı kurumun kuruluş şartlarına ilişkin öngörülen hükümlerin arkasında daima yatırımcının korunması saiki vardır. Yatırımcının korunması amacı nedeniyle SerPK tarafından aracı kurumların kuruluşuna ilişkin şartlar özel olarak düzenlenmiştir. Çünkü, aracı kurumların faaliyetlerine düzgün şekilde devam edecek mali güce sahip gerekli kurumsal ve şeffaf yapıda olması yatırımcının korunması açısından önemlidir.

Aracı kurumların kuruluş şartları ve kurucularında bulunması gereken özellikler<sup>286</sup>, Kanun’un, ‘Yatırım Kuruluşları’ başlıklı üçüncü bölümünde düzenlenmiştir. SerPK m. 43 hükmü uyarınca aracı kurumların kuruluşuna Kurulca izin verilebilmesi için gerekli şartlar belirlenmiştir. Bu şartlar şunlardır:

a) Aracı kurumlar anonim ortaklık şeklinde kurulurlar. Kanun, aracı kurumların anonim ortaklık şeklinde kurulmasını öngörerek hem sermaye ile sınırlı sorumluluğu sağlamayı hem de tüzel kişiliğe sahip ortaklık yapısıyla piyasaya güveni pekiştirmeyi amaçlamıştır<sup>287</sup>. Ancak aşağıda da açıklanacağı üzere aracı kurumlar TTK’da kuruluş

<sup>282</sup> Bu hükmün öngörülme nedeni, bankaların, ancak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmek isteyen bir aracı kurum söz konusu olduğu durumda onun yetki belgelerini devralmasını sağlamak, bir aracı kurum sermaye piyasasından çekilmeden bir bankanın sermaye piyasasında faaliyet göstermek üzere rol almasını önlemek ve böylece para piyasası aktörlerinden bankaların sermaye piyasasını da kontrol etmesinin önüne geçmektir.

<sup>283</sup> **Turanboy**, Yatırım Kuruluşları, s. 88-90.

<sup>284</sup> Ahmet **Battal**, “Bankacılık İşlemlerinde İspat Usulü ve Delil Sözleşmeleri”, BATİDER 1997, C. XIX, S. 2, s.132; Ahmet **Battal**, Güven Kurumu Nitelendirmesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2001, s. 11 vd.

<sup>285</sup> Veysel **Başpınar**, Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu, Ankara 2004, s. 166.

<sup>286</sup> Anonim ortaklıkta kurucu vasfı için bkz. Necla **Akdağ Güney**, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'na göre Anonim Şirketlerde Kuruluş, İstanbul 2014, s. 55.

<sup>287</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 37: ABD’de aracı kurumların yürüttükleri faaliyetler “investment bankers” olarak adlandırılan gerçek kişi araçları tarafından da yürütülebilirse de yazar haklı olarak gerçek kişi aracı kurum modelinin Türkiye’ye uygun olmadığı zira, gerçek kişilerin mali bakımdan yeterli güvence oluşturmadığı görüşündedir.

şartları belirlenen alelâde bir anonim ortaklıktan farklı özelliklere sahip olmalıdır<sup>288</sup>. Zira, alelâde bir anonim ortaklıktan farklı olarak aracı kurumlar yatırımcılarla çalışmakta olup SerPK'nın öncelikli amacı da yatırımcıların korunmasıdır.

b) Aracı kurumların paylarının tamamının nama yazılı olması gerekir. Kanun, aracı kurumlara TTK'da anonim ortaklıklar için bulunmayan bir sınırlama getirmiştir. TTK m. 484 hükmüne göre pay senetleri hamiline veya nama yazılı olur. Bedelleri tamamen ödenmemiş paylar için pay senetleri bastırılamaz. Dolayısıyla, bedellerinin tamamen ödenmiş olması şartı sağlandığı takdirde ortaklık dilerse nama yazılı pay senedi dilerse de hamiline yazılı pay senedi bastırabilir (TTK m. 486). Aracı kurumlar için ise TTK'da öngörülmeleyen bir kısıtlama getirilerek aracı kurumların paylarının tamamının nama yazılı olması gerektiği öngörülmüştür. Böylece aracı kurum anonim ortaklığının payları hamiline yazılı olamayacaktır. Bunun nedeni, aracı kurum ortaklarının bilinmesi arzusudur<sup>289</sup>. Zira, nama yazılı pay senedi sahibi ortakların isimleri, soyisimleri, ticaret unvanları ve yerleşim yerleri şirket pay defterine kaydedilmekte olup nama yazılı pay senedi sahipleri bilinmektedir (TTK m. 487/2). Oysa, hamiline yazılı pay senetleri sahipleri için böyle bir zorunluluk söz konusu değildir. Bunun yanında, hamiline yazılı pay senetlerinin devri hiçbir sınırlandırmaya tabi olmaksızın devredilmekte, bu paylar için bağlam öngörülememekte, dolayısıyla bu senetlerin kimlerin eline geçtiği bilinmemektedir (TTK m. 489).

Esasen, aracı kurum kurucularının ve sonraki pay sahiplerinin aşağıda inceleyeceğimiz, sermaye piyasası faaliyetlerini gerçekleştirebilecek mali güçte ve dürüstlükte olmalarını sağlayan birtakım özelliklere sahip olmaları aranmıştır. Kurucuların ve pay sahiplerinin bu özelliklere sahip olduklarının SPK tarafından tespiti aracı kurumun kuruluş şartlarındandır. Elbette ki, bu tespitin yapılabilmesi için aracı kurum kurucularının ve sonraki pay sahiplerinin bilinmesi zorunludur. Bu da ancak nama yazılı pay senetleri

---

<sup>288</sup> **Turanboy**, Yatırım Kuruluşları, s. 89.

<sup>289</sup> Esasen dünyada, hamiline yazılı anonim ortaklık paylarının sınırlandırılmasına ilişkin yükselişte olan bir yaklaşım mevcuttur. Nama yazılı paylarla anonim ortaklık pay sahiplerinin kimliklerinin tespit edilebilmesi yoluyla terörün finansmanı ve kara paranın aklanması suçu önlenmeye çalışılmaktadır. Zühtü **Aytaç**, "İsviçre Hukukunda Anonim Şirket Pay Sahiplerinin Pay Edinimlerinde Bildirim Yükümlülüğüne İlişkin Yeni Düzenlemeler ve Konunun Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi", Prof. Dr. Seza Reisoğlu Armağanı, 2016/XII, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2016, s. 59-60. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Muharrem **Tütüncü**, "Anonim" Şirketin Sonu: Hamiline Yazılı Pay Senetleri İçin Öngörülen Yeni Düzenlemeler", İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 16, S. 2, Temmuz 2017, s. 750 vd.

yoluyla sağlanabilir. Zira, aracı kurum anonim ortaklığı hamiline yazılı pay senetleri çıkardığı durumda bu senetlerin sahipleri anonim olarak kalacaktır<sup>290</sup>.

Şirketin pay sahipleri hamiline yazılı pay sahipleri olup kim oldukları bilinmediğinde, başka bir deyişle “anonim” olduklarında, bu “anonimlik” özelliği nedeniyle şirket paylarının mali ve şahsi itibardan yoksun şahısların elinde toplanması durumu meydana gelebilecektir. Bu da, şirketin kötü yönetilmesinin<sup>291</sup> ve dolayısıyla da şirket alacaklılarının ve bu şirketin aracı kurum olduğu varsayımında aracı kurumdan yatırım hizmet ve faaliyeti satın alan yatırımcıların zarara uğramasına neden olabilecektir. İşte bu sebeplerle benzer düzenleme, aracı kurumlar gibi bir güven kurumu olan bankalar açısından da söz konusudur. Bankacılık Kanunu m. 7/1-b hükmü uyarınca bankaların kuruluş şartları arasında paylarının tamamının nama yazılı olması şartı vardır.

SerPK m. 43'te, nama yazılı pay senetleri bastırılması ile ilgili özel bir düzenleme olmadığı için TTK m. 486/3 hükmüne gidilecektir. Azınlığın<sup>292</sup> talebi üzerine nama yazılı pay senetleri bastırılıp dağıtılacaktır.

c) Aracı kurumların paylarının nakit karşılığı çıkarılması gerekir<sup>293</sup>. TTK m. 127 ve m. 342 uyarınca bir anonim ortaklığa sınırlı aynî hak, haciz ve tedbirle takyit edilmemiş, kişisel emek malvarlığı hakları ile ticari itibar, vadesi gelmemiş alacaklar haricinde her türlü malvarlığı unsuru anonim ortaklığa sermaye olarak getirilebilirken, bir anonim ortaklık olan aracı kurumun paylarına yalnızca nakden ödeme koşulu getirilmiştir. Bunun nedeni, aracı kuruma taşınır ve taşınmaz mallar, fikrî mülkiyet hakları gibi malvarlığı unsurlarının konulduğu durumda sermayenin değerlemesi ve aracı kurumun mülkiyetine geçirilmesi hususlarında ortaya çıkabilecek tehlikelerin önlenmesidir<sup>294</sup>. Bu sebeple, benzer düzenleme bankaların kuruluş şartları açısından da öngörülmüş olup bankaların paylarının da nakit karşılığı çıkarılması gerekmektedir (Bankacılık Kanunu m. 7/1-b).

<sup>290</sup> **Tütüncü**, s. 751.

<sup>291</sup> **Aytaç**, Bildirim Yükümlülüğü, s. 86.

<sup>292</sup> TTK m. 411 hükmü uyarınca, azınlık pay sahiplerinin halka kapalı ortaklıklarda sermayenin en az onda birini, halka açık ortaklıklarda ise sermayenin en az yirmide birini temsil etmesi gerekmektedir.

<sup>293</sup> EserPK m. 33 hükmü, SerPK m. 43 hükmünden farklı olup payların değil pay senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması gerektiğini belirtmişti. EserPK döneminde, pay senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması öngörüldüğü için doktrinde esasen payların (çıplak payların) ayın karşılığında çıkarılabileceği zira paylar senede bağlanmadıkça ayın sermaye konulması yasağının geçerli olmayacağı savunulmaktaydı, bkz. **Ünal O. K.**, Aracı Kurumlar, s. 86; Oğuz **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, İstanbul 1989, s. 62, 84. Şu anda kanun hükmü açıkça pay senetlerinin değil payların nakit karşılığı çıkarılmasını öngördüğü için aracı kurumlara ayın sermaye konulması ihtimali artık ortadan kalkmıştır.

<sup>294</sup> **Ünal Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 29; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 44.

ç) Aracı kurumların sermayelerinin Kurulca belirlenen miktardan az olmaması gerekir. Aracı kurumlar için asgari sermaye öngörülmüştür. Bunun nedeni, sermaye piyasasında yalnızca belirli seviyenin üzerinde mali güce sahip anonim ortaklıkların faaliyet göstermesinin sağlanmasıdır. Asgari sermaye şartı, sadece aracı kurumun kuruluşunda değil faaliyet gösterdiği sürece yerine getirilmelidir<sup>295</sup>.

Aracı kurumlar, III.37-1 sayılı tebliğ m. 8 uyarınca dar yetkili, kısmi yetkili ve geniş yetkili aracı kurumlar olarak gruplandırılmakta ve her bir gruba giren aracı kurumun özsermaye tutarları Kurul tarafından belirlenmektedir. 2018 yılı itibariyle, dar yetkili aracı kurumlar 2.196.298 TL, kısmi yetkili aracı kurumlar 10.981.493 TL, geniş yetkili aracı kurumlar ise 27.453.733 TL özsermayeye sahip olmalıdır<sup>296</sup>. Böylelikle, sermayenin korunması özsermayenin asgari oranının belirlenmesi yoluyla gerçekleştirilmekte ve aracı kurumların maliî yetersizliğe düşmelerinin önüne geçilmeye çalışılmaktadır.

d) Aracı kurumların anasözleşmelerinin SerPK ve ilgili mevzuattaki düzenlemelere uygun olması gerekir. Anasözleşmelerin yalnızca SPK tebliğlerine değil SPK tarafından alınan kararlara da uygun olması lazımdır<sup>297</sup>. Elbette ki, bir anonim ortaklık şeklinde kurulan aracı kurumun anasözleşmesinin öncelikle TTK m. 339 hükmüne uygun şekilde tanzim edilmesi gerekir. Aracı kurum halka açık anonim ortaklık değilse SerPK’da halka açık anonim ortaklık anasözleşmeleri için öngörülen şartları sağlamasına gerek olmayacak, yalnızca aracı kurumlara ve aracılık faaliyetlerine ilişkin şartları taşıması yeterli sayılacaktır<sup>298</sup>.

Aracı kurumların, anasözleşmelerinde yer alacak ticaret unvanlarının çekirdek kısmında “menkul değerler” ya da “menkul kıymetler” ibarelerinden birinin bulunması zorunlu kılınmıştır. Bu zorunluluğun amacı, aracı kurumların yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunduğu dış dünyaya yansıtılmasıdır. Geniş yetkili aracı kurumların ise “yatırım menkul değerler” veya “yatırım menkul kıymetler” ibarelerini kullanmasına izin verilmiştir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 7/1). Zira, geniş yetkili aracı kurumlar portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetlerinin hepsini ya da bunlardan herhangi birini yürütebilen aracı kurumlardır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 8/1-c).

<sup>295</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 44.

<sup>296</sup> Bkz. 03.01.2019 tarihli, 2019/1 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu bülteni. Rakamlar, 31.12.2019 tarihine kadar geçerlidir.

<sup>297</sup> **Günal**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri, s. 270.

<sup>298</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 46.

Aracı kurumlar, işletme adı veya marka kullanmak isterlerse SPK'dan izin almalıdırlar. Aracı kurumlar, yazılı ya da görsel basın-yayında yer alacak tüm ilan ve reklamlar ile yazışmalarında işletme adları ile birlikte ticaret unvanlarını da kullanmalıdırlar (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 7/2,3).

Aracı kurumların ticaret unvanı değişiklikleri de sınırlandırılmıştır. Bir aracı kurumun ticaret unvanı yalnızca yönetimdeki çoğunluğun değişmesine sebep olan şekilde pay sahipliği değişmiş ise bu pay sahipliğindeki değişmeyi göstermek ya da ticaret unvanı için öngörülen yasal şartları sağlamak amacıyla değiştirilebilir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 7/4).

SerPK m. 44/3 ve III-39.1 sayılı Tebliğ m. 8/3 uyarınca, aracı kurumların anasözleşme değişikliklerinde de SPK'ya bildirimde bulunmaları ve SPK'nın uygun görüşünü almaları gereklidir. Anılan kanun ve tebliğ hükmü, TTK m. 333 ile çelişmektedir. Zira, TTK m. 333 hükmü Gümrük ve Ticaret Bakanlığınca yayımlanacak tebliğle<sup>299</sup>, faaliyet alanları belirlenip, ilan edilecek anonim şirketler Gümrük ve Ticaret Bakanlığının izni ile kurulacağını, bu şirketlerin anasözleşme değişikliklerinin de anılan Bakanlığın iznine bağlı olacağını, bunun dışında hukuki konumu, niteliği ve işletme konusu ne olursa olsun bir anonim ortaklığın kuruluşu ve esas sözleşme değişikliklerinin herhangi bir makamın iznine bağlanamayacağını düzenlemektedir. Esasen, normlar hiyerarşisi uyarınca tebliğ hükmü kanun hükmüyle çeliştiğinde kanun hükmünün uygulanması gereklidir. Ancak, hem SerPK m. 44/3 hükmü özel kanun olduğu için<sup>300</sup> hem SerPK m. 2/2 hükmü hem de TTK m. 330 hükmü karşısında SPK tebliğleriyle kanun hükmü çeliştiğinde normlar hiyerarşisinden sapılması mümkündür<sup>301</sup>. Bu sebeple, aracı kurumların anasözleşme değişikliklerinin SPK'nın uygun görüşüne tabi olduğu kanaatindeyiz.

e) Aracı kurumların kurucularının SerPK ve ilgili mevzuattaki şartları haiz olması gerekir.

<sup>299</sup> “Anonim ve Limited Şirketlerin Sermayelerini Yeni Asgari Tutarlara Yükseltmelerine ve Kuruluşu ve Esas Sözleşme Değişikliği İzne Tabi Anonim Şirketlerin Belirlenmesine İlişkin Tebliğ”, 15.11.2012 tarihli ve 28468 sayılı RG'de yayınlanmıştır. Tebliğ m. 5 uyarınca sermaye piyasası kanununa tabi şirketlerin kuruluşları ve anasözleşme değişiklikleri de de Bakanlığın iznine bağlıdır.

<sup>300</sup> Aynı görüşte bkz **Manavgat**, TTK Tasarısı, s. 530-531.

<sup>301</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Birinci Bölüm, § 2, IV, C.

SerPK’da, yatırımcıların korunması açısından aracı kurumların kurucu ortaklarının daha önce belirli suçları işlememiş olması ya da daha önce bir aracı kurumun mali yetersizliğe düşmesine sebep olmamış olması gibi belirli şartları haiz olması gerektiği düzenlenmiştir<sup>302</sup>.

Kurucuların yeterli mali güce ve aracılık işinin görülmesi için gereken dürüstlük ve itibara sahip olması ise kurucularda aranan olumlu şartlardandır.

III-39.1 sayılı Tebliğ m. 6 hükmünde bu şartlara ek başka şartlar da öngörülmüştür. Buna göre, aracı kurum kurucu pay sahibi bir tüzel kişi ise tüzel kişinin önemli etkiye sahip pay sahipleri de yukarıda öngörülen şartları taşımalıdır. Böylece, tüzel kişilik perdesi arkasına saklanılarak öngörülen şartlardan kaçınılması önlenmeye çalışılmıştır.

Aracı kurumun kuruluşundan sonra ortaklık yapısının değiştiği durumda da aracı kurum pay sahibi olacak gerçek ve tüzel kişilerde ve aracı kurumda önemli etkiye sahip tüzel kişi pay sahibinin kendisinin önemli etkiye sahip pay sahiplerinde de bu şartların varlığı aranacaktır. Görüldüğü üzere, esasen kuruculara ilişkin öngörülen bu şartlar yalnızca kurucu pay sahipleri için değil aracı kurumun tüm pay sahipleri için aranmaktadır.

Söz konusu şartların yalnızca kurucularda ya da pay sahiplerinde aranması yatırımcıların korunması açısından yeterli görülmemektedir<sup>303</sup>. Nitekim, III-39.1 sayılı Tebliğ m. 9 hükmünde, aracı kurum kurulduktan sonra faaliyet izni alabilmesi için aracı kurumdaki yönetici, müfettiş, ihtisas personeli, risk yönetim elemanı, iç kontrol elemanı gibi personelin 6. maddede kurucu ortaklara ilişkin aranan şartları, gerekli mali güç şartı haricinde sağlaması ve işlem yasaklı da olmaması gerektiği düzenlenmiştir. Aracı kurumun

---

<sup>302</sup> Kurucularda aranan olumsuz şartlar, kurucuların, müflis olmaması, konkordato ilan etmiş olmaması ya da hakkında iflâsın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması, faaliyet izinlerinden biri Kurul’ca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması, SerPK’da yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkûmiyetinin bulunmaması, 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması, 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflâs, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan mal varlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmamasıdır, bkz. SerPK m. 44.

<sup>303</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 47.

kuruluşu veya aracı kurumdaki pay oranının artması sonucuna sebep olacak pay sahipliği yapısı değişikliğine ilişkin başvurularda pay sahiplerinin işlem yasaklı olmamaları da ayrıca aranır. Aracı kurumun, ortaklarının bu hükümde sözü edilen durumlarında bir değişiklik meydana gelmesi halinde bunu 3 iş günü içinde SPK'ya bildirmeleri gerekir. Böylece, aracı kurumun, ortaklarının pay devirlerinin değerlendirilerek III-39.1 sayılı Tebliğ m. 6'da öngörülen sınırlandırmalara girip girmediğinin tespit etmesi ve giriyorsa bunu SPK'ya bildirmesi gerekir.

f) Aracı kurumların ortaklık yapılarının şeffaf ve açık olması gerekir.

Yatırımcıların korunması açısından SerPK aracı kurumların ortaklık yapılarının şeffaf ve açık olmasını aramaktadır.

Sayılan tüm bu şartlara ilaveten SPK, aracı kurumun mali durumu açısından teminat yatırmasını gerekli görebilir<sup>304</sup>. Bu durumda aracı kurum nakit, kamu borçlanma aracı, kira sertifikası<sup>305</sup>, Türkiye'de kurulu ve aracı kurumun sermayesinde veya yönetiminde doğrudan ya da dolaylı ilişkisi olmadığı bir bankadan alacağı teminat mektubu<sup>306</sup> veya aracı kurumun kurucusu olmadığı yatırım fonu katılma payları şeklinde gösterebileceği bir teminatın Takasbank'ta ilgili SPK kararında gösterilen süre boyunca bloke edilmesini ister (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 70). Bu süre, SPK'nın gerekli gördüğü durumlarda uzatılabilir.

Aracı kurum kurucularının, SerPK ve ilgili mevzuatta öngörülen bu kuruluş şartlarına uygun şekilde gerekli belgeler ile SPK'ya başvuruda bulunması gerekmektedir. SPK gerekli gördüğü durumda başka ek belge ve bilgiler de talep edebilir.

## 5. Aracı Kurumun Faaliyet İzni Alma Şartları

Aracı kurumların, SerPK ve ilgili mevzuatta öngörülen kuruluş şartlarını yerine getirmeleri, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunabilmeleri için tek başına yeterli değildir. Daha önceden de belirtildiği gibi aracı kurumlar güven ilişkisine dayalı hizmet

<sup>304</sup> Bu konuda ayrıntılı bilgiler aşağıda İkinci Bölüm, § 2, II, I başlığı altında mevcuttur.

<sup>305</sup> Sukuk olarak da adlandırılan kira sertifikaları, İslâm dinindeki faize ilişkin yasaklardan ötürü faize dayalı bankacılık sisteminde tasarruflarını değerlendirmeyen kişilerin bu tasarruflarının ekonomiye kazandırılması amacıyla faizsiz sisteme dayalı geliştirilmiş bir finansal üründür. Ayrıntılı bilgi için bkz. Erdal **Yılmaz**, Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ocak/2014, s. 82. Kira sertifikaları, 28.03.2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun kapsamında ihraç edilir.

<sup>306</sup> Recep **Önal**, "Sermaye Piyasasında Aracı Kuruluşlar", Türkiye'de Sermaye Piyasası Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul 1984, s. 192.

yürüten yatırım kuruluşları kapsamında olduğundan aracı kurumların tüzel kişilik kazanmalarından sonra faaliyete geçebilmeleri için yeni baştan izin almaları Kanun'da öngörülmüştür<sup>307</sup>. Aracı kurumların yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütebilmeleri için kuruluş izni aldıktan sonra 6 ay içerisinde faaliyet izni de almaları gerekir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 17/1). Aksi halde aracı kurumun faaliyet izni alma hakkı düşer. SPK gerekli görürse 6 aylık süreyi toplamda 1 yılı aşmamak üzere uzatabilir. Eğer SPK aracı kurumun yürütmek istediği yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetlere ilişkin mevzuatta öngörülen şartları taşıdığına kanaat getirirse faaliyet iznini ve aracı kurumun gerçekleştirebileceği yatırım hizmet ve faaliyetlerini gösteren yetki belgesi verir. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 9'da, aracı kurumun faaliyet izni alabilmesi için taşıması gereken şartlar gösterilmiştir<sup>308</sup>.

Aracı kurumlar, SerPK'da öngörülen genel ve özel şartları sağladıklarını gösteren belgeler ve SPK tarafından istenebilecek diğer bilgi ve belgeler ile birlikte bir dilekçe ile SPK'ya faaliyet izni başvurusunda bulunur. SPK başvuruları inceleyip en geç 6 ay içinde karar alır ve kararı aracı kuruma bildirir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 17/4).

SPK başvuruları ayrı ayrı inceleyerek uygun görmesi durumunda aracı kurumun yürütebileceği yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini içeren tek bir yetki belgesi verir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 17/5). ESerPK'da aracı kurumlara hangi sermaye piyasası aracının alım satımına aracılık ettiklerine bağlı olarak ayrı yetki belgeleri düzenlenip verilmekteydi. Örneğin, menkul kıymet, türev araç ya da kaldıraçlı alım satım işlemine aracılık edilmesine

<sup>307</sup> **Turanboy**, Yatırım Kuruluşları, s. 89.

<sup>308</sup> Bu şartlar şu şekildedir: Kuruluş şartlarının ve faaliyet şartlarının bunlara ilişkin izinler alındıktan sonra da faaliyetler süresince kaybedilmemesi gerekir. Asgari kuruluş sermayesinin nakden ve tamamen ödenmiş olmalıdır. Tercih edilen hizmetler ve faaliyetlere göre SPK'nın sermaye yeterliliği ilişkin düzenlemelerinde öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmelidir. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 10'da sayılan şartları haiz bir organizasyon yapısı oluşturulmalıdır. Bu şartlar, aracı kurumun görülecek yatırım hizmet ve faaliyeti için uygun ve çıkar çatışmalarını önleyecek şekilde kurumsal yapısının oluşturulması, hizmet birimlerinin oluşturulması, yeterli mekân ve teknik altyapının hazırlanması ve mevzuatta öngörülen şartları taşıyan birim yöneticisi ile yeterli sayıda personelin istihdam edilmiş olması, aracı kurumun Kurul'un aradığı uygun iç denetim sistemine sahip olması, uygun belge ve kayıt düzeninin sağlanması gibi şartlardır. Çalışacak personele ilişkin olarak III-39.1 sayılı Tebliğ'in 13. maddesindeki şartlar sağlanmalıdır. Bu şartlar, aracı kurumda çalışan personele ilişkin şartlardır. Aranılan şartlardan biri de aracı kurumların kurucu ortaklarında III-39.1 sayılı Tebliğ'in 6. maddesi uyarınca aranılan şartları, mali güç şartı hariç olmak üzere taşımasıdır. Görüldüğü üzere, SerPK m. 44 uyarınca kurucular ve SerPK m. 45/2 uyarınca yatırım kuruluşu yöneticilerinde aranılan şartlar anılan tebliğ ile genişletilerek diğer personel için de öngörülmüştür. Genel müdür ve yardımcılara ilişkin III-39.1 sayılı Tebliğ'in 14. maddedeki şartların sağlanması gerekir. Buna göre, aracı kurum genel müdür ve genel müdür yardımcılarının mali piyasalar veya işletmecilik alanında en az 7 yıllık mesleki tecrübeye ve işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması gerekir. Faaliyetlerin sağlıklı şekilde yürütülmesini temin etmek için gerekli bilgi işlem altyapısı oluşturulmalıdır. Aracı kurum nezdinde bulunan varlıklara ilişkin sigorta dahil olmak üzere gerekli güvenlik önlemleri alınmalıdır. Mevzuatta öngörülen teminatlar varsa bunlar tesis edilmiş olmalıdır. Bkz. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 9.



göre ayrı belgeler düzenlenmekteydi. Şu anda ise alınmış faaliyet izinlerinin hepsini gösteren şekilde tek bir yetki belgesi verilmektedir<sup>309</sup>.

Bir aracı kurum, ancak bu yetki belgesinin alınması ile yatırım hizmet ve faaliyetlerine başlayabilir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 17/5). Bir yetki belgesi ile bir veya birden fazla yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunma izni verilebilir (SerPK m. 40/1; III-39.1 sayılı Tebliğ m. 17/5). SPK, sermaye piyasası aracı bazında, bir veya birden fazla yatırım hizmet ve faaliyet türü için de izin verebilir (SerPK m. 39/3).

Daha önce de belirtildiği gibi bir aracı kurum, alım satıma aracılık ve halka arza aracılık yatırım faaliyetleri münhasıran olmak üzere SerPK m. 37’de belirtilen diğer yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütebilmesinin yanı sıra SerPK m. 38’de sayılan yan hizmetleri de verebilir. Yan hizmetler, sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunulması, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması, sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması, aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetlerin sunulması, borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunulması, servet yönetimi ve finansal planlama yapılması, Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulmasıdır (SerPK m. 38). Bu yan hizmetler için aracı kurumun ayrıca bir yetki belgesi almasına gerek yoktur (SerPK m. 39/2).

Aracı kurumlar yalnızca SPK’dan aldıkları faaliyet izni ile faaliyette bulunabildikleri için SPK’nın faaliyet izni alacak aracı kurumların sayısını sınırlandırma yetkisi de bulunmaktadır. Bu bağlamda SPK, aracı kurumların toplam sayısında bir sınırlamaya gidebileceği gibi aracı kurumların faaliyet konularını dikkate alarak da sayı sınırlaması yoluna gidebilir<sup>310</sup>.

Tüm bu şartlara ek olarak, SPK gerekli gördüğü durumda faaliyet izni verilmesi için ya da faaliyet süresince meslekî sorumluluk sigortası yaptırılmasını isteyebilir (SerPK m. 39/6 ve III-39.1 sayılı Tebliğ m. 16).

Eğer bir aracı kurum yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunmak için SPK’dan izin alamamış veyahut da aracı kurumun aldığı izin sonradan iptal edilmiş ise aracı

<sup>309</sup> **Turanboy**, Yatırım Kuruluşları, s. 93.

<sup>310</sup> **Günel**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri, s. 271.

kurumun en geç 3 ay içinde anasözleşmesindeki amaç ve işletme konusunu değiştirip yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunduğu dair konulmuş ifadeler kaldırılmalıdır (SerPK m. 40/2, m. 41/2). Böylece yatırımcıların, esasen faaliyet izni olmayan bir aracı kurumun yatırım hizmet ve faaliyet izni olduğu konusunda yanlış kanaate varmaları engellenmek istenmiştir. SPK'dan faaliyet izni almayan aracı kurumlar ile aldıkları izinler iptal olanlar, bu hizmet ve faaliyetlerde bulunamazlar. Bu durum, faaliyetleri geçici olarak durdurulan aracı kurumlar için de geçerlidir.

Görüldüğü üzere, faaliyet izni için öngörülen şartlar her ne kadar faaliyet şartları olarak belirtilmişse de aynı zamanda aracı kurumun kuruluş şartlarıdır<sup>311</sup>. Zira, aracı kurum SPK'dan izin alınan yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetlere yönelik iş ve işlemler haricinde başka sınaî ve ziraî faaliyet yürütemez (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 56/1). Böylece aracı kurumların spekülâtif işlemlerde bulunması ve piyasaların yapay olarak oluşması engellenmeye çalışılmıştır<sup>312</sup>. Faaliyet izni almayan aracı kurumlar ile aldıkları faaliyet izni iptal olanlar ticaret unvanlarında veya ilân ve reklamlarında bu hizmetler ve faaliyetlerde buldukları intibamı uyandıracak hiçbir kelime veya ibare de kullanamaz (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 17/7).

Faaliyet iznini alan bir aracı kurumun, üç ay içinde Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)'ne üye olması da gerekmektedir. TSPB'nin amacı üyelerinin ortak ihtiyaçlarını gidermek, üyelerinin ve sermaye piyasalarının gelişmelerini sağlamak, yatırım hizmetleri sunma mesleğinin aradığı meslek kurallarını, özen ve disiplin gösterme kurallarını oluşturmak, üyeler arasında haksız rekabeti önlemek, SerPK'nın yetki verdiği alanlarda düzenlemeler yapmak ve disiplin cezası vermek, uyuşmazlıkların çözümünde tahkim altyapısını oluşturmaktır. TSPB bu görevleri yürüten tüzel kişiliği haiz kamu kurumu niteliğindeki bir meslek kuruluşudur (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Statüsü<sup>313</sup> m. 5). Eğer aracı kurum yetki belgesini aldığından itibaren üç ay içinde TSPB'ye üye olmamışsa aracı kurumun faaliyetleri SPK tarafından durdurulur (SerPK m. 74).

<sup>311</sup> Ünal, O. K., Aracı Kurumlar, s. 99.

<sup>312</sup> Sumer, s. 72.

<sup>313</sup> SerPK m. 75 hükmü uyarınca, Bakanlar Kurulu'nca 5.02.2014 tarihinde kararlaştırılmış, 02.04.2014 tarihli ve 28960 sayılı RG ile yürürlüğe girmiştir. TSPB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB)'nin yerine oluşturulan bir kuruluştur. TSPAKB, yalnızca aracı kurumları kapsayan bir birlik iken yapısı değiştirilmiş ve TSPB ile yalnızca aracı kurumları değil tüm sermaye piyasası aktörlerini kucaklayan ve temsil eden bir yapı oluşturulmuştur. Bkz. Genel Gerekeçe, s. 17.

## 6. Aracı Kurumun Yönetim Kurulu Üyeleri

Aracı kurumların yönetim kuruluna ve üyelerine ilişkin şartlar III-39.1 sayılı Tebliğ'in 15. maddesinde düzenlenmiştir. Aracı kurumların yönetim kurulunun en az 3 üyeden oluşması gerekir. Tüzel kişi yönetim kurulu üyeleri için tüzel kişinin temsilcisi olarak seçilen gerçek kişinin de m. 13'te personele ilişkin şartları haiz olması gerekir. Yönetim yetkisi murahhas üyelere bırakılabilir. Bu durumda en az iki murahhas üye seçilmeli ve yetkileri ve sorumlulukları açık bir biçimde belirlenmelidir. Yönetim kurulu üyelerinin kararlarında tarafsız olmalarını temin etmek adına da düzenlemeler yapılmıştır. Buna göre, yönetim kurulu üyelerinin yönetim yetkileri dahilinde alacakları kararlarda üçüncü kişilerle son 2 yıl içinde işe alma, sermaye ya da ticari olarak bir ilişki kurmamış olma ya da eş dâhil üçüncü dereceye kadar kan ve kayın hısımlığının olmama gibi şartları taşımaları gerekir. Eğer bu şartları ihlal eden bir durum söz konusuysa yönetim kurulu üyesinin bu durumu gerekçeleriyle birlikte diğer yönetim kurulu üyelerine bildirmesi ve toplantı tutanağına işlenmesini sağlaması lazımdır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 15).

## 7. Aracı Kurumun Merkez Dışı Örgütleri

Aracı kurumların merkez dışı örgütleri, şube ve irtibat bürolarından oluşur (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 42/1).

Mülga Seri:V No:46 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği m. 20 uyarınca aracı kurumun merkez dışı örgütlerinin arasında banka ya da bankalara tesis edilen acentelikler de sayılmaktaydı. Bu kapsamda, aracı kurumların bankalarla acentelik anlaşması imzalayarak bankaların aracı kurum acentesi sıfatıyla alacakları emirleri aracı kurumlara iletmesi imkânı söz konusuydu. Ancak III-39.1 sayılı Tebliğ m. 42/1 uyarınca merkez dışı örgütler arasında artık acenteler yer almamaktadır. Dolayısıyla, bu uygulama uyarınca artık aracı kurumların acentelik ilişkisi kurmaları mümkün değildir<sup>314</sup>. Mülga Seri:V No:46 sayılı Tebliğ m. 24 uyarınca acentelik faaliyeti olarak sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin alım satım emirlerinin aracı kuruma iletilmesi, gerçekleşen emirlerin tasfiyesine aracılık edilmesi, aracı kurumun halka arz faaliyetleri kapsamında taleplerin toplanması, taleplerin merkeze iletilmesi, paranın tahsili işlemleri gibi gişe hizmeti verilmesi, lehine faaliyet gösterilen aracı kurumun tanıtımının

<sup>314</sup> Evin **Kurtoğlu**, Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2015, s. 13.

yapılması faaliyetleri<sup>315</sup>, artık emir iletimine aracılık faaliyeti kapsamındadır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 11/2).

Merkez dışı örgüt kurmak isteyen aracı kurumların SPK'dan izin almaları gerekmektedir. SPK, merkez dışı örgüt kurma başvurusunda bulunan aracı kurumun faaliyetlerini ilgili yasal düzenlemelere uygun şekilde yürütebilecek nitelik ve yeterliliğe sahip olup olmadığı, mevzuatta aranan şartları yerine getirip getirmediği ve mevzuata uyum sağlama konusunda gerekli özeni gösterip göstermediği hususlarında değerlendirir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 42).

Yurtdışında faaliyet göstermek isteyen aracı kurumlar, SPK'dan izin alarak yurtdışında da şube ve irtibat bürosu açabilirler<sup>316</sup> (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 46/1). Buna ilişkin şartlar III-39.1 sayılı Tebliğ m. 47'de gösterilmiştir.

Aracı kurumun merkez dışı örgütleri için aranan şartları sağlamaması durumunda ya da merkez dışı örgütlerin mevzuata aykırı iş ve işlemlerinden doğabilecek her türlü hukukî ve cezaî sorumluluk da aracı kuruma ait olacaktır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 42/4). Böylece, yatırımcıların gerekli şartlar sağlanmadan kurulmuş merkez dışı örgütlerin hukuka aykırı davranışları nedeniyle zarar görmeleri önlenmeye çalışılmıştır.

#### **a) Şubeler**

Şubeler, aracı kurumun SPK'dan aldığı yetki belgelerinin kapsamındaki hizmet ve faaliyetlerin tamamında çalışabilen SPK'dan izin almış kuruluşlardır<sup>317</sup>. SerPK ve TTK'da bir şube tanımı söz konusu değildir. Ancak TTK m. 26 hükmünün verdiği yetkiyle kabul edilen Ticaret Sicil Yönetmeliği<sup>318</sup>, nde şube tanımı mevcut olup şube "*Bir ticari işletmeye bağlı olup ister merkezinin bulunduğu sicil çevresi içerisinde isterse başka bir sicil çevresi içinde olsun, bağımsız sermayesi veya muhasebesi bulunup bulunmadığına bakılmaksızın kendi başına sınıai veya ticari faaliyetin yürütüldüğü yerler ve satış mağazaları*" olarak tanımlanmaktadır.

<sup>315</sup> Gişe hizmeti, lehine faaliyet gösterilen aracı kurumun tanıtımı, sözleşme yapılmasına aracı olunması faaliyetleri esasen teknik anlamda emir iletimine aracılık faaliyetleri olmasa da bu faaliyetin içerisinde sayılmıştır. Bkz. Çetin, Bankalar, s. 716.

<sup>316</sup> Yurtdışında yerleşik müşteri emirlerinin yurtiçi piyasada gerçekleştirmek isteyen aracı kurumlar ilgili ülkenin yetkili otoritesinden faaliyet izni almış bir kuruluşla da sözleşme yaparak faaliyette bulunabilirler. Bkz. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 46/1.

<sup>317</sup> Sumer, 71.

<sup>318</sup> 27.01.2013 tarihli ve 28541 sayılı Resmi Gazete ile yürürlüğe girmiştir.

Görüldüğü üzere şubenin, bir ticari işletmeye bağlı olması aranmakta olup şube iç ilişkilerde merkeze bağlı olmalıdır. Şube, merkezin yaptığı faaliyetleri kendi müşterileriyle merkezden bağımsız olarak yürütebileceği için dış ilişkilerde ise merkezden bağımsız olmalıdır. Şube oluşturulması ile amaçlanan ticari işletmenin faaliyetlerinin bölgesel olarak sunulma imkanına kavuşturulması olduğu için de şubenin bulunduğu yer (mekân) ve yönetim, merkezden ayrı olmalıdır<sup>319</sup>.

III-39.1 sayılı Tebliğ m. 43 uyarınca aracı kurumlar tarafından şube açılabilmesi için özel şartlar öngörülmüştür<sup>320</sup>. Aracı kurum anonim ortaklığının kurulması için öngörülen özel şartlar gibi aracı kurum şubeleri için de TTK'daki şubelere yönelik düzenlemelerden farklı şartlar öngörülmüştür. Hiç şüphesiz bunun sebebi de şubelerin gerekli personel sayısına, teknik, mali donanıma sahip olmalarının güvence altına alınarak aracı kurum müşterilerinin korunmasıdır.

SerPK ve ilgili mevzuatta aracı kurum şubeleri için öngörülen bu özel hükümlerin haricinde anonim ortaklık şubeleri için TTK'da öngörülen şartlar aracı kurum anonim ortaklık şubeleri için de geçerli olmaya devam edecektir. Örneğin TTK m. 354/2 uyarınca aracı kurum şubeleri, aracı kurum merkezinin sicil kaydına gönderme yapılmak suretiyle buldukları yerdeki ticaret siciline tescil edileceklerdir.

## **b) İrtibat Büroları**

İrtibat büroları, aracı kurumu ve aracı kurumun yürüttüğü faaliyetlerin tanıtımını yapmak amacıyla aracı kurumu temsil etmekle görevlendirilen hizmet birimleridir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 44/1).

İrtibat bürosu açmak isteyen aracı kurumların,

*“a) Hizmetin gerektirdiği mekân ve teknik donanımın sağlanmış, işyerinin amaca uygun olarak tefriş edilmiş olması,*

<sup>319</sup> Sabih **Arkan**, Ticari İşletme Hukuku, Ankara 2017, s. 38, 39; Mehmet **Bahtiyar**, Ticari İşletme Hukuku, 19. Bası, İstanbul 2018, s. 32, 33.

<sup>320</sup> Bu şartlar, “a) Hizmetin gerektirdiği yeterli mekân ve teknik donanımın sağlanmış, iş yerinin amaca uygun olarak tefriş edilmiş olması, b) Faaliyet konularına ve şubenin ihtiyacına uygun sağlıklı bir yönetimin, merkez ile irtibatlı ve Kurulun düzenlemelerine uygun muhasebe sistemi ile kayıt ve belge düzeninin, süratli bir iş akışı ve iletişimin kurulmuş, şube uhdesinde bulunacak varlıklara ilişkin sigorta dahil olmak üzere gerekli güvenlik önlemlerinin alınmış bulunması, c) Aracı kurum personeline ilişkin şartların öngörüldüğü Tebliğ m. 13'te belirtilen nitelikleri haiz bir şube müdürü ile şubenin ihtiyacına göre yeterli sayıda ihtisas personelinin istihdam edilmiş olmasıdır”. Bkz. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 43.

b) Aracı kurum personeline ilişkin şartların öngörüldüğü Tebliğ m. 13'te belirtilen nitelikleri haiz en az 2 yıllık ön lisans eğitimi veren okullardan mezun bir büro sorumlusu ile büronun ihtiyacına göre yeterli sayıda ihtisas personelinin istihdam edilmiş olması” şartları aranmaktadır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 44/2).

Bu düzenlemeyle de aracı kurum irtibat bürolarının kurumsal yapıya kavuşturularak yatırımcıların mağdur olmalarını önleyici eksiklikleri içermediği temin edilmeye çalışılmıştır.

## 8. Aracı Kurumun Dışarıdan Hizmet Alımı

Aracı kurumların, yürüttükleri faaliyetler için SerPK ve ilgili mevzuattan doğan birtakım yükümlülükleri bulunur. Aracı kurumların, bu yükümlülüklerinin yerine getirilmesine yardımcı olacak şekilde belirli şartlar çerçevesinde, başka bir hizmet sağlayıcı kuruluştan yardım satın alması mümkündür. Bu müessesenin oluşturulmasında Bankaların Destek Hizmeti Almalarına İlişkin Yönetmelik<sup>321</sup>'in yol gösterici olduğu görülmektedir.

Aracı kurumun dışarıdan hizmet aldığı kuruma, hizmet sağlayıcı kuruluş denilmektedir.

Aracı kurumun, dışarıdan hizmet alacağı hizmet sağlayıcı kuruluş ile öncelikle bir sözleşme yapması gerekmektedir. Bu sözleşmenin, III-39.1 sayılı Tebliğ m. 52'de öngörülen şartları içermesi, açık ve anlaşılır olması gerekir.

Aracı kurumların hangi hizmetleri dışarıdan alamayacaklarına ilişkin III-39.1 sayılı Tebliğ m. 49'da düzenleme yapılmıştır<sup>322</sup>. Aracı kurumlar, bu sayılan hizmetler haricinde, başta bilgi sistemlerine ilişkin hizmetler olmak üzere dışarıdan hizmet alabilirler.

<sup>321</sup> 05.11.2011 tarihli ve 28106 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

<sup>322</sup> Bu hizmetler şunlardır: “a) Münhasıran aracı kurum yönetim kurulunca icra edilmesi gereken faaliyetler, b) Kuruldan izin alınmasını gerektiren yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetlerin sunulması ve bunların pazarlanmasına yönelik faaliyetler, c) Aracı kurumların işlemlerinin muhasebeleştirilmesi ile finansal raporlarının düzenlenmesi, ç) İç denetim sistemi kapsamındaki faaliyetler, d) Danışmanlık, eğitim, reklam, güvenlik, yemek, ulaşım, temizlik, avukatlık, hukuk danışmanlığı, piyasa veri hizmetleri, posta ve kargo hizmetleri, kurum içi günlük işleyişin sürdürülmesi için gerekli her türlü teknik ekipman, demirbaş, yazılım veya donanımın temini, bakımı, onarımı ve güncelleme hizmetleri, müşteri bilgilerinin gizliliğinin korunması şartıyla arşiv hizmetleri ile bunlara benzer diğer hizmetleri”. Bkz. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 49.

Aracı kurumun dışarıdan hizmet alımına konu olacak faaliyetinin yukarıda sayılan ve dışarıdan hizmet alımına konu olmayan faaliyetlerden birine girip girmediğini tespit etmesi gerekmektedir. Aracı kurumun ayrıca, dışarıdan hizmet alımı sonucu gerçekleşecek fayda ve maliyetlerle ilgili inceleme yapması dışarıdan hizmet alımını gerçekleştirecek kuruluşun bu hizmeti beklenen kalitede yürütebilecek seviyede mali güce, teknik donanıma, altyapıya, deneyime, bilgi birikimine ve insan kaynağına sahip olup olmadığını da tespit etmesi gerekir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 51/1). Bu tespitlere ilişkin bir rapor hazırlanıp aracı kurum yönetim kuruluna sunulmalıdır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 51/2).

Dışarıdan hizmet alımı süresince müşteri bilgilerinin hizmet sağlayıcı kuruluşa iletilmesinin gerektiği durumlarda aracı kurum tarafından, müşterilerin bilgilendirilmesine ilişkin hususlara çerçeve sözleşmede yer verilmeli ya da müşteriye bildirim yapılmalıdır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 50/5).

Aracı kurumun, dışarıdan hizmet almaya başladığı kuruluş, alınan hizmetin kapsamı ve niteliği ile ilgili bu hizmetin alınmaya başlandığı tarihi izleyen 10 iş günü içerisinde SPK'ya bildirim yapması gerekir. Dışarıdan hizmet alım sözleşmesinin yenilenmesi hâlinde de bunu takip eden 10 gün içerisinde de SPK'ya bildirim yapılmalıdır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 54/1).

Aracı kurumun dışarıdan hizmet alması, aracı kurumun SerPK ve ilgili mevzuattan doğan sorumluluklarını ortadan kaldırmaz. Aracı kurumun, dışarıdan hizmet alımına konu olan hizmetlerle ilgili olarak müşterilere olan hukukî sorumluluğu devam etmektedir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 50/6).

## **9. Aracı Kurumun Faaliyetlerinin Kendi İsteğiyle Durdurulması ve Faaliyet İzinlerinin İptali**

Aracı kurum, kendi isteğiyle faaliyetlerinin tamamının geçici olarak durdurulması ya da faaliyetlerinden tamamen feragat edilmesi amacıyla SPK'ya başvurabilir.

Aracı kurumun, faaliyetlerinin geçici olarak durdurulması talebine SPK tarafından onay verildiğinde aracı kuruma 2 yılı geçmemek üzere süre verilir. Bu süre 2 yıl daha uzatılabilir. Eğer aracı kurum verilen sürenin sonunda tekrar faaliyete geçmek için veya yeni bir aracı kurum kurulması için SPK'ya başvurmaz ise aracı kurumun tüm faaliyet izinleri iptal edilir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 57).

SPK aracı kurumdan III-39.1 sayılı Tebliğ m. 70 uyarınca teminat talep etmiş ise aracı kurumun faaliyetlerinin geçici olarak durdurulması bu aracı kurumun tekrar faaliyete geçmesi ya da tüm faaliyet izinlerinin iptal edilmesine kadar kendisine iade edilmez. Aracı kurumun tekrardan faaliyete geçmesi durumunda, teminatının serbest bırakılması için en az 1 yıl boyunca faaliyetlerine devam etmiş olması aranır. Eğer aracı kurum 1 yıllık süreyi doldurmadan aracı kurumun faaliyetleri tekrardan geçici olarak durdurulmuş ise tekrardan faaliyete geçtiğinde hesaplanacak 1 yıllık süre için son faaliyete geçme tarihi dikkate alınır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 73).

Aracı kurum, faaliyet izinlerinin iptali için de SPK'ya başvuruda bulunabilir. Faaliyet izinlerinin iptali faaliyet izinlerinden kısmen ya da tamamen feragat edilmesi şeklinde gerçekleşir. Aracı kurum, faaliyet izinlerinden kısmen feragat ederse, SPK bu faaliyet izinlerini iptal eder ve aracı kurum iptal kararından itibaren 2 yıl içerisinde ilgili faaliyet izni için tekrar başvuruda bulunamaz (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 58).

Aracı kurumun, faaliyetlerinin tamamından feragat ettiği durumda SPK tüm faaliyet izinlerini iptal eder. Faaliyet izinlerinden tamamen feragat edilmesi başvurusunun SPK tarafından değerlendirilmesinde göz önünde bulundurulacak esaslar III-39.1 sayılı Tebliğ m. 59'da gösterilmiştir.

## **Ş 2. SERMAYE PİYASASINDA YATIRIMCININ KORUNMASINA YÖNELİK DÜZENLEMELER**

### **I. Sermaye Piyasalarına Yönelik Düzenlemelerin Gereçekçeleri**

Bir ülke ekonomisinin bir ayağı para piyasası iken diğer ayağını sermaye piyasası oluşturmaktadır. Para piyasası gibi sermaye piyasası da bir ülke ekonomisi için büyük öneme sahiptir. Sermaye piyasasının, mali piyasaya sağladığı başlıca katkılar şu şekilde sıralanabilir: Halkı tasarruf yapmaya özendirmek, halkın yaptığı tasarrufların sermaye piyasası araçlarına yatırılması neticesinde halkın ekonomik kalkınmaya etkin bir şekilde katılmasını sağlamak, fon ihtiyacında olan girişimcilerin ve sanayicilerin düşük maliyetle fon elde etmesini sağlamak, sermayenin tabana genişlemesini sağlamak<sup>323</sup>. Bu nedenle, ekonomiyi canlı tutmak için mutlaka sermaye piyasasının geliştirilmesi gerekmektedir.

---

<sup>323</sup> Adıgüzel, s. 4.



Para piyasasındaki fon arz eden kesim bankaya yatırmış olduğu nakdin kimler tarafından ve hangi koşullarda kullanılacağını seçme ve yönetme hakkına ve yetkisine sahip değildir. Para piyasasında, yatırımcıların mevduat hesaplarına yatırmış oldukları tasarruflarının ne şekilde kullanılacağını, fon talep eden kesime hangi şartlarla kullanılacağını seçen taraf bankadır ve bu sebeple yatırımcılara karşı sorumluluğu da banka taşır. Oysa, sermaye piyasasında fon transferi dolaysız gerçekleştiği ve para piyasasındaki bankanın faaliyetine benzer bir kurum sermaye piyasasında var olmadığı için yatırımcı, yatırımının kimler tarafından ve hangi koşullarda kullanılacağını seçme özgürlüğüne ve yetkisine sahiptir. Özgürlüğün ve yetkinin olduğu yerde sorumluluğun da olması sebebiyle, sermaye piyasasına yatırım yapan fon fazlası olan kesim yaptığı yatırımlarda daha fazla risk altındadır. Zira, yatırımcı kendine özgü kuralları olan ve uzmanlaşmış, teknik bilgi gerektiren sermaye piyasasında seçme özgürlüğünü kullanarak vereceği bir yanlış yatırım kararında tüm yatırımını kaybetme riskini taşıma sorumluluğu ile karşı karşıyadır<sup>324</sup>. İşte bu sebeple, devletin müdahaleci norm düzenlemeleri ile sermaye piyasasını kontrol etmesi ve yatırımcıyı koruyucu önlemlerin alınmasını sağlaması gerekmektedir.

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü<sup>325</sup> (International Organization of Securities Commissions- IOSCO), sermaye piyasasına ilişkin menkul kıymet ve vadeli işlem piyasalarını düzenleyen kuruluşların oluşturdukları bir örgüttür<sup>326</sup>. IOSCO, sermaye piyasasına yönelik düzenlemelerin üç amacı bulunduğunu belirtmektedir: 1. Yatırımcıları korumak, 2. Piyasaların adil, etkili ve şeffaf olmasını sağlamak, 3. Sistemik riski düşürmek<sup>327</sup>. Esasen, IOSCO'nun ikinci ve üçüncü amacı da yatırımcıların korunması amacının gerçekleşmesi ile doğrudan ilgilidir. Dolayısıyla, yatırımcının korunmasının, sermaye piyasası düzenlemelerinin merkezini oluşturduğunu söylemek yanlış olmayacaktır<sup>328</sup>. Ancak, sermaye piyasalarında şeffaflık ve dolayısıyla yatırımcının korunması sağlanmaya çalışılırken piyasanın etkin şekilde işlemesi ve gelişmesi de göz

<sup>324</sup> Bu sebeple sermaye piyasasındaki yatırımcılar aktif yatırımcı, para piyasasındaki yatırımcılar ise pasif yatırımcı olarak nitelendirilmektedir. Bkz. **Küçüksözen**, s. 6 vd.; **Yanlı**, HAAO, s. 4-5.

<sup>325</sup> SPK, 1988 yılından bu yana IOSCO üyesidir. Bkz. [www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/771](http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/771) (Erişim Tarihi: 02.07.2018).

<sup>326</sup> Cally **Jordan**, *International Capital Markets*, 2014, s. 31.

<sup>327</sup> Bkz. International Organization of Securities Commissions, "Objectives and Principles of Securities Regulation" (May 2017) [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf) (Erişim Tarihi: 02.07.2018).

<sup>328</sup> Colin **Mayer**, "Regulatory Principles and the Financial Services and Markets Act 2000" in Eilis Ferran and Charles Goodhart (eds), *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, Hart Publishing Ltd, 2001, s. 26.

ardı etmemelidir. Sermaye piyasası düzenlemelerinin amaçları arasında denge oluşturmalıdır<sup>329</sup>.

Sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi amacıyla devlet, başta Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK'nın yapmış olduğu ikincil düzenlemeler vasıtasıyla sermaye piyasası aracı ihracı, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının el değiştirmesi, kamunun aydınlatılması, sermaye piyasasında faaliyet gösterecek kuruluşların kurulma şartları gibi neredeyse sermaye piyasasındaki tüm işlemlere ilişkin kurallar koymaktadır. Bu kurallara uyulmasına yönelik gözetimde ve denetimde bulunmaktadır<sup>330</sup>. Devletin piyasaya müdahalesi haklı ve meşru görülmektedir; çünkü her finansal birim devletin bir üyesi olarak devlete evrensel düzeyde bağlıdır. Zira devlet, yasama, yürütme ve yargılama erklerinin sahibi olarak ekonomik piyasadaki ticari sözleşmelerin ve işlemlerin arkasındaki güvencedir. Ekonomik piyasadaki aktörlerin ortak olarak gücüne biat edebilecekleri devletten başka bir kurum söz konusu olmadığı için devlet piyasadaki kuralların koyucusu ve uygulayıcısı olarak rol oynamaktadır. Bu gerekçeler, devletin piyasaya müdahalesini, piyasa oyuncularının gözünde meşru hale getirmektedir<sup>331</sup>. Öte yandan, sermaye piyasalarındaki idari düzenlemelere karşı olan görüş ise, devletin doğrudan düzenleme yapmasının yersiz olduğunu, ancak sermaye piyasasındaki kurumların düzenleme talep ettiği durumda devletin bu talep edilen düzenlemeyi yapması gerektiğini savunmaktadır. Yakalama (*capture*) teorisi olarak adlandırılan bu teoride ancak devlet üzerinde yeterli politik etkiye sahip kurumların (şirket ve sanayicilerin) kendi yararlarına olan düzenlemeleri yaptıracaklarından yatırımcının korunmasını değil piyasadaki profesyonellerin korunmasını sağlayacağı belirtilmiştir<sup>332</sup>.

Yukarıda açıklanan bu gerekçeler neticesinde, politik sistemler sermaye piyasalarındaki işlemlerin devlet tarafından düzenlenmesi gerektiğini kabul etmiş olup bu düzenlemelerde de yatırımcının korunması temel amaç olmuştur<sup>333</sup>.

---

<sup>329</sup> Ali İhsan **Karacan**, Sermaye Piyasaları ve Borsalar; Ekonomik ve Hukuksal İşlevleri, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996, s. 219; **Çetin**, Yatırımcıların Korunması, s. 437.

<sup>330</sup> **Küçüksözen**, s. 9.

<sup>331</sup> Devletin finansal piyasalarda çok fazla etkin olmasının piyasaya getirdiği avantajlar ve dezavantajlar hakkında bkz. **Sak**, Public Policies, s. 22 vd.

<sup>332</sup> **Küçüksözen**, s. 11.

<sup>333</sup> **Küçüksözen**, s. 14.

Gerek yatırımcının korunması amacıyla gerek yatırımcının korunması amacından bağımsız olarak sermaye piyasasının hukuk kurallarıyla geniş ve ayrıntılı bir biçimde düzenlendiği görülmektedir. Devletin sermaye piyasalarını bu derece kapsamlı ve detaylı biçimde düzenleme ihtiyacının sebebi iki ana gerekçeye dayandırılmaktadır<sup>334</sup>.

### A. Piyasa Başarısızlığı Nedeniyle Karşılaşılan Sorunlar

Piyasa başarısızlığı teorisi olarak adlandırılan bu görüşe göre sermaye piyasasının devletin müdahalesi olmaksızın kendi işleyişine bırakılması rekabetin dışlanması, asimetrik bilgi dağılımı gibi sorunların oluşmasına neden olacak ve böylece verimli ve işlevsel olmayan başarısız bir piyasa ortaya çıkacaktır. Piyasanın başarısız olması ise kaynakların etkin şekilde kullanımını engelleyecektir. Bu nedenle piyasanın başarısız olmasına neden olan rekabetin dışlanması, asimetrik bilgi dağılımı sorunu gibi sorunlara devletin müdahale etmesi, hukuki düzenlemeler yapması gerektiği savunulmaktadır<sup>335</sup>.

Piyasa başarısızlığı teorisine göre piyasa mekanizmasının kurumsal temelleri var olduğu hâlde piyasanın yine de yanlış yapması mümkündür. Bu teoriye göre, piyasanın yanlış kararlar üretebilme potansiyelinin olması sebebiyle devlet piyasanın işleyişine ilişkin müdahalelerde bulunmalıdır<sup>336</sup>. Piyasa başarısızlığı teorisinin bazı gerekçeleri olarak üretim ve tüketimdeki dış faktörler, piyasadaki aksak rekabet (piyasanın rekabet edebilecek şekilde örgütlenmemesi) ve asimetrik bilgi dağılımı sorunu sıralanmaktadır<sup>337</sup>.

Piyasa başarısızlığı mekanizmasının ana sorunu olarak asimetrik bilgi dağılımı gösterilmektedir. Çünkü, doğrudan finansmanın söz konusu olduğu sermaye piyasasında, para piyasasının tersine, fon arz edenler ile fon talep edenler arasında doğrudan mülkiyet ve alacak ilişkisi kurulduğundan fon arz edenler sundukları fonların kimler tarafından kullanılacağına kendileri karar verirler. Buna göre yatırımcılar, sunulan finansal araçları risk-getiri tercihlerine göre tayin ederek yatırım kararları alırlar<sup>338</sup>. Bu sebeple, yatırımcının korunması sisteminin esas unsurunu yatırımcının bilgilendirilmesi oluşturmaktadır.

---

<sup>334</sup> Seha M. **Tınıç**, “The Strategy for Developing Efficient and Liquid Securities Markets: Competition or Public Regulation?”, Recent Developments in Capital Markets in Turkey, Proceedings of OECD-CMB Conference in 1985, CMB Publications No: 2, Ankara 1985, s. 159; **Küçüksözen**, s. 9; **Kılıç**, s. 12. Öznur **Salkınç**, Finansal Piyasalarda Yatırımcının Korunması ve Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme, Ankara, Ekim 2018, 19.

<sup>335</sup> **Kılıç**, s. 13; **Küçüksözen**, s. 10; **Evik**, s. 55-56; **Sakınç**, s. 20.

<sup>336</sup> **Küçüksözen**, s. 10.

<sup>337</sup> **Kılıç**, s. 13; **Küçüksözen**, s. 10.

<sup>338</sup> **Kılıç**, s. 13.

Yatırımcılar, bilgiye ulaşmada teknik ve ekonomik gücü sayesinde bilgiye erişmesi daha kolay olan fon talep eden kesime oranla dezavantajlı konumdadır. Zira, satıcının sattığı mal hakkında alıcıdan daha fazla bilgi sahibi olması dolayısıyla bilginin asimetrik dağılımı söz konusudur ve bu sebeple alıcının yanlış seçim yapması ihtimal dahilindedir<sup>339</sup>. Sermaye piyasasına yatırım yapacak olan potansiyel yatırımcılar, tasarruflarını yatıracakları ihraççıların mali yönden güçlü durumda olmasını isteyecekleri için piyasadaki mevcut ihraççılar arasında kıyaslama yaparak hangi ihraççının sermaye piyasası araçlarına yatırım yapacaklarına karar vereceklerdir<sup>340</sup>. Bu noktada kamunun aydınlatılması ile ilgili düzenlemeler önem kazanmaktadır. Bunun yanında, yatırımcıların kendi aralarında bilgiye ulaşma imkânının farklılaşması da asimetrik bilgi sorununu oluşturmaktadır. Piyasaya yeterli ve doğru bilginin zamanında girişini sağlamak, hatalı ve yanıltıcı bilgilerin oluşmasını ve yayılmasını engellemek, bu alanda yapılabilecek düzenlemelerin birkaçı olabilecektir<sup>341</sup>. Hem yatırımcıları fon talep eden kesime karşı korumak açısından, hem de bütün yatırımcıların eşit şekilde bilgiye sahip olmalarını sağlamak açısından asimetrik bilgi sorununun aşılması önem arz etmektedir. Aksi takdirde, daha fazla bilgiye sahip olanlar haksız yere kazanç elde ederken bilgiye ulaşamayanlar ise zarar görürler. Bu durum da piyasanın işleyişini bozar ve piyasaya duyulan güveni sarsar<sup>342</sup>. Bu sebeple piyasa başarısızlığı teorisine göre devletin temel amacı piyasanın başarıya ulaşmasını sağlamaktır ve bu durum devletin piyasaya müdahalesinin ve düzenlemelerde bulunmasının temel ve meşru nedenini oluşturur.

## B. Kamu Tercih Teorisi

Kamu yararı teorisi olarak da adlandırılan kamu tercihi teorisine göre devletin finansal piyasaya müdahalede bulunmasının temel amacı piyasadaki eşitsizliklerin giderilmesi ve yatırımcıların korunmasıdır. Böylece devlet, piyasanın sağlıklı işlemesine yardımcı olarak gelişmesini sağlar. Piyasadaki kaynakların en verimli şekilde dağılmaması,

<sup>339</sup> **Akerlof**, s. 488-500. Eserde, “lemons” terimi, ikinci el araç piyasasındaki hasarlı ve kötü durumdaki araçlar için kullanılmıştır. Araç satıcıları, satmaya çalıştıkları araçlar konusunda alıcılara oranla daha fazla bilgiye sahiptir. Bu sebeple alıcılar, ekonomik fiyatlı fakat kötü durumdaki araçları satın alma riskiyle karşı karşıyadır. Bu, ters seçim (*adverse selection*) olarak adlandırılmaktadır. Bu sebeple, ekonomik kurumlar, alıcıları asimetrik bilgi sorunun yaratmış olduğu ters seçim sorununa karşı korumak için araç satıcılarından garanti belgeleri istemektedir. Böylece, alıcılar ve dolayısıyla araç piyasasına duyulan güven korunmaktadır. **Frederic S. Mishkin/Stanley G. Eakins**, *Financial Markets and Institutions*, 2006, s. 604: Asimetrik bilgi sorunu nedeniyle yatırımcılar, şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetler hakkında o şirkette çalışanlar kadar bilgi sahibi olamaz. “Lemons” problemi olarak adlandırılan bu problemin çözüm yollarından biri de devletin asimetrik bilgi sorunun önüne geçilmesi için tam kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler yapmasıdır.

<sup>340</sup> **Yanlı**, HAAO, s. 103.

<sup>341</sup> **Küçüksozen**, s. 13.

<sup>342</sup> **Çağlar Manavgat**, *Aleni Pay Alım Teklifi*, Ankara 1997, s. 174; **Tınıç**, s. 160; **Karababa**, s. 43.

dağılımda eşitsizlikler bulunması sebebiyle bunların giderilmesi için devletin düzenlemeler yapması gerekmektedir<sup>343</sup>. Bu teoride devletin yaptığı her düzenleme kaynakların tekrardan dağılımını sağlamakta ve bu düzenlemeler nedeniyle piyasadaki bazı kişiler yarar sağlarken bazıları da zarar görmektedir.

Devletin sermaye piyasasına bu müdahalesi ekonomik kolluk faaliyeti olarak değerlendirilmektedir<sup>344</sup>. Ekonomik kolluk, Anayasal temeli olan ve ekonomik düzenin korunmasını amaçlayan özel idari kolluk olarak tanımlanmakta ve piyasada herhangi bir aksaklık olduğu durumda devlet tarafından müdahale edilmesini ve gerekli tedbirlerin alınmasını ifade etmektedir<sup>345</sup>. Bu tedbirlerin alınması için de devletin yasal düzenlemeler yapması ya da belirli kurum ve kuruluşları yetkilendirerek bunların görev yapması konusunda yetkilendirmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, her iki teori açısından da yatırımcının korunması sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin temelini oluşturmaktadır. Zira, gerek piyasanın başarıya ulaşması için gerek piyasa oyuncularının korunarak kamu tercihine cevap verilmesi için yatırımcı güveninin korunması şarttır. Ancak yatırımcının güveni tam anlamıyla korunduğunda sermaye piyasası asıl görevi olan fon aktarımını ve en nihayetinde ülke ekonomisinin kalkınmasını sağlayabilecektir<sup>346</sup>.

## **II. Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunmasına Yönelik Geliştirilen Sistemler**

Sermaye piyasasında yatırımcının korunması amacıyla geliştirilen sistemler açısından, “eşit işlem ilkesi”, “dürüstlük ilkesi”, “bağımsız denetim ilkesi”, “liyakat ilkesi” ve “kamuyu aydınlatma ilkesi” gibi ilkeler göz önünde bulundurulmuş, ancak dünyada ve ülkemizde en çok etkin olan ilkeler “liyakat ilkesi” ve “kamuyu aydınlatma ilkesi” olmuştur<sup>347</sup>. Bu sebeple aşağıda liyakat sistemi ve kamuyu aydınlatma sistemi incelenmektedir.

<sup>343</sup> **Tınıç**, s. 158; **Salkınç**, s. 20.

<sup>344</sup> **Evik**, s. 56; Melikşah **Yasin**, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ağustos 2002 s. 33.

<sup>345</sup> **Evik**, s. 56.

<sup>346</sup> **Tınıç**, s. 158; **Kılıç**, s. 17.

<sup>347</sup> **Küçüksozen**, s. 14 vd.; **Aytaç**, “Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?”, s. 5; **Kara**, s. 31-32.

## A. Liyakat Sistemi

Liyakat sisteminde, henüz bir sermaye piyasası işlemi gerçekleşmeden evvel kamu kuruluşu o işlemin yatırımcı açısından güvenilir, riskli ve tatminkâr bir getiri sağlayıp sağlamayacağı açılarından inceler ve eğer işlemin bu yönlerden yatırım yapılamaz durumda olduğuna karar verirse bu işlemin sermaye piyasasında yer almasına izin vermez. Bu sebeple, yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının ihracı ve bu araçlara yatırım yapılıp yapılamayacağı konusunda o ülkenin yetkili otoritesi takdir yetkisine sahiptir<sup>348</sup>. Liyakat sistemi, yatırımların riskli olup olmadığının değerlendirilebilmesi için yüksek oranda maliyet ve örgütlenme gerektirmesi, sermaye piyasasını düzenleyici kuruma çok geniş yetkiler vermesi ve düzenleyici kurumun yaptığı değerlendirmenin hiçbir zaman tam anlamıyla doğru olduğunun saptanamaması sebepleriyle eleştirilmiştir<sup>349</sup>.

Liyakat sisteminde yatırımcılar yerine o ülkenin yetkili otoritesi bir sermaye piyasası işleminin riskli olup olmadığına karar vermekte ve riskli sermaye piyasası işlemlerinin piyasada yer almasını baştan önlemekte ve böylece yatırımcıları çok katı şekilde korumuş olmaktadır. Ancak liyakat sisteminin bu sıkı koruma mekanizmasının sonucunda az sayıda sermaye piyasası aracı sermaye piyasasında işlem görür ve bu da sınırlı sayıda aracı kuruma ihtiyaç duyulmasına ve az sayıda yatırımcının piyasaya yatırım yapmasına neden olur. Dolayısıyla sermaye piyasasının gelişimi yavaşlar. Bu sebeple, yatırımcının korunması ile piyasanın gelişmesi arasında denge kurulması gerekmiş ve liyakat sisteminden kamuyu aydınlatma sistemine geçilmiştir<sup>350</sup>.

---

<sup>348</sup> A. Haluk **Kabaalioglu**, Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985, s. 8; Saim **Kılıç**, Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Açısından Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesi, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl:10, Sayı:56, Eylül 2008, s. 18; **Yanlı**, HAAO, s. 1.

<sup>349</sup> **Küçüksozen**, s. 15; **Kara**, s. 31-32.

<sup>350</sup> Ali İhsan **Karacan**, Sermaye Piyasaları ve Borsalar; Ekonomik ve Hukuksal İşlevleri, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996, s. 219; **Karababa**, s. 46; İsmail **Altay**, Türk Menkul Kıymetler Borsası Hukukunda Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması Açısından Kotasyon Sistemi Ve Kottan Çıkarılan Şirket Yatırımcısının Hukuki Başvuru Yolları, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Ana Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006, s. 75.

## B. Kamuyu Aydınlatma Sistemi

Klâsik ortaklıklar hukukundaki pay sahiplerinin bilgi alma hakkının sermaye piyasası hukukundaki yansıması kamuyu aydınlatma şeklinde ortaya çıkmaktadır<sup>351</sup>. Kamuyu aydınlatma sisteminde, yatırımcıya bir sermaye piyasası işleminin risk derecesini ölçebilecek kadar bilgi verip ondan sonra işlem yapıp yapmamayı ona bırakma amacı söz konusudur<sup>352</sup>. Bu sistemde, sermaye piyasası araçlarının ve bunları ihraç eden ihraççıların, doğru ve yeterli bilgiyi zamanında vermesi ve yatırımcının doğru, yeterli ve zamanında edindiği bilgiler doğrultusunda bilinçli yatırım yapması amaçlanır<sup>353</sup>. Açık olduğu üzere bilgilendirmenin yapılmış olması kadar, bilgilendirmenin eksiksiz, doğru ve zamanında yapılmış olması ve bilginin denetlenmiş ve güvenilir bilgi olması da önemlidir<sup>354</sup>. Yatırımcıya verilen bilginin aynı zamanda yatırımcının anlayabileceği basitlikte ve seviyede olması da kamuyu aydınlatma ilkesinin bir parçasıdır<sup>355</sup>. Kamuyu aydınlatma sisteminde, yatırımcının korunması için amaçlanan üç işlev söz konusudur<sup>356</sup>. Bunlardan birincisi, koruyuculuk işlevi olup yatırımcıya menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yönetimi, mali durumu ve faaliyetleri hakkında ön bilgi verilerek yatırımcıların korunmasıdır. Finansal tablo ve raporların düzenlenerek kamuya açıklanması koruyuculuk işlevine örnektir. İkinci işlev, aydınlatıcılık işlevi olup yatırımcıya yatırım kararını verebilmesi için sahip olması gereken bilgileri ayrıntılı olarak sunmaktır. Sermaye piyasasındaki kurumların finansal durumları ve finansal araçlarla ilgili durumların mali yapıları, faaliyetleri ve yönetimleriyle ilgili yatırımcıyı aydınlatıcı bilgiler vermek zorunda olmaları, kamuyu aydınlatma sisteminin aydınlatıcılık işlevi gereğidir. Üçüncü işlev ise

<sup>351</sup> Arslan **Kaya**, Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001; **Yanlı**, HAAO, s. 20; Asuman **Turanboy**, Halka Açık Banka Hissedarının Korunması, Ankara 2002, s. 70.

<sup>352</sup> **Yanlı**, HAAO, s. 105; Kamuyu aydınlatma ilkesinin amacı yalnızca pay sahiplerinin aydınlatılması değil alacaklıların, müstakbel pay sahiplerinin, potansiyel yatırımcıların, şirket çalışanlarının ve devletin de aydınlatılmasıdır. Bkz. **Kaya**, s. 20.

<sup>353</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma, s. 67; **Tuncer**, s. 327; **Turanboy**, s. 70; **Karababa**, s. 113-114; **Küçüksözen**, s. 15; **Kara**, Kamuyu Aydınlatma Belgeleri, s. 133; **Yanlı**, HAAO, s. 96; Mustafa **İhtiyar**, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006, s. 59; Güzin **Üçışık**, “Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi”, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2009, C. 3, S. 1, s. 2; Kamuyu aydınlatma ilkesinin şirketlerin bildirim yükümlülüğünde sürekli artış meydana getirmesi nedeniyle finansal külfetlere neden olması ve dolayısıyla şirketlerin halka açılmaktan kaçınmasına yol açması hususunda bkz. Thomas M.J. **Möllers**/ Erhan **Temel**, Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınlığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik, Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri), BATİDER Aralık 2016, C. 32, S. 4, s. 25.

<sup>354</sup> **Kaya**, s. 97.

<sup>355</sup> A. Haluk **Kabaalioglu**, “IV. Oturum: Kamunun Aydınlatılmasında Muhasebe Standartları ve Bağımsız Dış Denetim”, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, SPK Uluslararası Semineri 31 Ekim – 2 Kasım 1990, Sermaye Piyasası Kurulu, Mayıs 1995, s. 100-101.

<sup>356</sup> **Küçüksözen**, s. 15; **Kayar**, Yatırımcının Korunması, s. 35; **İhtiyar**, s. 125; Zeynep **Or**, Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü: Hukuksal Bir Bakış Açısı, Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi, C. 3, N. 1, 2011, s. 43.

caydırıcılık işlevi olarak adlandırılır ve bu işlev sermaye piyasasındaki hileli işlemlerin ağır yaptırımlara bağlanmasıyla hileli işlem yapanları bu eylemlerinden caydırarak yatırımcıların korunmasını amaçlamaktadır. Örneğin, bilgi suistimalinin ve piyasa dolandırıcılığının yaptırımlara bağlanması caydırıcılık işlevine örnek gösterilebilir<sup>357</sup>.

6362 sayılı SerPK'nın 1. maddesinde; Kanun'un amacının, sermaye piyasasının güven ve istikrar içinde işlemlerini, gelişmesini ve yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasını sağlamak olduğu belirtilmiştir. Devletin (ve özel anlamda SPK'nın) temel görevi ise bu amaca ulaşabilmek için sermaye piyasasını düzenlemek ve denetlemektir. Devletin, sermaye piyasasının işlemleri ve gelişmesi ve ayrıca yatırımcıların korunması amacıyla düzenleyici ve denetleyici davranması, devletin piyasaya müdahale ettiği ve müdahaleci bir anlayışla piyasayı ele aldığı anlamına gelmemektedir.<sup>358</sup> Devletin düzenleme ve denetleme yapmasındaki amaç, yatırımcıların korunmasıdır.

Kamuyu aydınlatma sisteminde, açıklanan bilgiler neticesinde yatırımcılar, risk-getiri tercihlerine göre piyasada sunulan sermaye piyasası araçlarının hangilerine yatırım yapıp yapmayacaklarına karar verirler. SPK'nın görevi, kayda alınacak menkul kıymetlere ilişkin yatırımcılara sunulan bilgilerin zamanında, doğru ve yeterli olmasını sağlamaktır. Bu sayede, yatırımcıların sağlıklı karar verebilmesi söz konusu olacaktır. Kamuyu aydınlatma sisteminde devletin, liyakat sisteminde olduğu gibi sermaye piyasası araçlarını inceleyip riskli olanları piyasa dışında bırakma görevi yoktur. Bu sebeple, yatırımcı riskli yatırımla ilgili zarara uğradığında bu zararını SPK'dan karşılaması mümkün değildir. Örneğin kamuyu aydınlatma ilkesinin yansımaları, SerPK m. 10 hükmünde açıkça görmekteyiz. Hükmüne göre, izahnamede yer alan doğru olmayan ve yetersiz bilgilendirmeden kaynaklanan zararlardan öncelikle ihraççılar sorumludur. Zararın ihraççılardan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça anlaşılması durumunda halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri de kusurları oranında sorumludur. Zarara uğrayan yatırımcı, yargı yoluna başvurarak zararını hükümde sayılan bu kişilerden tazmin edebilir. Ancak

---

<sup>357</sup> İhtiyar, s. 95.

<sup>358</sup> Adıgüzel, s. 13.



yatırımcı, izahnamede yer alan, doğru olmayan ve yetersiz bilgilendirmeden kaynaklanan zararlardan SPK'yı sorumlu tutamaz<sup>359</sup>.

Sermaye piyasası hukukunda kamuyu aydınlatma sisteminin getirdiği kurumların en başında sermaye piyasası araçlarının ilk kez halka arz edildiği birincil piyasalarda ihraççıya ve ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin doğru, yeterli ve zamanında bilgileri içeren izahnamenin (*prospectus*) hazırlanması gelir (SerPK m. 4 vd.). İzahname sayesinde yatırımcılar ihraççı şirket ve sermaye piyasası araçları hakkında bilgi sahibi olur ve sağlıklı yatırım kararı alabilirler<sup>360</sup>.

Kamuyu aydınlatma ilkesi ilk olarak birincil piyasalarda uygulama alanı bulsa da zamanla ikincil piyasalarda da kamuyu aydınlatma ilkesine ihtiyaç duyulmuştur. Zira, sermaye piyasası araçları ilk kez halka arz edildikten sonra ikincil piyasalarda işlem görmeye başlamakta ve bu araçların değerini etkileyebilecek hileli işlemler meydana gelebilmektedir<sup>361</sup>. Birincil piyasalarda yatırımcıların yatırım kararı verebilmesi için sadece sermaye piyasası araçlarının ihraç anıyla ilgili sınırlı bilgiye ihtiyaç varken ikincil piyasalarda bu araçlar sürekli olarak işlem görmeye devam ettiği için sürekli bilgiye ihtiyaç vardır. Örneğin borsaya kayıtlı şirketlerin malvarlığına ilişkin ya da yönetimine ilişkin değişiklikler ve gelişmeler o şirketlerin borsadaki sermaye piyasası araçlarının değerini etkilemektedir. Bu da yatırımcıların bu sermaye piyasası araçlarına yatırım yapıp yapmama kararını etkilemektedir. Bu sebeple, ikincil piyasalarda da yatırımcılara şirketlerin finansal tabloları, faaliyet raporları ve denetim raporları vasıtasıyla periyodik olarak bilgi verilmesi gerekmektedir<sup>362</sup>. Aynı zamanda, sermaye piyasası aracının değerini ani olarak etkileyebilecek bir somut olay meydana geldiğinde de yatırımcıların derhâl, doğru ve eksiksiz şekilde bilgilendirilmeleri gerekir. Yatırımcıların yatırım kararlarını

---

<sup>359</sup> Bağımsız idari otorite olan SPK'nın eylem ve işlemleri ile eylemsizliğine dair bireylerin zarara uğraması durumunda hukuki sorumluluğu genel idare hukukunun esaslarına dayanır. Buna ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Hülya Çoştan/Nusret Çetin, Sermaye Piyasası Kurulu ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun Hukuki Sorumluluğunun Sınırlandırılması Üzerine Bir İnceleme, BATİDER, Mart 2014, C. 30, S. 1, s. 79-119.

<sup>360</sup> İzahnamenin önemi ve içeriği hakkında bkz. Yanlı, HAAO, s. 110 vd.; İhtiyar, s. 121 vd.

<sup>361</sup> İkincil piyasalardaki kamuyu aydınlatma ilkesine, periyodik olarak mali tablolarla ilgili bilgi verilmesi gerektiği ya da sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgi hâsıl olduğunda derhâl kamunun aydınlatılması gerektiği için sürekli kamuyu aydınlatma ilkesi de denilmektedir. Bkz. Yanlı, HAAO, s. 115.

<sup>362</sup> İhtiyar, s. 165; Yanlı, HAAO, s. 115.

etkileyebilecek bilgileri derhâl öğrenmesiyle, bilgi suistimali (*içeriden öğrenenlerin ticareti - insider trading*) suçunun da önüne geçilebilecektir<sup>363</sup>.

Bilgi suistimali suçu, SerPK m. 106'da tanımlanmıştır. Bilgi suistimali, doğrudan doğruya veya dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılarla ilgili bu sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını ve değerini etkileyebilecek yahut da yatırımcıların kararlarını değiştirebilecek kamuya açıklanmamış bilgilere sahip olan kimseler bu bilgilere dayanarak menfaat temin etmek amacıyla sermaye piyasası araçları alım satımının gerçekleştirilmesidir<sup>364</sup>. Bilgi suiistimali suçu, yatırımcılar arasındaki bilgi eşitsizliğine ve dolayısıyla fırsat eşitsizliğine neden olduğundan sermaye piyasası mevzuatının başlıca amaçlarından biri sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgilerin derhal kamuya duyurulması yoluyla yatırımcıların korunmasının sağlanmasıdır<sup>365</sup>. Bu sebeple, kamuyu aydınlatma sistemi bilgi suistimali suçunu da engelleyecek şekilde yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek önemdeki bilgilerin anında (derhâl) açıklanarak kamunun aydınlatılmasını da öngörür.

### III. Karşılaştırmalı Hukukta Yatırımcının Korunmasına İlişkin Düzenlemeler

Hukukun birçok alanında olduğu gibi sermaye piyasası alanında da piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda hukuki düzenlemeler yapılması yoluna çoğunlukla büyük ekonomik krizlerin ve mali skandalların ardından gidilmiştir<sup>366</sup>. Sermaye piyasasındaki yatırımcıların korunması hususundaki düzenlemeler de maalesef yatırımcıları zarara uğratan ve geniş yankı uyandıran büyük ekonomik krizlerin meydana gelmesi neticesinde kabul edilmişlerdir. Aşağıda, dünya sermaye piyasasına ve özellikle ülkemizdeki sermaye piyasasıyla ilgili düzenlemelere yön veren ABD, İngiltere, Almanya, İsviçre, Japonya ve AB'deki yatırımcının korunması ile ilgili düzenlemeler incelenecektir.

<sup>363</sup> **Turanboy**, İnsider Muameleleri, s. 58; **Karababa**, s. 169; **Yanlı**, HAAO, s. 141; Veliye **Yanlı**, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Bilgiye Dayalı Manipülasyon Suçları, BATİDER, 2004, C.22, S.4, s. 25; **İhtiyar**, s. 182.

<sup>364</sup> Bkz. SerPK m. 106; **Karababa**, s. 169, Ünal **Tekinalp**, “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. 33, S. 9, 1986, s. 315; Asuman **Turanboy**, Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Ankara 1990, s. 6 vd.; Meral **Varış Tezcanlı**, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul 1996, s. 14; Çağlar **Manavgat**, “Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı”, BATİDER Aralık 1998, C. XIX, S. 4; s. 179; ; **İhtiyar**, s. 202; Ali Hakan **Evik/Vesile Sonay Evik**, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu, İÜHFİM, LXIII, İstanbul 2005, s. 7.

<sup>365</sup> **Karababa**, s. 169, **Tekinalp**, s. 315; **İhtiyar**, s. 202.

<sup>366</sup> **Möllers**, s. 58; Alan N. **Rechtschaffen**, Capital Markets, Derivatives and the Law, Oxford 2009, s. 13.

Ülkelerin yatırımcının korunmasıyla ilgili düzenlemelerini incelemeye geçmeden önce üzerinde durulması gereken önemli bir husus mevcuttur. Mali piyasanın diğer türlerinde olduğu gibi dünya sermaye piyasalarında da hükümet ve parlamento, bir çerçeve kanun hazırlayarak temel kuralları belirlemiş ve ayrıntılı düzenleme gerektiren konularda düzenleme yapmaktan 1930'lu yıllardan sonra elini çekmiştir. Böylece, sermaye piyasasıyla ilgili ayrıntılı ve hızlı düzenleme gerektiren hususlarda yasal düzenleme yapma yetkisini kendisinin yetki verdiği başka kuruluşlara devretmiş, başka bir deyişle bu konulardaki yasal düzenleme yapma yetkilerini yetkili kuruluşlara delege etmiştir<sup>367</sup>. Bunun nedeni, mali ortamın hızlı değişimler ve gelişmeler içermesi ve yasa koyucuların bu değişimlere ve gelişmelere çabuk adapte olamaması ve düzenlemelerin gecikmesidir. Öz-düzenleme (*self-regulation*) adı verilen bu yöntem sayesinde, devlet çerçeve düzenleme şeklinde kanun yapıp, ayrıntılı düzenlemeleri de oluşturduğu ve yetki verdiği öz-düzenleyici kuruluşlara<sup>368</sup> (*self-regulatory organizations*) bırakmıştır<sup>369</sup>.

#### A. Amerika Birleşik Devletleri

ABD'de sermaye piyasasına ilişkin federal düzeydeki temel düzenlemeler, 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act of 1933*), 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (*Securities Exchange Act of 1934*)'dur.

ABD'de 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu yürürlüğe girene kadar her eyaletin sermaye piyasasına ilişkin "Mavi Gök Kanunları" olarak adlandırılan, kendi iç hukuk düzenlemeleri söz konusuydu<sup>370</sup>. Bu iç hukuk düzenlemeleri, liyakat sistemini

<sup>367</sup> Ali İhsan **Karacan**, *Self-Regulation*, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996, s. 211.

<sup>368</sup> Öz-düzenleyici kuruluşlar, liyakat ilkesini benimseyen ülkelerde sermaye piyasasında ihraç edilen araçların denetimini yapar. Öz-düzenleyici kuruluşlar, kamuyu aydınlatma ilkesini benimseyen ülkelerde ise kamuyu aydınlatma, bilgilendirme sürecini izler ve denetler. En eski öz-düzenleyici kuruluş, ABD'deki SEC'tir. Öz-düzenleyici kuruluşlarla ilgili olarak bkz. Ethem, **Sancak**, *Sermaye Piyasası Sözlüğü*, İstanbul 2014, s. 352; **Korkmaz/Ceylan**, *Sermaye Piyasası*, s. 174.

<sup>369</sup> Ali İhsan **Karacan**, *Sermaye Piyasaları ve Borsalar*, s. 222; **Kılıç**, s. 8.

<sup>370</sup> Bu düzenlemeler, yatırımcıları, onlara yağmurlu ve bereketli bir havayı vaad eden ancak sadece kuru bir mavi gökyüzü satan spekülörlerden ve dolandırıcılardan korumak amacıyla çıkarıldığı için bu amacı çağrıştıran "Mavi Gök Kanunları" (*Blue Sky Laws*) ismi verilmişti. Mavi Gök Kanunları, ilk kez 1911 yılında ABD'nin Kansas eyaletinde kabul edilmişti. Sonrasında neredeyse ABD'nin tüm eyaletlerde kabul edilmişti. Günümüzde "Mavi Gök Kanunları" terimi, ABD'de federal hükümetin sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeleri yanında eyaletlerin getirdikleri sermaye piyasası düzenlemeleri için kullanılmaktadır. "Mavi Gök Kanunları" teriminin ortaya çıkış nedeni hakkında bkz. Rick A. **Fleming**, "100 Years of Securities Law: Examining a Foundation Laid in the Kansas Blue Sky", 50 *Washburn Law Journal* 583, 2011, s. 585-586; **Poroy/ Erem**, s. 99 vd.; **Tekinalp**, *Sermaye Piyasası*, s. 7; **Sumer**, s. 4; **İhtiyar**, s. 16, dn. 33; Robert W. **Emerson**, *Business Law The Easy Way*, New York, 1994, s.198; **Fleming**, s. 583; Bkz. US Securities and Exchange Commission, *Fast Answers*, <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-blueskyhtm.html> (Erişim Tarihi: 05.10.2018).

benimsemişti ve menkul kıymet ihraç edenlerin güvenilirliğini ve sağlamlığını eyalet yönetimi belirliyordu. Güvenilir ve sağlam bulmadığı ihraççıların menkul kıymet ihraç etmesine izin vermiyordu. “Mavi Gök Kanunları”, liyakat sistemini benimsediğinden aldattıcı olarak görülen menkul kıymetlerin ihracına izin verilmiyor ve bu sebeple de ihraç edilen menkul kıymetlerin ve aracı kurumların sayısını azaltıyordu<sup>371</sup>. Bu sebeple, liyakat sisteminden kamuyu aydınlatma sistemine geçiş yapılması için yasal düzenleme çalışmaları başladı<sup>372</sup>.

1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ile kamuyu aydınlatma sistemine geçilmiş oldu<sup>373</sup>. Bu kanun ile bağımsız idari otorite olan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (*Securities and Exchange Commission - SEC*) kurulmuştur. SEC, yarı yasa yapıcı ve yarı yargısal yetkilere sahip bağımsız, tarafsız bir kuruluştur<sup>374</sup>.

SEC, bir üst düzenleyici kuruluş olarak, sorumlu olduğu öz-düzenleyici kuruluşların<sup>375</sup> gözetim ve denetimini yapmaktadır<sup>376</sup>. Bu öz-düzenleyici kuruluşlardan ilki Finansal Piyasa Düzenleme Otoritesi (Financial Industry Regulation Authority–FINRA)’dir<sup>377</sup>. SEC, öz-düzenleyici kuruluşların yaptıkları düzenlemeleri kontrol eden üst kuruluştur.

<sup>371</sup> Aynı şekilde, ABD’de, 1930’lu yıllarda büyük ekonomik bunalıma girilmesi sonucu New York Menkul Kıymetler Borsası’nda (*New York Stock Exchange – NYSE*) kriz yaşanmış ve borsada işlem gören hisse senetlerinin değerinde hızlı düşüş meydana gelmesi nedeniyle yatırımcılar zarara uğramıştı. Bkz. **Tuncer**, s. 81; Azmi **Fertekligil**, Menkul Kıymet Borsaları, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar – Panel, Sermaye Piyasası Kurulu, İktisadi Araştırmalar Vakfı, 20-21 Nisan 1984, s. 297; **Küçüksozen**, s. 22; **Karababa**, s. 53.

<sup>372</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma, s. 39, 40; **Tuncer**, s. 327; **Poroy/ Erem**, s. 100; **İhtiyar**, s. 17.

<sup>373</sup> 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu iki amaç içeriyordu. Bunlardan biri, halka arz edilecek olan menkul kıymetlerle ilgili bilgilerin yatırımcılara sunulması, diğeri ise menkul kıymet alım satımında yanlış bilgi vermenin, dolandırıcılık yapmanın ve diğeri hileli işlemlerin önlenmesi idi. Bkz. James M. **Landis**, “The Legislative History of the Securities Act of 1933”, 28 George Washington Law Review 29 (1959-1960), s. 29.

<sup>374</sup> SEC, menkul kıymetlerini halka arz edecek olan şirketlerin bu menkul kıymetlerle, şirketin kendisiyle ve ihraçla ilgili tüm bilgilerin izahnamede yer alıp almadığının denetimini yapmaktadır. Menkul kıymet ihraç eden şirketlerle ilgili ve bu menkul kıymetlerin alım satımı ile ilgili olan hususlarda da düzenleme yapma yetkisi vardır. Usulüne uygun şekilde bilgiler verilmiş ise SEC, menkul kıymetlere biçilen ihraç fiyatının adil olup olmadığını, şirketin sağlam bir şirket olup olmadığını ya da yapılacak yatırımın spekülatif bir yatırım olup olmadığını kontrol etmemektedir. Zira, SEC’in görevi menkul kıymetlerin liyakatını tespit etmek değildir. Ancak yeterli bilgi verilmemişse, bilgiler yanlış ise bu durumda SEC ek bilgi ve açıklama talep edebilir ve bu da sağlanmazsa ihracı durdurabilir. Bkz. **Mishkin/ Eakins**, s. 605; **Rechtschaffen**, s. 41; **Serdar Çıtak**, Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar, Ankara 1998, s.19, 20; **İhtiyar**, s. 15; **Üçışık**, s. 5.

<sup>375</sup> Tüm borsalar da birer öz-düzenleyici kuruluştur. New York borsası NYSE, ABD’deki diğeri önemli bir öz-düzenleyici kuruluştur.

<sup>376</sup> **Küçüksozen**, s. 25; **Karacan**, Self-Regulation, s. 212; **Kılıç**, s. 10; **Karababa**, s. 54.

<sup>377</sup> FINRA, ABD’deki Ulusal Aracı Kurumlar Birliği (The National Association of Securities Dealers – NASD)’nin halefi olan kurumdur. 2007 yılında kurulmuştur. Ülkemizde FINRA’nın karşılığı olan kurum,

Birincil piyasaya yönelik açıklama yükümlülüklerinin düzenlendiği 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'ndan sonra ikincil piyasaya yönelik yükümlülükleri düzenleyen 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu kabul edilmiştir<sup>378</sup>. 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ile payları borsada işlem gören şirketlere ilişkin periyodik olarak bilgi açıklama (sürekli kamuyu aydınlatma) yükümlülüğü getirilmiştir<sup>379</sup>.

1940 yılında Yatırım Ortaklıkları Kanunu (*Investment Company Act*), yatırım ortaklıklarının kurulma şartları, yatırım ortaklıklarının mali durumuyla ilgili bilgilerin açıklanması gibi standartları belirlemek amacıyla düzenlenmiştir<sup>380</sup>.

1940 yılında aynı zamanda Yatırım Danışmanlığı Kanunu (*Investment Advisers Act*) kabul edilmiştir<sup>381</sup>.

1963 yılında, NYSE tarafından finanse edilen, NYSE'nin üyelerinin mali krize girmeleri durumunda yatırımcıların zararlarının karşılanması için kullanılacak bir fon oluşturulmuştur. Fakat bu fonun sağladığı destek, ABD'de 1968-1970 arasında yaşanan genel ekonomik krizde yatırımcıların zararlarının karşılanması açısından yeterli olmamıştır. Bu sebeple, 1970 yılında "1970 Tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Kanunu" (*Securities Investor Protection Act of 1970- SIPC*) kabul edilmiştir. Bu kanun ile kâr amacı gütmeyen ve tüm aracı kurumların üye oldukları Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Şirketi (*Securities Investor Protection Company – SIPC*) kurulmuştur<sup>382</sup>.

---

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)'dir. TSPB de Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB)'nin yerine getirilmiş olan kurumdur. TSPB de bir öz-düzenleyici kuruluştur.

<sup>378</sup> Bu şekilde, birincil piyasada menkul kıymetlere yatırım yapmış olan yatırımcıların bu menkul kıymetleri borsada veya borsa dışında satarak nakde çevirmesi söz konusu olabilecektir. Bu durumda, bu menkul kıymetleri satacak olan ya da satın alacak olan yatırımcıların menkul kıymetlerin güncel değeri, menkul kıymetleri ihraç eden şirketin durumu gibi hususlarda bilgi edinme ihtiyaçları söz konusudur. Zira, bu bilgilerin yer aldığı izahnamenin üzerinden uzun süre geçmiş olabilir. Menkul kıymetlerin değerini etkileyecek bilgiler halktan gizlenerek şirket yöneticilerinin bilgi suistimali eylemini gerçekleştirmesi sonucu haksız kazanç elde etmesi söz konusu olabilir.

<sup>379</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma, s. 189; **Karababa**, s. 56.

<sup>380</sup> Yatırım Ortaklıkları Kanunu aynı zamanda yatırım fonlarının yasal düzenlemeye kavuşturulması, sabit sermayeli ve değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının standartlarının belirlenmesi hususlarında da hükümler içermektedir.

<sup>381</sup> Bu kanunun amacı da ücret karşılığında yatırım konularında kişilere ya da kurumlara tavsiye veren yatırım danışmanı gerçek veya tüzel kişilerin hareketlerinin yasal çerçeveye oturtulmasıdır.

<sup>382</sup> SIPC, SEC'e kayıtlı tüm aracı kurumların üyesi olduğu kâr amacı gütmeyen bir şirket olup SEC ve ABD Senatosu gözetim ve denetimi altındadır. Ancak, SIPC'nin düzenleme yapma yetkisi yoktur ve bu sebeple öz-düzenleyici kuruluş olarak nitelendirilemez. SIPC'nin amacı, mali yetersizliğe düşen aracı kurumların

25 Temmuz 2002 tarihinde, Halka Açık Ortaklıklar Reformu ve Yatırımcının Korunması Kanunu – Sarbanes-Oxley Kanunu (*Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act - Sarbanes-Oxley Act*)<sup>383</sup>, ABD muhasebe uygulamalarını ve halka açık anonim ortaklıkların bağımsız dış denetim düzenini önemli biçimde değiştirmek, halka açık şirketlerde muhasebe hizmetlerini, finansal raporların ve bilançoların ve bağımsız denetçilerin kalitesini artırmak ve şeffaflığı sağlamak amacıyla yürürlüğe girmiştir<sup>384</sup>. Sarbanes-Oxley Kanunu ile halka açık ortaklıklarda bir denetim komitesi oluşturulması, mali raporlar için kurumsal sorumluluk, ayrıntılı mali beyan açıklama zorunlulukları getirilmiştir. Halka açık ortaklıkların denetimlerinin yapılması ve bu ortaklıkların yatırımcılarının çıkarlarının korunması amacıyla, ortaklıkların denetim raporlarının hazırlanmasında Halka Açık Ortaklıklar Muhasebe Gözetim Kurulu (*Public Company Accounting Oversight Board – PCAOB*) oluşturulması da kararlaştırılmıştır<sup>385</sup>.

2008 yılında ABD’de yüksek riskli ipotek geri ödemelerinde sıkıntılar yaşanması sebebiyle ortaya çıkan *mortgage* krizi ile finansal sistemde bir dizi yeni düzenlemeler yapma yoluna gidilmiştir. 21.06.2010 tarihinde Kongre’de, Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Kanunu (*The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act- The Dodd-Frank Act*) kabul edilmiştir. Bu kanun ile birlikte

---

yatırımcılarının zararlarının belirli sınırlar dahilinde karşılanmasıdır. SIPC, üyesi olan ve mali yetersizliğe düşen aracı kurumlardaki yatırımcılara ait sermaye piyasası araçlarının teslimini yapar veya yatırımcının 500.000 ABD Doları’na kadar olan zararını (250.000 ABD Doları’na kadar olan nakit zararını) karşılar. SIPC, mali yetersizlik içerisindeki aracı kurumların iflâs etmeleri halinde tasfiye işlemlerini de yürütmektedir. SIPC, aracı kurumlardan toplanan aidatlarla ve aynı zamanda ABD hazinesinin kredileriyle desteklenmektedir. Bkz. SIPC, Questions About SIPC <https://www.sipc.org/for-investors/investor-faqs> (Erişim Tarihi: 13.10.2018); SIPC §78fff-3(a), §78fff-3(d); What SIPC Protects? <https://www.sipc.org/for-investors/what-sipc-protects> (Erişim Tarihi: 13.10.2018); The SIPC Fund, <https://www.sipc.org/about-sipc/the-sipc-fund> (Erişim Tarihi: 13.10.2018); Karen A. **Caplan**/ Alex **Kuczynski**, “Cross-Border Broker Dealer Insolvencies”, Corporate Rescue, Vol. 1, Issue 2, Kluwer Law International 2004, s. 38; **Küçüksozen**, s. 47 vd.; **Karababa**, s. 62. Ülkemizde SIPC’nin karşılığı olan kurum Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM)’dir.<sup>383</sup> Kanunun hazırlanmasında ve kabul edilmesinde senatör Paul Sarbanes ve milletvekili Michael Oxley’nin katkısı olduğundan kanun Sarbanes-Oxley Kanunu olarak adlandırılmaktadır.

<sup>384</sup> 2001 yılında ve 2002 yılının ilk aylarında ABD’de meydana gelen ekonomik kriz, bu kanunun kabul edilmesinde etkili olmuştur. ABD’de enerji sektöründe faaliyet gösteren ve halka açık olan Enron şirketinde, yöneticilerin gelirlerini artırmak için kanun dışı faaliyetlerde bulunması ve bağımsız denetim şirketinin işini düzgün yapmayarak şirketin mali durumunu çok iyi göstermesi, ancak şirketin 2001 yılı sonunda iflâsını açıklaması üzerine başlayan ve birçok yatırımcının zarar görmesine neden olan bu kriz “*Enron Krizi*” olarak adlandırılmaktadır. Sadece bu şirketlerin yönetimi değil aynı zamanda bu şirketleri denetleyen bağımsız denetim şirketleri de bu krizin sebebi olarak gösterilmiştir, Levent **Özkul**, ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD’de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu’nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul 2003, s. 2.

<sup>385</sup> Kâr amacı gütmeyen PCAOB, bağımsız denetime tabi olan ortaklıkları ve bu ortaklıkları denetleyen bağımsız denetleme kuruluşlarını ve bağımsız denetçileri denetler, bunların muhasebe ve denetim standartlarına uygun olmalarını sağlar (Sarbanes-Oxley Kanunu, SEC. 101. ø15 U.S.C. 7211). PCAOB, SEC’in gözetimi ve denetimine tabidir.

finansal sektördeki tüketicinin korunması amacıyla Tüketicinin Finansal Korunması Bürosu (*Consumer Financial Protection Bureau – CFPB*) oluşturuldu<sup>386</sup>. Dodd-Frank Kanunu, yatırımcının korunması ile ilgili daha sıkı şartlar kabul etmiş ve aynı zamanda tezgahüstü türev araç piyasalarının da şeffaflığının artırılmasına ilişkin düzenlemeler getirmiştir. Dodd-Frank Kanunu tarafından getirilen en önemli yeniliklerden biri de alım satım sözleşmesi konusu türev araçların takasının merkezi karşı taraf sistemi<sup>387</sup> üzerinden yapılmasını mecburi hale getirmesi olmuştur<sup>388</sup>.

## B. Birleşik Krallık

İngiltere’de sermaye piyasasıyla ilgili temel düzenleme 2000 yılında kabul edilen Mali Hizmetler ve Piyasalar Kanunu (*Financial Services and Markets Act – FSMA*)’dur<sup>389</sup>. FSMA’nın amacı, piyasa güvenilirliğinin sağlanması, finansal piyasayla ilgili bilgilendirmelerin yapılması, yatırımcıların korunması ve finansal suçların azaltılmasıdır<sup>390</sup>.

1986 yılında İngiltere’de rekabetin artması için Finansal Hizmetler Kanunu (*Financial Services Act of 1986*) kabul edilmiş, kanun çerçevesinde öz-düzenleyici kuruluşlar oluşturulmuş bu kuruluşlar arasında işbirliğinin sağlanması görevi ise Menkul Kıymetler Yatırım Kurulu (*Securities Investment Board – SIB*) oluşturularak ona verilmiştir<sup>391</sup>.

<sup>386</sup> CFPB, yatırımcıların yatırım kuruluşlarının haksız ve suistimal derecesindeki davranışlarından ötürü zarar görmelerini engelleme amacıyla kurulmuştur, Barbara **Black**, “How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 2010, C. 13, S. 1, s. 59.

<sup>387</sup> Merkezi karşı taraf sistemiyle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Aşağıda, İkinci Bölüm, § 2, II, H, 2.

<sup>388</sup> Davis Polk, Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010, s. 52-53 [https://www.davispolk.com/files/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910\\_Financial\\_Reform\\_Summary.pdf](https://www.davispolk.com/files/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf) (Erişim Tarihi: 29.11.2018).

<sup>389</sup> Bu kanundan önce Birleşik Krallık, 1720 yılında sermaye piyasasında meydana gelen aldatıcı hareketleri önleyebilmek için Kraliyet izni olmaksızın halka açık ortaklık kurulmasını engelleyen Kraliyet Borsası ve Londra Sigorta Şirketi Kanunu (*Royal Exchange and London Assurance Corporation Act – Bubble Act*)’nu kabul etmiştir. Oldukça sınırlandırıcı hükümler içeren Kraliyet Borsası ve Londra Sigorta Şirketi Kanunu, sermaye piyasasının gelişimini engellediği gerekçesiyle 1825 yılında yürürlükten kaldırılmıştır. Daha sonra İngiltere’de 1958 yılında Dolandırıcılığın Önlenmesi Kanunu (*Prevention of Fraud (Investments Act)*) kabul edilmiştir.

<sup>390</sup> Justin **O’Brien**, *Private Equity, Corporate Governance And The Dynamics Of Capital Market Regulation*, Imperial College Press 2007, s. 143, 144.

<sup>391</sup> SIB, ABD’de SEC’e benzer bir kurumdur.

Finansal Hizmetler Kanunu ile yatırımcıların korunmasına yönelik “tazmin fonu” (*Compensation Fund*) oluşturulmuştur. Bu amaçla SIB, aracı kurumların mali yetersizliğe düştüğü durumda yatırımcıların belirli limitler dahilinde zararlarının tazmin edilmesini sağlayan Yatırımcı Tazmin Planını<sup>392</sup> (*Investor Compensation Scheme*) gerçekleştirmektedir.

İngiltere Maliye Bakanlığı, 1997 yılında tek bir finansal hizmetler düzenleyicisi kurulduğunu ilan etmiş ve bankacılık sektörüne ve sermaye piyasası sektörüne ilişkin tüm yetkiler SIB’te toplanmış, SIB de isim değiştirerek Finansal Hizmetler Otoritesi (*Financial Services Authority – FSA*) ismini almıştır<sup>393</sup>.

Mali piyasaların gelişmesi, yeni finansal araçların ortaya çıkması gibi nedenlerle İngiltere’de yeni yasal düzenlemeler yapma gereği doğmuştur<sup>394</sup>. 2012 tarihli Finansal Hizmetler Kanunu, Finansal Hizmetler Otoritesi yerine Finansal Yürütme Otoritesi (*Financial Conduct Authority- FCA*), Tedbirlilik Düzenleme Otoritesi (*Prudential Regulation Authority – PRA*) kurulmasını öngörmüştür<sup>395</sup>. FCA, finansal piyasaların düzgün şekilde işlemesi için finansal piyasalar ve finansal kurumlarla ilgili düzenlemeler yapar. Finansal ürünlerle ve finansal kuruluşlarla ilgili asgari düzeyde standartlar koyar ve finansal kuruluşları denetleme yetkisi vardır. PRA ise bankalar, kredi kuruluşları, sigorta şirketleri ve büyük yatırım kuruluşları ile ilgili düzenlemeler yapar. Bu kuruluşların güvenli, sağlam ve düzgün biçimde işlemlerini sağlamaya çalışır ve onları denetler<sup>396</sup>.

2016 yılında, İngiltere’deki son ekonomik reformları yasallaştırabilmek için İngiltere Merkez Bankası ve Finansal Hizmetler Kanunu (*Bank of England and Financial Services Act 2016*) kabul edilmiştir<sup>397</sup>.

<sup>392</sup> Yatırımcı Tazmin Planı, ABD’deki SIPC ve ülkemizdeki YTM ile aynı amaca hizmet etmektedir.

<sup>393</sup> Rüya Eser, İngiltere’de Finansal Piyasaların Düzenlenmesinde Finansal Hizmetler Kurumu, 2001, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, s. 4. FSA, 01.12.2001 tarihinde faaliyetlerine başlamıştır, Rosa M. Lastra, “The Governance Structure For Financial Regulation And Supervision In Europe”, Columbia Journal of European Law, Fall 2003, s. 51.

<sup>394</sup> Bu sebeple 2000 yılında Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu (*Financial Services and Markets Act 2000 –FSMA*) kabul edilerek 1986 tarihli Finansal Hizmetler Kanunu’nu yürürlükten kaldırmıştır. 2012 yılında ise 2012 tarihli Finansal Hizmetler Kanunu (*Financial Services Act of 2012*) kabul edilerek Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu’nda önemli değişiklikler yapılmıştır.

<sup>395</sup> Ayrıca İngiltere Merkez Bankası Finansman Politikası Komitesi (*Bank of England Financial Policy Committee- FPC*) kurulmuştur.

<sup>396</sup> Bkz. About the FCA, <https://www.fca.org.uk/about/the-fca> (Erişim Tarihi: 19.10.2018).

<sup>397</sup> Bu kanun, İngiltere Merkez Bankası’nın yapısını düzenlemekte ve finansal piyasaya ilişkin düzenlemeler içermektedir.



FSMA ile “tazmin fonu” tekrar düzenlenerek “finansal hizmetler tazmin planı” (*Financial Services Compensation Scheme – FSCS*) oluşturulmuştur. FSCA, 30.01.2017 tarihinden sonra yükümlülüklerinde temerrüde düşmüş aracı kurumların yatırımcıların ençok 85.000 GBP kadar olan zararlarının %100’ünü karşılamaktadır. FSCA, FCA ve PRA’nın aracı kurumların ödedikleri vergilerle finanse edilmektedirler. Böylelikle FSCS, finansal piyasalarda güvenin temin edilebilmesi için yatırımcılara tazmin hizmeti vermektedir<sup>398</sup>.

### C. Almanya

Yukarıda açıklanmaya çalışıldığı üzere, Almanya, bankaların mali piyasanın her alanında faaliyet göstermesine izin veren “evrensel bankacılık sistemi”ni benimsemiştir. Başta ABD olmak üzere Anglo-Sakson hukuk sistemine sahip ülkelerin aksine kıta Avrupası hukuk sistemindeki Almanya’da ortaklık pay sahibi haklarının kısmen daha kısıtlı olduğu, daha çok kreditorlerin ve bankaların korunduğu, banka odaklı bir finansal sistem kabul edilmiştir. Zira, 1970’li yıllara kadar Almanya’da sermaye piyasası denildiği zaman akla anonim ortaklık paylarının ihraç edilmesine, alınıp satılmasına ilişkin kurallar ve bu ihraca ve alım satıma aracılık eden bankalar gelmekteydi<sup>399</sup>. Bu durum da Alman sermaye piyasasının göreceli olarak daha az gelişmesine neden olmuştur. Bu sorunu aşabilmek için Almanya, 1989 yılında Berlin Duvarı’nın yıkılmasından sonra sermaye piyasası alanında bir dizi reform yapma yoluna gitmiştir<sup>400</sup>.

1990 yılına kadar Almanya’da menkul kıymet ihracına ve alım satımına ilişkin menkul kıymetler kanununda, anonim ortaklıklar kanununda ve bankacılık kanununda parça parça düzenlemeler vardı ve yatırımcıların korunmasıyla ilgili derli toplu yasal bir düzenleme bulunmamaktaydı<sup>401</sup>. 1990 yılında kabul edilen Halka Arz Kanunu (*Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz*) ile ilk kez halka arz edilecek olan tüm menkul kıymetler için izahname (*prospekt*) hazırlanmasını öngörüyordu<sup>402</sup>. ABD’deki SEC’in

<sup>398</sup> Bkz. FSCS Mission and Role, <https://www.fscs.org.uk/about-fscs/organisational-information/mission-and-aims/> (Erişim Tarihi: 19.10.2018).

<sup>399</sup> Fatih **Bilgili**, “Almanya’da Sermaye Piyasasının Hukuki Yapısı ve Piyasa Üzerindeki Kamusal Denetim”, *BATİDER* 2001, C.21, S.2, s. 181, 182.

<sup>400</sup> Eric **Nowak**, “Recent Developments In German Capital Markets and Corporate Governance”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, Vol. 14, No. 3, s. 39.

<sup>401</sup> **Nowak**, s. 40.

<sup>402</sup> **Bilgili**, s. 181.

öngördüğü kadar ayrıntılı ve sıkı şartlar öngörülmesine de bu kanun Almanya'da yatırımcının korunması konusundaki ilk yasal düzenlemeydi<sup>403</sup>.

1990 yılında Birinci Finansal Piyasalar Teşviki Kanunu (*Erstes Finanzmarktförderungsgesetz – Erste FFG*) ise yatırımcının korunması ve sermaye piyasası ile ilgili ikinci önemli kanundur<sup>404</sup>.

Alman sermaye piyasasında uluslararası standardı yakalayan düzenleme ise 1994 yılında İkinci Finansal Piyasalar Teşviki Kanunu (*Zweites Finanzmarktförderungsgesetz – Zweite FFG*) ve bu kanunu tamamlayan ve onun en önemli unsuru olan Alman Menkul Kıymetler Ticareti Kanunu (*Wertpapierhandelsgesetz – WpHG*)'dur<sup>405</sup>.

WpHG'nin getirdiği en önemli yenilik, ABD'deki SEC'e benzer yapı olan Federal Menkul Kıymetler Denetim Kurumu (*Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel – BAWe*)'nun kurulması olmuştur. Bu kanunla aynı zamanda ilk kez yasal olarak bilgi suistimali eylemi yasaklanmış ve Alman ortaklıklarına daha geniş anlamda kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirilmiştir<sup>406</sup>.

1998 yılında Üçüncü Finansal Piyasalar Teşviki Kanunu (*Drittes Finanzmarktförderungsgesetz- Dritte FFG*) yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla özel sermaye yatırımları teşvik edilmiş, girişim sermayesi fonları desteklenmiştir.

Bir diğer önemli düzenleme, 1998 yılında kabul edilen Ortaklıkların Kontrolü ve Şeffaflığı Kanunu (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich- KonTraG*)'dur. Bu kanunla, Alman gözetim ve denetim kurumlarının etkinliğinin

---

<sup>403</sup> **Nowak**, s. 40.

<sup>404</sup> Bu kanunla, yatırım rehberi oluşturulması, yatırımlar için öngörülen vergilerin kaldırılması gibi küçük çapta düzenlemeler yapılmışsa da bunlar yine de sermaye piyasasının gelişmesi yönünde atılan adımlar olarak öngörülmüştü, **Nowak**, s. 40.

<sup>405</sup> Bu düzenlemeyle ABD'deki düzenlemelerle dahi kıyaslanabilecek bir sermaye piyasası mevzuatı kabul edildi ve Alman sermaye piyasasının uluslararası düzeyde gelişiminin önü açılmış oldu, **Nowak**, s. 41.

<sup>406</sup> BAWe'in görevi, Alman Maliye Bakanlığı altında bağımsız federe bir üst kuruluş olarak menkul kıymetler ve türev araç piyasalarının düzgün işlenmesini, piyasa şeffaflığını ve güvenini temin ederek yatırımcıların korunmasını sağlamaktır.

artırılması ve yatırım camiasına yapılacak kamuyu aydınlatma açıklamaları düzenlenmiştir<sup>407</sup>.

2002 yılında, Menkul Kıymetlerin İktisabı ve Devri Kanunu (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG*) kabul edilmiş ve BAWe'e ortaklık birleşmelerini denetleme yetkisi verilmiştir. Piyasa sağlamlığı, yatırımcıların korunması, şeffaflık ve kamuyu aydınlatmayla ilgili düzenlemelerin yer aldığı Dördüncü Finansal Teşvik Kanunu (*Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – Vierte FFG*) kabul edilmiştir<sup>408</sup>.

Buna ilaveten 2002 yılında bankacılık, sigortacılık ve sermaye piyasası arasındaki çizgilerin artık net olmadığı, yatırımcıların her üç sektörle ilgili karmaşık finansal hizmetler talep etmesi nedeniyle bankaların, sigorta şirketlerinin ve yatırım kuruluşlarının birbirleriyle rekabete girdiği kabul edilerek bu finansal sektörlerde yetkili devlet kurumlarının tek bir kurumda birleştirilmesi (*Allfinanz*) kabul edilmiştir<sup>409</sup>. Bu sebeple 22.04.2002 tarihinde Birleştirilmiş Finansal Hizmetler Denetim Kanunu (*Gesetz über die integrierte Finanzaufsicht – FinDAG*) kabul edilmiş ve Federal Finansal Denetleme Kurumu (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin*) oluşturulmuştur<sup>410</sup>.

Bankacılık, sigortacılık ve sermaye piyasası işlemlerinin tek bir kurum tarafından gözetim ve denetiminin yapılması kararlaştırılmış olsa da bu finansal sektörlere ilişkin kendi ayrı kanunları yürürlükte kalmaya devam etmiştir. Alman Bankalar Kanunu (*Gesetz über das Kreditwesen- KWG*), Sigortacılık Denetim Kanunu (*Versicherungsaufsichtsgesetz - VAG*) ve Alman Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu halen yürürlükte olup BaFin tarafından uygulanmaktadır. BaFin'in organizasyon yapısı içerisinde bankacılık, sigortacılık ve sermaye piyasasına ilişkin ayrı departmanların yer alması da bu üç finansal sektör arasındaki farklılıkların hâlen hesaba katıldığını göstermektedir<sup>411</sup>.

---

<sup>407</sup> KonTraG ile ayrıca yönetim kurullarına yeterli risk yönetimi ve iç denetim sistemi oluşturma yükümlülükleri getirilmiştir. Yönetim kurullarının dürüst olmayan aldatıcı hareketleriyle ilgili hukuksal sorumlulukları da artırılmıştır, **Nowak**, s. 45.

<sup>408</sup> Bu kanun ile piyasa manipülasyonu ve menkul kıymetlerin değerlerini etkileyen spekülasyon hareketleriyle ilgili BAWe'e denetleme yükümlülüğü getirilmiştir.

<sup>409</sup> **Lastra**, s. 50; **Martin Schüller**, *Integrated Financial Supervision in Germany*, Discussion Paper No. 04-35, Center for European Economic Research, 2004 Zew Mannheim, s. 2: Dresdner Bankası'nın Allianz şirketi tarafından devralınması bu süreci başlatan olaylardandır.

<sup>410</sup> BaFin, 01.05.2002 tarihinde düzenleme ve denetleme faaliyetlerine başlamıştır.

<sup>411</sup> **Lastra**, s. 52; **Schüller**, s. 15, 16.

## D. İsviçre

İsviçre, AB ülkeleri arasında yer almadığı için AB düzenlemelerinin İsviçre üzerinde bir yaptırımı yoktur. Ancak, İsviçre sermaye piyasası oyuncularının AB’de rahatlıkla işlemlerde bulunabilmelerini sağlamak amacıyla İsviçre sermaye piyasası düzenlemeleri birçok AB standartlarıyla uyumlu hâle getirilmiştir.

İsviçre’deki<sup>412</sup> sermaye piyasası düzenlemeleriyle ilgili hukuksal yapıya bakıldığında karşımıza ilk önce İsviçre Borçlar Kanunu çıkmaktadır. İsviçre Borçlar Kanunu, halka arz edilen paylar ve borçlanma araçları için öngörülen izahname şartlarını düzenler.

İsviçre’de 24 Mart 1995 tarihinde, borsa aracı kurumlarına ilişkin şartları ve menkul kıymetler piyasasına ilişkin düzenlemeleri içeren Menkul Kıymetler Borsası ve Menkul Kıymetlerin Alım Satımı Kanunu (*Stock Exchange and Securities Trading Act - SESTA*) kabul edilmiştir. Bu kanunla, bireysel yatırımcıların korunması ve piyasanın düzgün şekilde işlemesi ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Kanunda borsa, aracı kurumlar, paysahipliğinin ve pay alım teklifinin kamuya duyurulmasına ilişkin hükümler yer almaktadır<sup>413</sup>.

İsviçre Finansal Piyasaların Denetimi Kurumu (*Swiss Financial Market Supervisory Authority – FINMA*) 22.06.2007 tarihli Finansal Piyasaların Denetimi Kanunu (*Financial Market Supervision Act – FINMASA*) ile kurulmuştur. FINMASA, bankaların, sigorta şirketlerinin ve diğer finansal kurumların devlet adına gözetim ve denetimini

---

<sup>412</sup> İsviçre’deki federal yapı nedeniyle, çeşitli yerel borsalar bulunmasına ve ticari aracılar faaliyet göstermesine rağmen Zürih Borsası 1873 yılında Avrupa’daki diğer ülkelere göre daha geç kurulmuştur. İsviçre Borsası öz-düzenleyici bir kuruluş olduğu için bu borsaya kabul edilme, kotasyon, kamuyu aydınlatmayla ilgili düzenlemeleri mevcuttur, Jeffrey **Golden**, *International Capital Markets Review*, Eight Edition, *The Law Reviews*, 2018, s. 312. 1884 yılında Bern Borsası (*BX – Berne Exchange*), 1850 yılında Cenevre Borsası, 1876 yılında Basel Borsası kurulmuştur. Bern Borsası haricindeki bu borsalar 1995 yılında birleştirilmiş ve Zürih merkezli İsviçre Borsası (*SIX- Swiss Exchange*) kurulmuştur. Bern Borsası ise bu oluşuma katılmayarak kendi tüzel kişiliğini korumuş ve faaliyetlerine devam etmiştir, Ekin **Fıkrkoca**, İsviçre Sermaye Piyasası, Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği, Sermaye Piyasasında Gündem, S. 49, Eylül 2006 s. 8 [https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim\\_Yavin\\_ve\\_Raporlar\\_Avlik\\_Yavinlar\\_2006\\_gundem\\_200609.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim_Yavin_ve_Raporlar_Avlik_Yavinlar_2006_gundem_200609.pdf) (Erişim Tarihi: 05.11.2018). Bern Borsası, İsviçre Borsası’na kotasyon koşullarını taşımayan daha küçük ölçekli şirketlerin yer aldığı bir borsadır.

<sup>413</sup> Stephan **Werlen/Kaspar Landolt**, *Securities Law in Switzerland*, s. 8. <https://cms.law/en/CHE/Publication/Securities-Law-in-Switzerland> (Erişim Tarihi: 21.10.2018).

düzenleyen bir kanundur<sup>414</sup>. FINMA ise bankaların, sigorta şirketlerinin, borsaların, aracı kurumların ve yatırım fonlarının gözetimini ve denetimini yapan kuruluştur<sup>415</sup>.

1 Ocak 2010 tarihinde kabul edilen Menkul Kıymetler Kanunu (*Swiss Federal Act on Intermediated Securities- FISA*), menkul kıymetlerin saklanması ve devredilmesine ilişkin hükümler içermektedir.

19.06.2015 tarihinde Finansal Altyapı Kuruluşları ve Menkul Kıymetler ve Türev Araçların Alım Satımı Piyasası Federal Kanunu (*Federal Act on Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading- FMIA*) finansal altyapı kuruluşlarının organizasyonu ve işleyişiyle ve menkul kıymet ve türev araçların alım satımı piyasasındaki katılımcıların faaliyetleriyle ilgili düzenlemeler içerir<sup>416</sup>.

## E. Japonya

Japonya, Asya kıtasının en önemli sermaye piyasası hareketliliğine sahip ülkelerinden biridir<sup>417</sup>. Japonya’da tüm finansal sistemi düzenleyen tek bir kanun bulunmamaktadır. Bankalar Bankacılık Kanunu (*Banking Act*), sermaye piyasası Finansal Araçlar ve Borsa Kanunu (*Financial Instruments and Exchange Act - FIEA*) ile düzenlenir. FIEA<sup>418</sup> ve Hükümet Kararnameleri (*Cabinet Orders*) Japon sermaye piyasasındaki en temel ve etkili düzenlemelerdir<sup>419</sup>.

Finansal Hizmetler Kurumu (*Financial Services Agency - FSA*), Japon sermaye piyasasının istikrarlı bir şekilde işlemeden, yatırımcıların korunmasından ve sermaye piyasası araçlarına yönelik işlemlerin gözetiminden sorumlu kuruluştur. FSA, günlük piyasa gözetimi, finansal kurumların denetimi, kamuyu aydınlatma belgelerinin denetimi

<sup>414</sup> FINMA’s Legal Basis, <https://www.finma.ch/en/documentation/legal-basis/laws-and-ordinances/finma/> (Erişim Tarihi: 21.10.2018).

<sup>415</sup> FINMA anılan alanlarda gözetim yapmasının yanında düzenlemeler de yapmakta ve alt kuruluşların kararlarını gözden geçirmektedir.

<sup>416</sup> Jeffrey **Golden**, International Capital Markets Review, Eight Edition, The Law Reviews, 2018, s.312.

<sup>417</sup> Reha **Tanör**, Türk Sermaye Piyasası, 2. Cilt, Halka Arz, İstanbul 2000, s. 15.

<sup>418</sup> FIEA, sermaye piyasasının adil şekilde işlemesi ve yatırımcıların korunması temelinde sermaye piyasası araçlarının arzını ve satışını düzenler. FIEA, FIEA haricindeki bir kanunla düzenlenen diğer finansal kurumlar için de önem arz eder. Zira, bu kanunlar da hükümlerinde FIEA’ya atıfta bulunur. FIEA haricinde belirli finansal işlemler için kabul edilmiş başka kanunlar da vardır. Örneğin, Türev Araçlar Kanunu (*Commodity Derivatives Act*), Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları Kanunu (*The Act on Investment Trusts and Investment Corporations*), Aktiflerin Menkul kıymetleştirilmesi Kanunu (*The Act on Securitization of Assets*) bunlardan birkaçıdır.

<sup>419</sup> **Golden**, s. 181.

gibi yetkilerinin bir kısmını Borsa ve Denetleme Komisyonu'na (*Securities Exchange and Surveillance Commission- SESC*) devretmiştir.

SESC, 1991 yılında 1990 yılındaki birçok sermaye piyasasında meydana gelen skandallardan sonra kurulmuştur. 1990 yılında, birçok siyasetçinin belirli şirketlerin halka açılmadan önce paylarını çok düşük fiyattan satın almaları olayı olan “*Recruit Cosmos*” gibi skandallar meydana gelmiştir<sup>420</sup>. Bu skandallardan sonra sermaye piyasasının daha şeffaf olması ve piyasada etkin gözetimin sağlanması ve herkes için geçerli olan kurallar öngörülme yoluna gidilmiştir<sup>421</sup>.

2011 yılında, FIEA ve Türev Araçlar Kanunu'nda bir dizi değişiklik yoluna gidilmiş e yatırımcının korunması için katı düzenlemeler öngörülmüştür. Ancak bu yatırımcıyı koruyan katı düzenlemelerden profesyonel yatırımcılar hariç tutulmuş, yalnızca bireysel yatırımcıların bu düzenlemelere tabi olması öngörülmüştür<sup>422</sup>. Başka bir deyişle yatırımcılar arasında bir sınıflandırmaya gidilmiştir. 2012 yılında bazı tezgahüstü türev araçlar için merkezi karşı taraf kurumunun zorunlu olarak uygulanması öngörülmüştür<sup>423</sup>.

Japonya'da sermaye piyasası araçlarının birincil piyasalarda ihracı ve halka arzı ile bunların ikincil piyasalarda alım satımı, kamu borçlanma senetleri hariç olmak şartıyla aracı kurumlar tarafından yerine getirilir. Aracı kurumların faaliyette bulunabilmek için Ekonomi Bakanlığı'nın iznini alması ve faaliyette bulunacağı aracılık işlemine ilişkin yetki belgesi alması gerekir. Ülkemizdeki uygulamaya benzer şekilde yetki belgesi verilirken aracı kurumların mali güçleri, personelin güvenilirliği, eğitimi gibi kriterler göz önünde bulundurulur. Aracı kurumlar birden çok yetki belgesi alabilirler<sup>424</sup>.

## **F. Avrupa Birliği Hukuku**

1957 yılında Roma Anlaşması ile kurulan Avrupa Topluluğu (AT)'nin temel amaçlarından biri de topluluk ülkeleri arasında sermayenin serbestçe dolaşabildiği (*free movement of capital*) tek bir finansal piyasa yaratmak olmuştur. Topluluğu oluşturan ülkelerden İngiltere haricindeki diğerler ülkelerde topluluğun kurulma tarihine kadar

<sup>420</sup> Axilrod, s. 481; Kara, s. 39.

<sup>421</sup> Bkz. SESC'in Tarihi <https://www.fsa.go.jp/sesc/english/aboutsesc/01.pdf> (Erişim Tarihi: 03.04.2019).

<sup>422</sup> Golden, s. 185.

<sup>423</sup> Golden, s. 190.

<sup>424</sup> Tanör, s. 16.

neredeysse hiç sermaye piyasasına ilişkin düzenleme yapılmamış olması da Avrupa genelinde tek bir sermaye piyasası yaratma umudunu artırmıştır<sup>425</sup>.

Sermaye piyasasındaki ilk AB yönergeleri, menkul kıymetlerin borsa kotasyonuna alınabilmesi için şartları düzenleyen 5 Mart 1979 tarihli ve 79/279/EEC sayılı yönerge<sup>426</sup>, borsa kotasyonundan önce menkul kıymetlerin kaydını ve bunlarla ilgili ayrıntılı bilgilerin açıklanmasını zorunlu tutan 17 Mart 1980 tarihli ve 80/390/EEC sayılı yönerge<sup>427</sup>, borsa şirketlerinin faaliyetlerine ve finansal tablolarına ilişkin periyodik bilgilendirme raporları hazırlamasını öngören 15 Şubat 1982 tarihli ve 82/121/EEC sayılı yönerge<sup>428</sup>, 12 Aralık 1988 tarihli ve 88/627/EEC sayılı borsa şirketlerinin menkul kıymetlerinin büyük ölçekli alım satımında kamunun aydınlatılması için bilgilendirme yükümlülüğü getiren yönerge<sup>429</sup>. Bu dört yönerge 2001 yılında 2001/34/EC sayılı tek bir yönergede birleştirilerek sermaye piyasası için temel ve derli toplu bir yasal çerçeve oluşturulmaya çalışılmıştır<sup>430</sup>.

<sup>425</sup> Manning Gilbert **Warren**, *European Securities Regulation*, Kluwer Law International, 2003, s. 36. Bu amaca ulaşabilmek için de önce AT sonrasında da AB tarafından düzenlenen ve gelişmiş sermaye piyasası düzenlemelerine ihtiyaç duyulmuştur, **Warren**, s. 1; Eilis **Ferran**, *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, 2004, s.1; Tek bir Avrupa sermaye piyasası oluşturulmasının faydalarına ve güçlüklerine ilişkin bkz. **Warren**, s. 39 vd., Meral **Variş Tezcanlı**/Oral **Erdoğan**, *Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, Mayıs 1996, s. 162, 163.

Ancak, ABD sermaye piyasası hukuku ile karşılaştırıldığında AB ülkelerinin sermaye piyasası İngiltere, Almanya ve Fransa haricindeki ülkelerde daha az gelişmiştir. Bu durum, AB içerisinde bütünleyici ve tekel sermaye piyasası hukuku meydana getirilmeye çalışılırken her AB üyesi ülke için öngörülen hukuki şartların asgari düzeyde tutulmasının ve düzenlemelerin bağlayıcı hukuk kurallarından çok “öneri”, “tavsiye” gibi yönergelerden (direktiflerden) oluşmasının sonucudur, **İhtiyar**, s. 37,38.

<sup>426</sup> 5 Mart 1979 tarihli ve 79/279/EEC sayılı Borsa Resmi Kotuna Alınacak Menkul Kıymetlerin Kotasyon Şartlarının Koordinasyonuna İlişkin Avrupa Konseyi Yönergesi (*Coordinating the Conditions for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing*).

<sup>427</sup> 17 Mart 1980 tarihli ve 80/390/EEC sayılı Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotasyonuna Kabul Edilebilmesi İçin Kotasyon Şartlarının Kaleme Alınması, İncelenmesi ve Dağıtılmasının Koordinasyonuna İlişkin Avrupa Konseyi yönergesi (*Coordinating the Requirements for the Drawing Up, Scrutiny and Distribution of the Listing Particulars to be Published for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing*).

<sup>428</sup> 15 Şubat 1982 tarihli ve 82/121/EEC sayılı Menkul Kıymetleri Resmi Borsada İşlem Gören Şirketlere İlişkin Bilgilerin Periyodik Olarak İlanına İlişkin Avrupa Konseyi Yönergesi (*Information to be Published on a Regular Basis by Companies the Shares of which have been Admitted to Official Stock Exchange Listing*).

<sup>429</sup> 12 Aralık 1988 tarihli ve 88/627/EEC sayılı Borsaya Kayıtlı Bir Şirketin Çoğunluk Paylarının Devralınması ya da Elden Çıkarılması Durumunda İlan Edilecek Bilgilere İlişkin Avrupa Konseyi yönergesi (*Information to be Published when a Major Holding in a Listed Company is Acquired or Disposed of*).

<sup>430</sup> 28 Mayıs 2001 tarihli ve 2001/34/EC sayılı Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulüne ve Bu Kıymetlerle İlgili Olarak İlan Edilecek Bilgilere İlişkin Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Yönergesi (*Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing and on Information to be Published on Those Securities*).

Yatırımcıların korunmasına yönelik 10.5.1993 tarihinde kabul edilen 93/22/EEC sayılı yönerge<sup>431</sup> ile sermaye piyasasına duyulan güveni temin ederek yatırımcının korunmasının sağlanması amaçlanmıştır. Bu yönergede, yatırımcıların yatırım hizmetleri veren kuruluşlar karşısında korunması, yatırımcılar arasında sınıflandırma yapılarak her bir sınıfa yönelik farklı koruma mekanizmaları getirilmesi, yatırımcıların aracı kurumlar nezdindeki malvarlığının aracı kurumun kendi malvarlığından ayrı tutulması, aracı kurumların etik davranış kurallarına aykırı hareketlerinin cezalandırılması gibi düzenlemelere yer verilmiştir. Banka dışı yatırım şirketlerine topluluk üyesi ülke sermaye piyasalarında o ülkenin yetkili sermaye piyasası otoritesinin gözetim ve denetimi altında faaliyette bulunma olanağı da bu yönerge ile tanınan imkanlardandır<sup>432</sup>. Bu yönergede aynı zamanda yatırımcı tazmin sistemine ilişkin düzenlemeler de yer almaktadır.

3.3.1997 tarihinde ise 97/9/EEC sayılı Yatırımcı Tazminat Sistemlerine İlişkin Yönerge kabul edilmiştir<sup>433</sup>. Hâlâ yürürlükte olan bu yönergeyle, her bir üye devletin, aracı kurumların yatırımcılara karşı yükümlülüklerini yerine getiremediği durumda, yatırımcıların tazmin edilmesi için en az bir yatırımcı tazmin sistemi oluşturması zorunluluğu getirilmiştir (97/9/EEC sayılı Yönerge m. 2). Bu şekilde, yatırımcıların sadece kendi ülkelerinde faaliyet gösteren aracı kurumlarla değil diğer birlik üyesi ülkelerin aracı kurumlarıyla çalıştıklarında da yatırımcı tazmin sisteminin varlığını bilerek piyasaya güvenmesi ve işlem sayısını artırması amaçlanmıştır. Yönerge ile her üye ülkenin yapacağı yatırımcı tazmin planına ilişkin düzenlemenin temel çerçevesi ve asgari koşulları belirlenmiştir. Sistemin işleyişine ve yatırımcı tazmin planının üye ülkelerce ne şekilde finanse edileceğine ilişkin kurallar ise üye ülkelerin iç hukukuna bırakılmıştır<sup>434</sup>.

Eğer bir ülke sermaye piyasası düzenleyici ve denetleyici kurumu o ülkenin bir yatırım şirketinin mali sebeplerden ötürü yatırımcıya olan yükümlülüklerini yerine getirmediğine ve yakın zamanda da getiremeyeceğine kanaat getirirse ya da ülkedeki yetkili mahkeme bu konuda bir karar verirse yatırımcı tazmin planı devreye girer

---

<sup>431</sup> 10.5.1993 tarihli 93/22/EEC sayılı Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetlerine İlişkin Yönerge (*Investment Services in the Securities Field*).

<sup>432</sup> Küçüksözen, s. 54.

<sup>433</sup> 3.3.1997 tarihli ve 97/9/EEC sayılı Yatırımcı Tazminat Sistemleri Yönergesi (*Investor-Compensation Schemes*).

<sup>434</sup> Küçüksözen, s. 62.



(97/9/EEC sayılı Yönerge m. 2). Bu durumda yatırımcıya, yatırım kuruluşunda<sup>435</sup> yatırımcı<sup>436</sup> adına bulundurulmuş/ saklanan ve yatırımcıya ödenmesi gereken nakit ödenir veya yatırımcı adına yatırım kuruluşunda bulunan/yönetilen/saklanan ve aynen yatırımcılara iade edilmesi gereken finansal araçlar<sup>437</sup> iade edilir ya da yatırımcı adına yönetilmek üzere yatırım kuruluşunda bulunan ve müşteriye ödenmesi gereken finansal araçlardan kaynaklanan borçlar ödenir (97/9/EEC sayılı Yönerge m. 2).

Anılan yönerge ile her üye devletin, her bir yatırımcının 20.000 Euro'ya kadar olan zararlarının karşılanması amacıyla yatırımcı tazmin sistemi oluşturması gerektiği düzenlenmektedir (97/9/EEC sayılı Yönerge m. 4).

Yatırım kuruluşu yatırımcı tazmin planı çerçevesinde, üyelikten kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getiremez ise yükümlülüklerin yerine getirilmesini temin etmek açısından o ülkenin yetkili otoritesi, yatırımcı tazmin planını yürütenler ile birlikte o yatırım kuruluşu hakkında cezai yaptırımlar da dâhil olmak üzere gerekli tüm önlemleri alır. Yatırım kuruluşu, alınan önlemlere rağmen halen yükümlülüklerini yerine getirmemekte ısrar ederse yatırımcı tazmin planı kapsamındaki üyelikten çıkarılabilir. Bu durumda yatırım kuruluşu ancak yatırımcı tazmin planındaki koşulları asgari olarak taşıyan alternatif bir tazmin planı hazırlayabilirse yatırım hizmet ve faaliyetlerine devam edebilir. Eğer yatırım kuruluşu alternatif tazmin planı sunamazsa, yatırım kuruluşunun yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunabilme yetkisi iptal edilir (97/9/EEC sayılı Yönerge m. 5).

Haziran 2001'de Avrupa Komisyonu tarafından Avrupa Sermaye Piyasası Kurulları Komitesi (*Committee of European Securities Regulators-CESR*) kurulmuştur<sup>438</sup>.

<sup>435</sup> Yönerge'nin 1. maddesinde yatırım kuruluşu, 10.05.1993 tarihli 93/22/EEC sayılı Yönerge çerçevesinde, profesyonel olarak üçüncü kişilere düzenli olarak yatırım hizmeti veren tüzel kişiler olarak tanımlanmıştır.

<sup>436</sup> Yönerge'nin 1. maddesinde yatırımcı, ise yatırım hizmetleri ile ilgili olarak bir yatırım kuruluşuna nakit ya da finansal araçlar emanet eden kişi olarak tanımlanmıştır.

<sup>437</sup> Yönerge'nin 1. maddesinde finansal araçlar, 10.05.1993 tarihli 93/22/EEC sayılı Yönerge çerçevesinde, devredilebilir menkul kıymetler, kolektif yatırım kuruluşlarının katılma belgeleri, para piyasası araçları, vadeli finansal sözleşmeler, vadeli faiz oranı sözleşmeleri, faiz, döviz ve pay senedi swapları, opsiyon sözleşmeleri olarak tanımlanmıştır.

<sup>438</sup> 2000 yılında Avrupa Konseyi, AB sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetimiyle ilgili yöntemlerin kapsamlı şekilde araştırılması için Baron Alexandre Lamfalussy başkanlığında "Akil Adamlar Komitesi" (*The Committee of Wise Men*) atamıştır. Akil Adamlar Komitesi, yaptığı araştırmalarla ilgili Kasım 2000'de ilk raporunu ve Şubat 2001'de de nihai raporunu yayınladı. Nihai rapor, her üye ülke sermaye piyasası kurulundan birer temsilcinin olduğu ve üye ülke sermaye piyasası kurulları arasındaki koordinasyonu sağlayan, Avrupa Komisyonu'na düzenlemelerle ilgili tavsiyelerde bulunan ve AB hukukunun üye ülkelerde iç hukuka dahil edilip uygulanmasına yardımcı olan bir Avrupa Sermaye Piyasası Kurulları Komitesi (*Committee of European Securities Regulators-CESR*) oluşturulmasını öngörüyordu, **Ferran**, s. 61, 78.

01.01.2011 yılında ise CESR, Avrupa Menkul Kıymetler Piyasaları Kurumu (*European Securities and Markets Authority- ESMA*)’na dönüştürüldü. Bağımsız bir sermaye piyasası kurumu olan ESMA’nın amacı, sağlam ve güvenli bir piyasa ile yatırımcıların korunmasını temin ederek sermaye piyasasının gelişmesini sağlamak, AB ülkelerindeki sermaye piyasası kurumları arasındaki koordinasyonu gerçekleştirmektir<sup>439</sup>.

2001 yılında, Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleyicileri Komitesi (*The Forum of European Securities Commissions – FESCO*), “Yatırımcıların Korunmasına İlişkin İş Kuralları Hakkındaki Davranış Esaslarının Uyumlaştırılması Hakkında Standartlar ve İlkeler” isimli bir düzenleme yayınlamıştır. Bu düzenlemede, Avrupa Birliği üyesi ülkelerin sermaye piyasası kurullarının öngördüğü denetim ve gözetim ilkelerinin birbirleriyle uyumlu hale getirilmeleri için belirli standart ve ilkeler öngörülmüştür<sup>440</sup>.

Daha önce de ifade edildiği üzere 21.04.2004 tarihinde 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi (*Directive on Markets in Financial Instruments – MiFID*) kabul edilmiştir. MiFID ile Avrupa Birliği genelinde şeffaflık ilkesinin pekiştirilip kamuyu aydınlatmanın standartlaştırılması yoluyla yatırımcıların korunmasıyla ilgili düzenlemeler kabul edilmiştir. MiFID, finansal kuruluşların, müşteri bilgilerini ne şekilde toplayacağı ve saklayacağı, olası piyasa manipülasyonlarının önüne geçilmesi için işlem detaylarının raporlandırılması gibi hükümler içermektedir.

ABD’deki mortgage krizinden sonra tezgahüstü piyasalarda da düzenleme yapma yoluna giden Dodd-Frank Kanunu’nun kabul edilmesi üzerine AB’de de merkezi karşı taraf sistemine ilişkin çalışmalar yapılması yoluna gidilmiştir. Bu sebeple, Avrupa Piyasa Altyapı Kuruluşları Düzenlemesi (*European Market Infrastructure Regulation – EMIR*)<sup>441</sup> 16.08.2012’de yürürlüğe girmiştir.

23.02.2013 tarihinde ESMA, EMIR ile ilgili teknik standart belgesi hazırlamış ve merkezi karşı taraf sisteminde işlem görecektür araçların çeşitleri ve işlemin taraflarının

<sup>439</sup> ESMA, “Who We Are?”, <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are> (Erişim Tarihi: 19.10.2018).

<sup>440</sup> Ünal **Tekinalp**, “Avrupa Birliği’nde Sermaye Piyasası Yatırımcısının Korunması ve Mesleki Etik Kuralları”, Türk Sermaye Piyasası’nda Mesleki/Etik & Yatırımcı Hakları Sempozyumu, İstanbul, 6 Mart 2012, TSPAKB, s. 55-57.

<sup>441</sup> 04.07.2012 tarihli 648/2012 sayılı Avrupa Konseyi düzenlemesi <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32012R0648> (Erişim Tarihi: 29.11.2018).

sermaye ve teminat yükümlülüklerini belirleyen bir belge yayınlamıştır. Bu belgeyle, EMIR kapsamındaki tüm türev araç işlemlerinin takası için merkezi karşı taraf hizmeti alma zorunluluğu getirilmiştir<sup>442</sup>.

2013 yılında ise tezgahüstü türev araçlar piyasasında yaşanan küresel kriz nedeniyle yeni bir düzenleme yapma ihtiyacı duyulmuştur. Bunun üzerine, 15.05.2014 tarihli 2014/65/EU sayılı 01.01.2018 tarihinde yürürlüğe giren Avrupa Birliği'nin Finansal Araç Piyasaları Yönergesi II (MiFID II) kabul edildi. 2004/39/EC sayılı MiFID yürürlükten kaldırılmıştır. İşlemlerin raporlanması şartlarına ilişkin hükümler ise ayrı bir düzenleme olan 15.05.2014 tarihli 600/2014 sayılı MiFIR'de yer almıştır. MiFID ve MiFIR ile işlem platformlarına, işlem raporlamasına, yatırımcı fonlarının korunmasına ve şeffaflığına ilişkin daha sıkı şartlar ve düzenlemeler getirilmiştir.

#### IV. Türk Hukukunda Yatırımcının Korunması ve İlgili Mevzuat

Ülkemizde sermaye piyasasının ortaya çıkışı Osmanlı Devleti dönemine dayanmaktadır<sup>443</sup>. Osmanlı Devleti döneminde 1864 yılında Galata Borsası'nda "Galata Bankerleri" olarak anılan yabancılar etkin şekilde borsa oyunları yapmakta ve halktan haksız kazanç elde etmekteydi<sup>444</sup>. Bunun üzerine 1866 yılında devlet gözetimi altında fakat galata bankerlerinin etkisi altında Dersaadet Tahvilat Borsası'nın kurulmuştur<sup>445</sup>. Aynı zamanda ilk resmi borsa tüzüğü olan Dersaadet Tahvilat Borsası Tüzüğü yayınlanmış ve borsa dışında borsa işlemlerinin yapılması yasaklanmıştır<sup>446</sup>. Bu borsada devletin esham,

<sup>442</sup> Yakup **Ergincan**/Ümit **Yayla**, "2008 Finansal Krizi Sonrasında AB ve ABD'de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası Kanunu'na Etkileri", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim 2013, s. 59-60.

<sup>443</sup> Avrupa'daki şirketlerin ihraç ettikleri tahviller ve hisse senetleri İstanbul Galata'daki yabancı tacirler tarafından satın alınıyor ve sarrafların aracılık ettiği bir menkul kıymet piyasasında el değiştiriyordu, **Ertuna**, s. 148, 155; Azmi **Fertekligil**, Türkiye'de Borsa'nın Tarihçesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları No. 3, 1993, s. 19; **Yalçın**, s. 89. Osmanlı Devleti'nde sermaye piyasasının gelişim nedeni, batı ülkelerindekinden farklılık göstermiştir. Batı'da sermaye piyasası firmaların projelerinde ihtiyaç duydukları fonların karşılanması nedeniyle ortaya çıkmış iken Osmanlı Devleti'nde sermaye piyasası, hazinenin borçlarını kapatmak üzere fon ihtiyacında olması sebebiyle işlerlik kazanmıştır. Bu sebeple de Osmanlı Devleti döneminde sermaye piyasası tahvil ihraç etme ve bunlar vasıtasıyla halktan fon toplayarak hazinenin borçlarını kapatma yoluna gidilmiştir, Haydar **Kazgan**, Galata Bankerleri, Türk Ekonomi Bankası A.Ş., İstanbul 1991, s. 41; **Fertekligil**, Tarihçe, s. 9, 10; **Civan**, s. 21.

<sup>444</sup> **Kazgan**, Galata Bankerleri, s. 45 vd; Çağlar **Manavgat**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991, 4.

<sup>445</sup> **Ertuna**, s. 147; **Civan**, s. 21; **Yalçın**, s. 89; Ayşe **Sumer**, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul 2002, s. 2; **Karlı**, s. 31; **Adıgüzel**, s. 6; **Korkmaz/Ceylan**, s. 85; Olcay **Işık**, "Hukuki Açından Borsa ve Borsa Türleri", Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 1, S. 1, 2012, s. 218.

<sup>446</sup> **Yalçın**, s. 89: Ancak yine de borsaya tam bir düzen gelmemiş ve borsa dışındaki borsa işlemleri yapılmaya devam etmiştir.

tahvil, hazine ve sergi bonosu isimleriyle anılan borç senetleri, şirketlerin çıkardıkları hisse senetleri ve tahviller işlem görmüş ve kambiyo işlemleri de yapılmıştır<sup>447</sup>.

1906 yılında kabul edilen Esham ve Tahvilat Borsası Nizamnamesi ile borsanın ismi Esham ve Tahvilat Borsası olarak değiştirilmiş ve borsanın düzgün şekilde işlemesi amacıyla düzenlemeler yapılmıştır<sup>448</sup>. 1908 yılında II. Meşrutiyetle birlikte borsaya Türk şirketlerinin girmesine de izin verilmiş ve böylece birçok şirket kurularak borsaya kote olmuştur<sup>449</sup>.

1914 yılında başlayan Birinci Dünya Savaşı'yla birlikte borsa önemini kaybetmiş ve 1915 yılında ise süresiz olarak tatil edilmiştir. Fakat bu karar yine de Galata'da menkul kıymet alım satım işlemlerinin yapılmasına engel olamamıştır. Birinci Dünya Savaşı'nın sona ermesiyle birlikte borsanın tekrar faaliyete geçmesine izin verilmiştir<sup>450</sup>.

Türkiye Cumhuriyeti'nde 1929 yılında Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu kabul edilmiştir. Ancak 1929 yılı ve devamında tüm dünyada etkisini gösteren ekonomik kriz borsayı olumsuz etkilemiştir<sup>451</sup>. Döviz fiyatlarındaki spekülasyon hareketleri ve Türkiye'deki devletçi politikalar 1950'li yıllara kadar borsanın işlemesinde sorunlar yaratmıştır<sup>452</sup>.

Ülkemizde 1950'li yıllardan itibaren özel teşebbüsün yatırımları artış göstermiş, bu da yatırımlar için finansman ihtiyacını artırmıştır. Bu sebeple ülkemizde sermaye piyasasının gelişimi 1960'lı yıllardan itibaren hız kazanmıştır<sup>453</sup>. Ancak 1960'lı yıllarda gerekli yasal düzenlemeler olmaksızın Hastaş adındaki şirketin hisse senedi ihraç etmesine ve yüksek oranda kâr payı dağıtacağı vaadiyle halktan para toplamasına izin verilmiş ve

---

<sup>447</sup> **Yalçın**, s. 90.

<sup>448</sup> **Sumer**, s. 2.

<sup>449</sup> **Fertekligil**, Tarihçe, s. 49; **Yalçın**, s. 90.

<sup>450</sup> **Yalçın**, s. 90.

<sup>451</sup> Haydar **Kazgan**, Tarih Boyunca İstanbul Borsası, İMKB Yayınları, İstanbul 1995, s. 114.

<sup>452</sup> **Fertekligil**, Tarihçe, s. 147 vd.; **Civan**, s. 22; **Yalçın**, s. 90.

<sup>453</sup> **Muhsin Aslan**, "Sermaye Piyasaları Altyapısı Oluşturulmadan Yapılan Bir Halka Arz Denemesi: Hastaş Vakası", Muhasebe ve Finans Tarihi Araştırmaları Dergisi, Özel Sayı, Eylül 2018, s. 141. 1960'lı yıllarda devlet tarafından yarı mecburi Hürriyet İstikrazı tahvilleri ve tasarruf bonoları çıkarılmış ve ikinci el tahvil piyasası oluşmuştur<sup>453</sup>. Böylece Türkiye'de halkın menkul kıymet kavramını tanımasının yolu açılmıştır, **Tanör**, 1. Cilt, s. 29; **Sumer**, s. 2; **Karlı**, s. 32.

sonunda şirketin iflâs etmesiyle birlikte birçok yatırımcı mağdur olmuştur<sup>454</sup>. 1960lı yılların devamında İstanbul borsasındaki işlemler sınırlı düzeyde kalmış ve borsa daha çok devletin ihraç ettiği borçlanma senetlerinin tescil edildiği bir kurum haline bürünmüştür<sup>455</sup>.

Ülkemizde ekonominin kalkınması için Birinci Beş Yıllık Plan çerçevesinde öngörülen tedbirlerden biri de Sermaye Piyasası Etüdü'nün hazırlattırılması olmuştur. Etüdün amacı, Türkiye'deki tasarrufların kullanımını ve dağılımını etkileyen faktörlerin sistematik incelemesini yapmak, sermaye piyasasının gelişebilmesi için gerekli olan değişiklikleri belirtmek ve bu amaçla kısa sürede uygulanabilecek tedbirleri ve kanun değişikliği önerilerini sunmaktır. Etüd'te öngörülen hukuki tedbirlerden biri de sermaye piyasasındaki tasarruf sahiplerinin korunması idi<sup>456</sup>.

1980 ve 1981 yıllarında ülkemiz ekonomisini sarsan bankerler krizi<sup>457</sup> ile yatırımcıların büyük zarara uğradığı diğer bir vakıa meydana gelmiş ve sermaye piyasasıyla ilgili kanun düzeyinde yasal düzenlemelerin yapılmasını hızlandırmıştır. Bunun üzerine 28 Temmuz 1982'de 2499 sayılı eSerPK kabul edilmiştir.

EserPK ile birlikte ülkemizdeki sermaye piyasası yeni bir yasal çerçeveye oturmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuş ve İMKB yönetmeliği 18.12.1985 tarihinde yürürlüğe girmiştir. EserPK'nın 1. maddesi kanunun konusunu ve amacını "*Bu Kanunun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir*" şeklinde belirlemiştir. Böylece, ülkemizde sermaye piyasası yatırımcısının korunması ile ilgili ilk kez kanun seviyesinde

<sup>454</sup> Adıgüzel, s. 7; Hastaş Vakası olarak isimlendirilen ve çok sayıda yatırımcının birikimlerini kaybedip mağdur olmasına yol açan bu olayın meydana gelmesindeki nedenler için bkz. Aslan, M. s. 158 vd.

<sup>455</sup> Yalçın, s. 91.

<sup>456</sup> Poroy/Erem, s. 41 vd.

<sup>457</sup> Bankerler krizi, 1981 yılının sonunda bankerlerin ihraççı firmadan tahvilleri düşük fiyattan satın alıp tasarruf sahiplerine çok yüksek bir faiz geliri sağlayacak şekilde satması ile başlamıştır. Bankerler, faiz serbestisi nedeniyle çok yüksek oranlarda faiz vad ederek halktan topladıkları paraları likiditesi olan yatırımcılara yönlendirmemiş, nihayetinde bankerlerin ve bazı bankaların iflâs etmesi sonucu da onbinlerce yatırımcının tasarruflarını kaybetmesi ve sermaye piyasasına ve hükümete duyulan güvenin derin şekilde sarsılması söz konusu olmuştur, Tanör, 1. Cilt, s. 32; Küçüksozen, s. 76; Karlı, s. 33; Fertekligil, Tarihçe, s. 213 vd; Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 6; Adıgüzel, s. 7; Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 6; Adıgüzel, s. 7; Memiş/Turan, s. 23, 24; Işık, s. 220.

yasal düzenleme yapılmıştır. Bu amaç doğrultusunda, Türkiye'nin ilk düzenleyici ve denetleyici kurumu olan Sermaye Piyasası Kurulu 13 Ocak 1982 tarihinde kurulmuştur.

Ancak ESerPK'nın kabul edilme sürecinde yaşanan gecikmeler kanunun sermaye piyasasındaki son gelişmeler hakkında düzenlemeler içermemesi ve tutarsız, çelişkili ifadelerin yer almasına neden olmuş ve anılan kanunda önemli birtakım değişiklikler yapılması gerekliliği hissedilmiştir. Bu nedenle, eSerPK 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile bir dizi değişikliğe uğramıştır<sup>458</sup>.

ESerPK yürürlükte iken hızlı şekilde yeni finansal ürünlerin ortaya çıkması hem de ülkemizde, İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Projesi (İFM)<sup>459</sup> ile sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve evrensel düzeydeki kriterlere uygunluğunun sağlanması amacıyla başlatılan proje, yeni bir sermaye piyasası kanunu hazırlanmasını gerektirmiştir. Çünkü, 2009 yılında yayınlanan İFM Stratejisi ve Eylem Planı<sup>460</sup> ile İstanbul'un finansal hizmet kalitesi ve finansal ürün çeşitliliği ile gerek bölgesel gerek küresel sermayenin çekim merkezi olması hedeflenmektedir. Bunun yollarından biri olarak da 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun ve ikincil mevzuatların küresel piyasalara uyum sağlamak için hızlı şekilde yayınlanması amaçlanmıştır. Bunun üzerine, 6362 sayılı SerPK, 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

SerPK, tasarlanırken üç hedef üzerinde durulmuştur. Bunlardan birincisi, AB sermaye piyasası mevzuatıyla uyum sağlamaktır. Bu bağlamda, AB'de sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler, yönergeler, stratejik uygulama kararları, Avrupa Komisyonu açıklamaları, planlar dikkate alınarak SerPK hazırlanmıştır. İkincisi, 6102 sayılı TTK ile uyum sağlanmasıdır. Son olarak 2008 yılında ABD'de ortaya çıkan mortgage krizinde

---

<sup>458</sup> 13.05.1992 tarihli ve 21227 sayılı Resmi Gazete ile yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>459</sup> Dokuzuncu Kalkınma Planında yer alan İstanbul'un uluslararası finans merkezi olması hedefi açıklanmış ve 01.05.2010 tarihli, 27568 sayılı RG'de "İstanbul Uluslararası Finans Merkezi İdari Yapılanması" konulu Başbakanlık Genelgesi yayınlanmıştır.

<sup>460</sup> İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı (Strateji ve Eylem Planı) 29 Eylül 2009 tarihli ve 2009/31 sayılı Yüksek Planlama Kurulu Kararıyla onaylanarak ve 02.10.2009 tarihli ve 27364 sayılı RG'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığının 14.9.2009 tarih ve MY-74 sayılı yazısı neticesinde Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı tarafından hazırlanan ekli "İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Strateji Belgesi"nin kabulüne, 540 sayılı KHK'nın m. 5 uyarınca Yüksek Planlama Kurulu tarafından karar verilmiştir. 02.10.2009 tarihli ve 27364 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

ABD'nin ve AB'nin çıkardığı derslerin SerPK'nın düzenlenmesinde dikkate alınması hedeflenmiştir<sup>461</sup>.

Türk sermaye piyasası hukukunda yatırımcının korunmasıyla ilgili Anayasa, kanunlar, yönetmelikler, tebliğler ve SPK'nın çıkardığı ilke kararları olmak üzere çeşitli normlarda düzenlemeler bulunmaktadır. Bu düzenlemeleri incelemeye geçmeden önce hukukumuzdaki normlar hiyerarşisini incelemekte fayda vardır.

21.01.2017 tarihli ve 6771 sayılı Anayasa Değişikliği Kanunu ile hukumuza "Cumhurbaşkanlığı kararnameleri" isimli düzenlemeler girmiştir. Cumhurbaşkanlığı kararnameleri eskiden var olan ancak şu anda kaldırılan kanun hükmünde kararnamelerin yerine getirilmiştir. Kanun hükmünde kararnameler, tüzükler, Bakanlar Kurulu yönetmelikleri ve başbakanlık yönetmelikleri de aynı kanun ile uygulamadan kaldırılmıştır<sup>462</sup>.

Anayasa Değişikliği Kanunu'na göre Cumhurbaşkanlığı kararnameleri, normlar hiyerarşisinde kanun altı seviyede bulunur. Anayasa'ya göre kanun hükümleriyle cumhurbaşkanlığı kararnamesi çatışırse kanun hükümleri uygulanır (Anayasa m. 104). Normlar hiyerarşisinde Cumhurbaşkanlığı kararnamelerinden sonra olağanüstü hâl Cumhurbaşkanlığı kararnameleri<sup>463</sup>, yönetmelikler, tebliğler, adsız düzenleyici işlemler gelmektedir<sup>464</sup>.

## A. Anayasa

Anayasa'nın 5. maddesine göre devletin görevi, kişinin temel hak ve hürriyetlerini, sosyal hukuk devleti ve adalet ilkeleriyle bağdaşmayacak derecede sınırlandıran siyasal, ekonomik ve sosyal engelleri kaldırmak ve insanın maddi ve manevi varlığının gelişmesi için gerekli şartları hazırlamaktır. Sermaye piyasası hukukunun temel kaynağını ise "piyasaların denetimi ve dış ticaretin düzenlenmesi" başlıklı Anayasa'nın 167. maddesi oluşturmaktadır. Anayasanın bu hükmüne göre "*devlet, para, kredi, sermaye, mal ve*

<sup>461</sup> Ünal **Tekinalp**/Ersin **Çamoğlu**, Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu, İstanbul, Temmuz 2018, s. 7-9.

<sup>462</sup> 21.01.2017 tarihli ve 6771 sayılı Anayasa Değişikliği Kanunu geçici m. 21 uyarınca Anayasa Değişikliği Kanunu yürürlüğe girmezden evvel yürürlükte bulunan bu hukuk kurallarının geçerlilikleri devam etmektedir.

<sup>463</sup> Olağanüstü hâl cumhurbaşkanlığı kararnameleri olağanüstü hâlde kanun hükmündedir. Bkz. Anayasa Değişikliği Kanunu m. 12.

<sup>464</sup> Kemal **Gözler**, Hukuka Giriş, 15. Baskı, Bursa, Ağustos 2018, s. 158.

*hizmet piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlayıcı ve geliştirici tedbirleri alır; piyasalarda fiili veya anlaşma sonucu doğacak tekelleşme ve kartelleşmeyi önler*". Görüldüğü üzere, devletin görevi, sermaye piyasasının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlamak olup devletin bu görevini yerine getirebilmesi için düzenleme yapma yetkisi bulunmaktadır. İşte, devletin Sermaye Piyasası Kanunu'nu çıkararak sermaye piyasasını düzenlemesi Anayasa'nın 167. maddesinde kendisine verilen göreve ve yetkiye dayanmaktadır<sup>465</sup>.

## **B. Kanunlar**

### **1. SerPK**

6362 sayılı yürürlükteki SerPK m.4 hükmü uyarınca, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve SPK tarafından bu izahnamenin onaylanması gerekir<sup>466</sup>. Kurul'un izahnameyi onaylayabilmesi için, izahnamedeki bilgilerin tutarlı, anlaşılır ve eksiksiz olduğuna kanaat getirmesi gerekir (SerPK m. 4). Ancak yatırıma ilişkin son değerlendirme yatırımcıya aittir<sup>467</sup>.

SerPK'nın "Amaç" başlıklı 1. Maddesinde kanunu amacı, sermaye piyasasının güvenli, etkin, adil, şeffaf ve serbest rekabete dayalı ortamda işlemlerinin ve gelişmesinin sağlanması ile yatırımcıların korunmasıyla ilgili düzenlemelerin ve denetleme yöntemlerinin öngörülmesi olarak belirlenmiştir.

### **2. Diğer Kanunlar**

Sermaye piyasası hukuku, ticaret hukuku, borçlar hukuku, ceza hukuku, idare hukuku, banka hukuku, medeni usul hukuku, tüketici hukuku gibi hukuk dallarıyla yakın ilişki içerisindedir<sup>468</sup>. Dolayısıyla, bu hukuk dallarına ilişkin kanunlar ve ilgili mevzuat

---

<sup>465</sup> **Moroğlu**, s. 279.

<sup>466</sup> Daha önce de belirtildiği üzere, 2499 sayılı mülga eSerPK'da 1992 yılına kadar yatırımcıların korunmasıyla ilgili ABD hukuk sisteminin ilk yıllarında olduğu gibi liyakat sistemi benimsenmiş idi. Menkul kıymetlerini halka arz edecek olan şirketler SPK'dan izin almak için SPK'ya başvurmakta, SPK şirketin sunduğu belgeleri incelemekte ve başvuruyu halka arza uygun bulmadığında reddetmekteydi. 1992 yılında 2499 sayılı mülga eSerPK'da 13.5.1992 tarihli 212 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 29/4/1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun'la değişiklik yapılmış ve izin sisteminden vazgeçilerek kamunun aydınlatılması sistemi benimsenmiştir.

<sup>467</sup> **Üçışık**, s. 5.

<sup>468</sup> **Fusun Nomer Ertan**, "Sermaye Piyasası Hukukununun Hukuk Sistemimizdeki Yeri", Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), İstanbul 2019, s. 24.



sermaye piyasası hukukunu yakından ilgilendirmektedir. Nitekim SerPK m. 2/2 hükmünde, SerPK ve ikincil mevzuatta hüküm olmayan ve diğer kanunlarda SerPK'nın uygulanmayacağına düzenlendiği hâllerde genel hükümlere gidileceği belirtilmiştir.

Sermaye piyasası hukukunun, SerPK dışında yakından ilgili olduğu en önemli kanun hiç kuşkusuz TTK'dır. SerPK'nın TTK ile ilişkisi hem ortaklıklar hukuku, hem ticari işletme hukuku hem de kıymetli evrak hukukuyla ilgili düzenlemelerin SerPK'da da yer almasından ileri gelmektedir<sup>469</sup>. SerPK, halka açık anonim ortaklıkları düzenlemekte, TTK'da ise anonim ortaklıklara ilişkin genel hükümler yer almaktadır. SerPK kapsamında kurulacak birçok ortaklık, anonim ortaklık şeklinde kurulmalıdır. Örneğin, BİST, Merkezi Kayıt Kuruluşu, Takasbank A.Ş., tüm aracı kurumlar ve bankalar anonim ortaklık olarak kurulurlar. Dolayısıyla SerPK'daki halka açık anonim ortaklıkların evleviyetle TTK'daki anonim ortaklıklara ilişkin şartları taşıması gerekmektedir. EserPK döneminde, bankalar ile aracı kurumlar arasında acentelik ilişkisi kurulabildiğinden sermaye piyasası aktörlerinden olan ve aracılık faaliyetinde bulunan aracı kurumlar, bankaları acente olarak kullanmış ve bu sebeple TTK'nın acentelik hükümleri uygulama alanı bulmuştur. Yine, sermaye piyasası araçlarından olan menkul kıymetler her ne kadar SerPK'da açık şekilde kıymetli evrak olarak nitelendirilmemiş olsa da kanaatimizce hâlen kıymetli evrak niteliğinde olup, TTK'daki kıymetli evrak hükümleri de uygulanmaktadır. Görüldüğü üzere, sermaye piyasası hukukunda da TTK'nın ticari işletme, ticaret şirketleri ve kıymetli evrak kitaplarıyla ilgili hükümlerin uygulama alanı oldukça geniştir.

SerPK'nın TTK ile ilişkisinin bu denli yoğun ve önemli olması elbette ki SerPK'nın TMK ve TBK ile de bağlantısının da bir göstergesidir. TTK'nın birçok hükmünde TBK'ya atıf yapılmıştır. Sırf bu sebeple sermaye piyasası hukukundaki uyumsuzluklara doğrudan TBK'nın uygulanması gerektiği hâller meydana gelecektir. Ancak, SerPK'da doğrudan TBK'ya atıf yapan hükümler de mevcuttur. Örneğin, portföy yönetim şirketi ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkilere SerPK'da, ilgili mevzuatta ve fon iç tüzüğünde düzenleme bulunmayan durumlarda TBK'daki vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümler kıyasen uygulanır (SerPK m. 52/4). Bu hususta başka bir örnek, TBK kapsamındaki tüketici hukuku açısından verilebilir. Sermaye piyasasına yatırım yapan yatırımcının “tüketici” olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceği tartışması

---

<sup>469</sup> Aytaç, Hisse Senetleri, s. 10.

doktrinde gündemde olan bir konudur ve yatırımcının “tüketici” kabul edilebileceği durumda korunması için TKHK ve ilgili mevzuatın uygulanması gerekecektir. Benzer şekilde, yatırım kuruluşları ve yatırımcılar arasında düzenlenen çerçeve sözleşmelerde yer alabilen genel işlem şartları hem TBK hem de TKHK kapsamında denetime tabi olabilecektir. Bir diğer örnek de türev araç sözleşmelerine ilişkin gösterilebilir. Vadeli sözleşme şeklinde kurulan türev araç sözleşmeleri, TBK’deki sözleşme türleri konusu kapsamında incelenmektedir. Bunların yanında, TMK kapsamındaki tüzel kişilik, hukuki ehliyet, taşınır ve taşınmaz mülkiyeti, taşınır ve taşınmaz rehni ve TBK kapsamındaki borcun doğumu ve sona ermesi, temerrüt gibi konular da sermaye piyasası hukuku içinde uygulama alanı bulan konulardır<sup>470</sup>.

Devlet gözetimi ve denetimine tabi sermaye piyasasının elbette ki idare hukuku ile ilişkisi inkâr edilemez. SerPK’da düzenlenen, sermaye piyasasının denetim ve gözetiminden sorumlu SPK başta olmak üzere tüm denetim kurumları, YTM, TSPB, izahname hazırlama ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile ilgili hususlar idare hukukunun kapsamına girmektedir<sup>471</sup>.

Ceza hukuku da SerPK ile yakın ilişki içerisindeki hukuk dallarından biridir. Sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler, sermaye piyasasının güvenli, şeffaf ve etkin şekilde işlenmesini ve sermaye piyasasına yatırım yapanların korunmasını amaçlamakta bu amaca ulaşmayı engelleyecek bazı hareketler suç olarak kabul edilmektedir. Cezaî sorumluluk, SerPK’da düzenlenen ekonomik suçlardan bilgi suistimali suçu, piyasa dolandırıcılığı suçu, aracı kurum kurucularının SerPK’deki ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu kapsamındaki belirli suçlardan mahkûm olmamış olmaları şartı, ceza hukuku ve ilgili mevzuat kapsamında incelenecek konulardandır. Aynı şekilde, 5549 sayılı Suç Gelirlerinin Aklanmasının Önlenmesi Hakkında Kanun ve bu kanun uyarınca çıkarılan yönetmelikler, sermaye piyasasında faaliyet gösteren yatırım kuruluşlarına, müşterileri tanıma kuralıyla ilgili önemli yükümlülükler getirmektedir.

Bu kanunların dışında, sermaye piyasası, yatırım kuruluşlarından olan bankaların sermaye piyasası faaliyetlerinde de bulunabilmesi sebebiyle 5411 sayılı Bankacılık

---

<sup>470</sup> **Aytaç**, Hisse Senetleri, s. 10.

<sup>471</sup> **Aytaç**, Hisse Senetleri, s. 10.

Kanunu ile de ilgilidir. Aynı şekilde, 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu da sermaye piyasasında meydana gelen uyuşmazlıklar sebebiyle uygulama alanı bulabilecektir.

### C. İkincil Mevzuat

Sermaye piyasası kanunu, sermaye piyasası faaliyetlerini, kurumlarını düzenlemekte ve kanunun kapsamına her geçen gün çok çeşitli, değişken ve teknik hususlar girmektedir. Sermaye piyasasının tüm ayrıntılarıyla birlikte düzenlenmesinin kanun seviyesinde yapılması mümkün olamamaktadır. Dolayısıyla, sermaye piyasası kanunu bir çerçeve kanun niteliğinde olup kanun koyucu birçok hususun düzenlenme yetkisini ilgili Bakanlık veya SPK tarafından düzenlenecek yönetmelik, tebliğ, karar gibi ikincil mevzuata bırakmıştır<sup>472</sup>. Zira, SPK kamu tüzel kişiliğini haiz ve bağımsız idari otorite statüsünde bir kuruluş olup Anayasa m. 124 uyarınca kanunların ve Cumhurbaşkanlığı kararnamelerinin uygulanmasını sağlamak amacıyla, bunlara aykırı olmamak koşuluyla, yönetmelikler<sup>473</sup> çıkarma yetkisi vardır. Sermaye piyasasının başarısı ve SerPK'nın 1. maddesinde öngörülen amaçlara ulaşılması SPK'nın yayınladığı bu ikincil düzenlemelere bağlıdır<sup>474</sup>. SPK, SerPK m. 128/2 hükmünün verdiği düzenleme yapma yetkisini düzenleyici işlemler ve özel nitelikli kararlar vasıtasıyla kullanır. Sermaye piyasası hukukunda bu düzenleyici işlemler çoğunlukla “yönetmelik” ve “tebliğ” niteliğindedir.

<sup>472</sup> Mehmet **Bahtiyar**, “Sermaye Piyasası Tebliğlerine İlişkin Bazı Notlar”, Ankara Barosu Dergisi, 1996, S. 1, s. 39.

<sup>473</sup> Anayasa hükmünde her ne kadar kamu tüzel kişilerinin yalnızca yönetmelik çıkarabilecekleri zikredilmişse de hükümde yönetmelik için şekil şartı öngörülmediğinden yönetmelik ile başka ad altında yapılacak düzenleyici işlemleri ayırmanın olanağı pek yoktur, Gündüz Alp **Aslan**, “Türk Hukukunda Bağımsız İdari Otoritelerin Düzenleyici İşlem Yapma Yetkisi ve Yetki Unsurundaki Sakatlığın Düzenleyici İşleme Etkisi”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 3, 2016, s. 606; “*Bağımsız idari otoritelerin yapacağı düzenleyici işlemlerin tümü aynı değer ve etkidedir. Farklı adlar altında düzenleyici işlem yapmaları; bu işlemleri birbirinden nitelik olarak farklı kılmaz. Dolayısıyla, bağımsız idari otoritelerin yapacağı tüm düzenleyici işlemlerin kanun karşısındaki konumu da aynıdır. Bağımsız idari otoritelerin yapacağı düzenleyici işlemlerin kanunlara usul ve esas bakımından uygun olması gerekmektedir. Kuşkusuz, kanunlarla eşdeğer sayılan kanun hükmünde kararname ile usulüne uygun biçimde yürürlüğe konmuş milletlerarası antlaşmalara aykırı düzenleyici işlemler de yapılmamalıdır. Milletlerarası antlaşmalar arasından, temel hak ve özgürlüklere ilişkin milletlerarası antlaşmaların kanunlar yerine uygulanacağına yönelik anayasa kuralı karşısında; temel hak ve özgürlüklere ilişkin milletlerarası antlaşmalara uygunluğun öncelikle gözetilmesi gerekecektir. Bağımsız idari otoritelerin yapacağı düzenleyici işlemlerin yetki, şekil, sebep, konu ve maksat olmak üzere beş unsuru bulunmaktadır. Bunlardan yetkisi unsuru, düzenleyici işlemin bağımsız idari otorite adına irade açıklamaya kanunla yetkilendirilmiş kurul tarafından yapılmasını anlatır*”, **Aslan, G. A.**, s. 626.

<sup>474</sup> **Karayalçın**, s. 119; İdare hukuku içerisinde tebliğler, düzenleyici işlemler kapsamında yer alır. İdare hukukunda düzenleyici işlem, yalnızca yasama organının yerine getireceği bir faaliyet olmayıp yasama organı yanında diğer devlet organları tarafından da yerine getirilebilir, **Bahtiyar**, Tebliğler, s. 39, 40.

Anayasa'nın "Yönetmelikler" başlıklı 124. maddesine<sup>475</sup> göre yönetmelikler, Cumhurbaşkanı, bakanlıklar ve kamu tüzel kişileri tarafından kendi görev alanlarıyla ilgili kanunların ve Cumhurbaşkanlığı kararnamelerinin uygulanmasını sağlayabilmek için bunlara aykırı olmamak koşuluyla çıkarılırlar. Dolayısıyla, yönetmeliklerin sebep unsurunu oluşturan norm kanun veya Cumhurbaşkanlığı kararnamesi olmalıdır. Bu nedenle de bir kanuna veyahut da Cumhurbaşkanlığı kararnamesine dayanmayan bir hususta yönetmelik çıkarılamaz<sup>476</sup>. Tüm bu sebepler neticesinde, SPK'nın da bir kanuna ya da Cumhurbaşkanlığı kararnamesine dayanmayan bir hususta aslî olarak yönetmelik düzenlemesi mümkün olmayacaktır.

Bilindiği üzere, normlar hiyerarşisine göre kanunlar yönetmeliklerin ve tebliğlerin üzerindedir. Ancak sermaye piyasası hukukunda SPK'nın çıkardığı ikincil mevzuat, SerPK haricindeki diğer kanunlardan önce uygulama alanı bulur. Normlar hiyerarşisinden sapılmasını gerektiren bu durumun gerekçesi hem SerPK m. 2/2 hükmünde<sup>477</sup>, SerPK'da ve SerPK'ya dayanılarak çıkarılan ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan hâllerde genel hükümlerin uygulanacağı belirtilmesi hem de TTK m. 330 hükmünde<sup>478, 479</sup> özel kanunlara tabi anonim şirketlere özel hükümler dışında TTK hükümlerinin uygulanacağını düzenlenmesidir<sup>480</sup>. Zira, TTK m. 330'da, özel kanunlardaki hükümlerin değil özel kanunlara dayanılarak çıkarılmış ikincil mevzuattaki hükümleri de kapsar şekilde özel hükümlerin TTK'dan önce uygulanacağı belirtilmiştir. Bu sebeple

<sup>475</sup> Hüküm, 21/1/2017 tarihli ve 6771 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Anayasasında Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile değiştirilmiştir.

<sup>476</sup> Her yönetmeliğin Resmi Gazete'de yayımlanması şartı yoktur. Hangi yönetmeliklerin Resmi Gazete'de yayınlanacağı "24 Mayıs 1984 tarih ve 3011 sayılı Resmi Gazete'de Yayınlanacak Olan Yönetmelikler Hakkında Kanun'da gösterilmiştir. Resmi Gazete'de yayınlanacak yönetmelikler Resmi Gazete'deki yayın tarihinde, diğer yönetmelikler duyuruldukları anda yürürlüğe girerler. Yönetmelikler idari işlem olduğu için bunların denetimi idari yargıda yapılmaktadır. SPK yönetmelikleri tüm ülke çapında uygulanacak yönetmeliklerde olduğu için yargısal denetim, ilk derece mahkemesi olan Danıştay'da yapılmaktadır. Bkz. **Gözler**, Hukuka Giriş, s. 174.

<sup>477</sup> SerPK m. 2/2: "Bu Kanunda ve bu Kanuna dayanılarak yürürlüğe konulan ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan ve diğer kanunlarda bu Kanunun uygulanmayacağını belirttiği hâllerde genel hükümler uygulanır".

<sup>478</sup> TTK m. 330: "Özel kanunlara tabi anonim şirketlere, özel hükümler dışında bu kısım hükümleri uygulanır".

<sup>479</sup> **Manavgat**, TTK m. 340 hükmünün, özel kanunlara tabi anonim ortaklık anasözleşmesinde TTK'nın emredici hükümlerinin haricinde tamamlayıcı hükümlerin yer almasının TTK m. 330 hükmüyle çeliştiğini, TTK m. 330 hükmünün aynı konuda düzenleme içeren iki kanun hükmünün yorumlanmasında özel kanun hükmünün uygulanması genel kuralına ters düştüğünü belirtmektedir. Özel kanunlara tabi anonim ortaklıkların TTK'ya uygunluğunu TTK m. 330 kapsamında değerlendirmek gerektiği görüşündedir, Çağlar **Manavgat**, "TTK Tasarısının Sermaye Piyasasını Etkileyen Yönleri", Yeditepe Ünivesitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Yıl 2005, C. II, S. 1, s. 530-531.

<sup>480</sup> Ali **Pash**, "Türk Ticaret Kanunu'ndaki Sermaye Piyasası Hukukuna İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi", Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), İstanbul 2019, s. 33.

kanaatimizce, SerPK'ya tabi hususlara ve uyuşmazlıklara, öncelikle SerPK uygulanacak, SerPK'da hüküm bulunmayan hâllerde ikinci olarak SPK tebliğleri ve yönetmelikleri uygulanacak, daha sonra diğer kanunlar uygulanacaktır.

İkincil mevzuat içerisinde adsız düzenleyici işlemler de yer alır. Bunlar, yönerge, tebliğ, sirküler, karar, genelge, ilke kararı, esaslar, talimat, statü, genel emir, ilan, duyuru gibi sıralanmaktadır. Adsız düzenleyici işlemler de yönetmelik olarak kabul edilmekte ve yönetmeliğin hukuki rejimine tabi olmaktadır. Genel düzenleyici nitelikteki bir adsız düzenleyici işleme karşı Danıştay'a başvurulur<sup>481</sup>. Sermaye piyasası hukukunda, SPK'nın adsız düzenleyici işlemlerden özellikle ilke kararı, tebliğ, karar ve duyuru adları altında düzenleme yaptığı görülmektedir. Dolayısıyla, SPK'nın kararlaştırdığı bu adsız düzenleyici işlemlerin denetimi de Danıştay'da yapılacaktır.

Bu başlık altında üzerinde durulması gereken bir diğer husus da sermaye piyasası hukukunun kendine özgü dinamizmi nedeniyle SPK'ya verilen ikincil düzenleme yapma yetkisinin, hukuk tekniği bakımından kanunla düzenlenmesi gereken hususların ikincil mevzuatla düzenlenmesinin sakıncalıdır. Çünkü, ikincil mevzuat kanunun uygulanmasını göstermek amacıyla kurallar içerebilir ve bu kurallar kanuna aykırı olamaz<sup>482</sup>. Dolayısıyla, yukarıda belirtildiği şekilde, normlar hiyerarşisinden sapılarak SPK tebliğlerinin diğer özel kanunlardan önce uygulanacak olması, tebliğlerin bu kanunlara aykırı hükümler içerebileceği anlamına gelmeyecektir. Daha açık bir anlatımla SPK tebliğleri, SerPK'nın uygulanabilmesi için ayrıntılı hükümleri içerirken diğer kanunların koyduğu kurallara aykırı hükümler tesis edemeyecektir.

---

<sup>481</sup> **Gözler**, Hukuka Giriş, s. 175.

<sup>482</sup> **Bahtiyar**, Tebliğler, s.41.

## İKİNCİ BÖLÜM

# SERMAYE PİYASASINDA ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİ ÇERÇEVESİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI

### Ş 1. SERMAYE PİYASASINDA ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİ KAVRAMI

#### I. Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyetleri

Yürürlükteki III.37-1 sayılı Tebliğ'de aracılık faaliyeti tanımı yapılmamıştır<sup>483</sup>. Ancak aracılık faaliyetinin baş aktörlerinden aracı kurum, SerPK m. 3'te ve III.37-1 sayılı Tebliğ'de tanımlanmıştır. Bu tanımdan yola çıkılarak aracılık faaliyetinin sınırları belirlenebilir. Bu tanıma göre aracı kurum, SerPK m. 37/1 hükmündeki yatırım hizmet ve faaliyetlerinden a, b, c, e ve f bentlerinde sayılanları yapmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşu olarak tanımlanmıştır. Aracı kurumların borsada işlem yapabilmesi için borsa mevzuatında aranan koşulları yerine getirmeleri ve borsa üyesi olmaları da gerekmektedir<sup>484</sup>.

6362 sayılı SerPK m. 37'de aracı kurumun yapması gereken faaliyetler beş grupta toplanmıştır. Bunlar:

- a. Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesidir.
- b. Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesidir.
- c. Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım satımıdır.

---

<sup>483</sup> Mülga Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 3. maddesinde sermaye piyasası aracılık faaliyeti, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlarca mesleki fonksiyonun yerine getirilmesi amacıyla, kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımına aracılık olarak tanımlanmış, aracılık faaliyetlerinin halka arza aracılık, alım satım aracılık ve türev araçların alım satımına aracılık faaliyetlerinden oluştuğu düzenlenmişti.

<sup>484</sup> Haluk **Konuralp**/ Aynur **Konuralp**, "Borsa Uyuşmazlıkları", Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Ankara 1998, s. 591.

- d. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesidir.
- e. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesidir.

Sayılan bu faaliyetlerden, a) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, b) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, c) Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı faaliyetleri ikincil piyasalardaki alım satım aracılık faaliyetlerini oluşturmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi ve sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi faaliyetleri de birincil piyasalardaki halka arza aracılık faaliyetlerindedir. Zira, sermaye piyasasında işlem gören araçların birincil piyasalarda halka arzı ile bu araçların daha sonradan ikincil piyasalarda alım satım işlemlerinin yapılması iki ayrı aşama olup farklı kurallara tabidir<sup>485</sup>. Ancak, bu işlemlerin birincil piyasalarda ya da ikincil piyasalarda gerçekleşmesi ya da bu alım satım işlemi sonucunda kazanç elde edilip elde edilmemesi bu işlemin aracılık olarak adlandırılması açısından önem teşkil etmemektedir<sup>486</sup>. Her iki işlem de sermaye piyasası aracılık işlemidir.

Eski SerPK dönemindeki aracılık faaliyeti tanımının, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına alım satımını da içermesi eleştirilmekteydi. Zira, sermaye piyasası araçlarının aracı kurumlar tarafından kendi nam ve hesabından alım satımı kâr elde etmeye yönelik bir ticari faaliyet olarak nitelendirilmekte olup bunun aracılık faaliyeti olmadığı kabul edilmekte idi<sup>487</sup>. Yürürlükteki SerPK m. 37/1-c açısından da aynı eleştirinin geçerli olduğunu söylemek mümkündür. Zira SerPK m. 3/1-a'da aracılık faaliyeti aracı kurumların yapabilecekleri yatırım hizmet ve faaliyetleri sayılarak tanımlanmıştır. SerPK m. 37/1-c'de, aracı kurumun sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım satımı faaliyetinde bulunabileceği düzenlenmiştir. Esasen bu faaliyet aracılık faaliyeti sayılmasa da aracı kurumun

---

<sup>485</sup> Gökyayla, s. 175.

<sup>486</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 64.

<sup>487</sup> Inceoğlu, s. 27; Çetin/Töremiş, Hukuki Nitelik, s. 83.

yapabileceği faaliyetlerden biri olduğu için aracılık faaliyetleri arasında zikredilmektedir<sup>488</sup>.

## II. Sermaye Piyasasında Alım Satıma Aracılık Faaliyeti

### A. Alım Satıma Aracılık Faaliyetinin Tanımı

Daha önce de ifade edildiği üzere, satın almış oldukları sermaye piyasası araçlarını satmak isteyen yatırımcılarla bu sermaye piyasası araçlarını satın almak isteyen yatırımcıların ikincil piyasada karşılaşarak bu alım satım işlemini kendi aralarında gerçekleştirmeleri mümkün olmayıp ikincil piyasalardaki bu sermaye piyasası araçlarının alım satımını aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir.

Sermaye piyasasında alım satıma aracılık faaliyeti, SerPK m. 37’de düzenlenen bir yatırım hizmet ve faaliyetidir. Dolayısıyla, bu faaliyet ancak yetkili kuruluş tarafından SPK’dan izin alınmak kaydıyla yürütülebilir.

Alım satıma aracılık faaliyeti, üç şekilde gerçekleşebilir. Bunlar, emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ve portföy aracılığıdır. Yatırımcıların sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım veya satım emirlerinin yatırım kuruluşu tarafından ilgili yerlere iletilmesi emir iletimine aracılık faaliyeti; bu emirlerin yatırım kuruluşu tarafından gerçekleştirilmek üzere ilgili yerlere iletilerek alım veya satımın gerçekleşmesi işlem aracılığı faaliyeti; bu emirlerin yatırım kuruluşu tarafından bizzat kendi nam ve hesabına gerçekleştirilmesi portföy aracılığı faaliyeti olarak tanımlanmaktadır (SerPK m. 37 ve III-37.1 sayılı Tebliğ m. 10, 11, 16, 21).

Alım satıma aracılık faaliyeti borsada ya da borsa dışında yapılabilir. 5174 sayılı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ile Odalar ve Borsalar Kanunu<sup>489</sup> m. 47 uyarınca, borsada kendi adına yatırımcı hesabına alım satım işlemi yapanlar borsa komisyoncusu, yatırımcı ad ve hesabına vekil sıfatıyla alım satım işlemi yapanlar borsa ajanı, borsadaki alım satım işlemlerine yalnızca aracılık yapanlar ise borsa simsarı olarak adlandırılır.

<sup>488</sup> Zira, temsilcinin bir hukuki işlemi kendi adına ve başkası hesabına yaptığı durumda var olan dolaylı temsil ilişkisi de gerçek bir temsil ilişkisi olarak kabul edilmemektedir. Dolaylı temsil olunan ile işlemin yapıldığı üçüncü kişi arasında bir hukuki sonuç doğmaz. Üçüncü kişi, hukuki işlemin başkası hesabına yapıldığını bilmez. Bkz. **Oğuzman/Öz**, s. 213. Bu sebeple, burada da yatırım kuruluşunun kendi ad ve hesabına işlem yaptığı durumda üçüncü kişinin yatırımcı hesabına işlem yapıldığını bilmemesi nedeniyle kanaatimizce bir aracılık faaliyeti olarak nitelendirilemez.

<sup>489</sup> 01.06.2004 tarihli ve 25479 sayılı RG’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.



ESerPK döneminde çıkarılmış Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: V, No: 46)'de ise eSerPK'daki alım satım aracılığı faaliyetinin tanımına ek olarak alım satımların “ticari amaçla” yapılacağı belirtilmiş idi<sup>490</sup>. “Ticari amaç” ibaresinin, alım satımın aracılık amacıyla yapılıp yapılmadığını belirlemede önemli olduğu ve ticari amacı belirlerken “mesleki fonksiyon” ile bağlantı kurulması gerekip gerekmediği tartışması mevcuttu. Doktrinde çoğunluk tarafından, sermaye piyasası araçlarının alım satımını ve buna bağlı yan işleri meslek edinmiş aracı kurumların mesleki fonksiyonu yerine getirmek için alım satım yapmasının zaten ticari amaçlı sayılacağı ve bu nedenle ticari amacı belirlerken “mesleki fonksiyon” ile bağlantı kurulması gerektiği belirtiliyordu<sup>491</sup>. Bu nedenle, bir aracı kurumun sermaye piyasası araçlarını ticari amaçla kendi nam ve hesabına alıp satmasının aracılık faaliyetinin oluşmasına engel olmadığı vurgulanmıştı. Kanaatimizce de anonim ortaklık şeklinde kurulan ve tüzel kişi tacir sıfatında olan aracı kurumların TTK m. 19/1 gereğince yaptıkları işlemler, istisnasız olarak ticari iş olarak kabul edildiğinden<sup>492</sup>, aracı kurumun işlemlerinin “ticari amaçla” yapıldığı belirtilmese de bunlar ticari işlerdir. Bunun aksine *İnceoğlu* ise, “*ilgili mevzuata uygun olarak daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık sıfatıyla ve ticari amaçla alım satımı*” tanımının kendi içinde bir çelişki yarattığını oysa “ticari amaçla alım satım” söz konusuysa, bir aracılık faaliyetinden söz edilmesinin mümkün olmadığını belirtmiştir<sup>493</sup>. ESerPK'nın yürürlükte olduğu dönemde çıkarılmış Seri: V, No: 46 sayılı Tebliğ'in 45. maddesindeki aracılık tanımındaki “*ilgili sermaye piyasası araçlarının aracılık sıfatıyla ve ticari amaçla alım satımı*” ifadesi şu anda yürürlükte olan III-37.1 sayılı Tebliğ'de yer almamakta ve sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinin ticari amaçla yerine getirilmesi çerçevesinde ortaya çıkan tartışmalar güncelliğini korumamaktadır.

III-37.1 sayılı Tebliğ'in 10. maddesindeki alım satım aracılığı faaliyeti ayrıntılı olarak incelenirse, tebliğde de kanuna paralel şekilde sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi emir iletimine aracılık, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili

<sup>490</sup> 2499 sayılı Kanun döneminde çıkarılan V/46 sayılı Tebliğ m. 45/1 düzenlemesinde alım satım aracılığı faaliyeti, “*ilgili mevzuata uygun olarak daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık sıfatıyla ve ticari amaçla alım satımı*” olarak tanımlanmıştır. Bu tanımın çelişkili olduğu, zira sermaye piyasası araçlarının hem aracı kurumlar tarafından kendi hesaplarına işlem yapmadıklarını belirtir şekilde aracı sıfatı kullanılarak hem de ticari amaçla alım satımını yapmasının çelişki doğurduğu iddia edilmiştir. Bu düzenleme, aracı kurumun sermaye piyasası aracını ticari amaçla alıp satması durumunda aslında bir aracılık faaliyetinin söz konusu olmaması sebebiyle eleştirilmiştir. Bkz. **İnceoğlu**, s. 32.

<sup>491</sup> **Önal**, s. 195; **Çetin/Töremiş**, Hukuki Nitelik, s. 83; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 64; **Kara**, s. 150.

<sup>492</sup> **Arkan**, s. 70; **Bahtiyar**, Ticari İşletme, s. 69-70.

<sup>493</sup> **İnceoğlu**, Mehmet Murat: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004, s. 27, s. 32: Ticari amaçla alım satım söz konusuysa bir aracılık faaliyetinden söz edilmesinin mümkün olmadığı görüşündedir.

emirlerin müşteri adına ve hesabına (doğrudan temsil) veya kendi adına müşteri hesabına gerçekleştirilmesi (dolaylı temsil) işlem aracılığı faaliyeti ve sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı portföy aracılığı faaliyeti olarak düzenlenmiştir. Kanaatimizce, alım satım aracılık faaliyetinin türlerinin bu şekilde açıkça gösterilmesi, bu faaliyetlere yetkili yatırım kuruluşlarının yetkilerinin sınırlarını belirlemede kolaylık sağlaması açısından yerinde olmuştur. Zira, aşağıda da inceleneceği üzere emir iletimine, işlem aracılığına ya da portföy aracılığı faaliyetlerine yetkili olan yatırım kuruluşlarının bu faaliyetlerde bulunabilmeleri için ayrı ayrı yetki belgeleri alma gereği mevcuttur.

## **B. Alım Satım Aracılık Faaliyetinin Benzer Kavramlardan Farkı**

### **1. Halka Arza Aracılık Faaliyeti İle Karşılaştırılması**

Halka arz faaliyeti, SerPK m. 3/1-f hükmünde sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı olarak tanımlanmıştır. Bu faaliyet, bir aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir. Bunun nedeni, halka arz işleminin uzmanlık gerektiren bir işlem olması ve sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının gerçek değerlerinde yapılmasının önemi ve bu araçların satılmamasına ilişkin riskin ihraççıların üzerinden alınmasıdır<sup>494</sup>.

Halka arza aracılık işlemi, halka arz etme işlemlerine aracılık etme lisansına sahip bir aracı kurum ile halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluş arasında imzalanan ve sözleşmenin türüne göre ihraç ya da halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının yatırımcıya satışına aracılık yapılması ya da bu sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık yapıldıktan sonra satılmayan kısmın aracı kurum tarafından satın alınması veyahut da ihraç ya da halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının en başta aracı kurum tarafından satın alınarak bunların aracı kurum ad ve hesabına yatırımcıya satışının yapılması işlemi olarak tanımlanmaktadır<sup>495</sup>. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51/3 hükmünün son cümlesinde, halka arz işlemleri arasında sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeden satışında bu ihraçların belirli bir grup yatırımcıya tahsis edilmesi de (tahsisli satış) sayılmıştır. Oysa, “halka arz etme” terimi mutlaka bir halka arz edilme olgusunu akla getirdiğinden halka arz edilmeksizin yapılan satışlara da halka arz edilmeye ilişkin hükümlerin uygulanması eleştirilmektedir. Yine de uygulamada ve mevzuatta “halka arza

<sup>494</sup> Tanör, s. 260; Ayoğlu, Halka Arz, s. 182, 183.

<sup>495</sup> Ayoğlu, Halka Arz, s. 187, 188.

aracılık sözleşmesi” yerleşmiş bir terim olduğundan bu terim tahsisli satış hususunu da kapsar şekilde kullanılmaktadır<sup>496</sup>.

Halka arza aracılık faaliyeti, en iyi gayret aracılığı, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim olmak üzere üç türe ayrılmaktadır. En iyi gayret aracılığında aracı kurum, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının yalnızca halka satışı için aracılık faaliyetinde bulunma taahhüdü altına girmekte olup satılmayan kısmı satın alma taahhüdünde bulunmamaktadır. Bakiyeyi yüklenim aracılığında, aracı kurum sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesine aracılık etmenin yanında satılmayan kısmı da satın almayı taahhüt etmektedir. Tümünü yüklenim aracılığında ise aracı kurum sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ortaklıktan tüm sermaye piyasası araçlarını satın almakta ve kendi adına ve hesabına yatırımcılara satmaktadır. Aracı kurum, bakiyeyi yüklenim aracılığında halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının bir kısmını ve tümünü yüklenim aracılığında ise halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının tümünü satın alarak bu sermaye piyasası araçlarının satılmaması riskini de üzerine almış bulunmaktadır.

Hem halka arza aracılık faaliyeti hem de alım satım aracılık faaliyeti bir sermaye piyasası aracılık faaliyeti iken bu iki faaliyet türü arasındaki en temel fark, halka arza aracılık faaliyetinin birincil piyasalarda, alım satım aracılık faaliyetinin ise ikincil piyasalarda gerçekleştirilmesidir. Çünkü, halka arza aracılık faaliyeti ilk kez ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satılmasına ilişkin iken, alım satım aracılık faaliyeti ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının tekrardan alım satımına ilişkindir.

İki faaliyet türü arasındaki bir diğer fark ise halka arza aracılık faaliyetinde yatırım kuruluşu, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarını satın alacak olan yatırımcılar ile sözleşmesel ilişki kurdukları gibi halka arz işlemini gerçekleştiren kişi ya da kuruluş (sermaye piyasası araçlarını ihraç eden kişi ya da kuruluş) ile de sözleşmesel ilişki kurarlar. Oysa, alım satım aracılık faaliyetinde yatırım kuruluşları, ikincil piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarını ihraç etmiş kişi ve kurumlarla sözleşme akdetmezler. Alım satım aracılık faaliyetinde yalnızca yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında sözleşme akdedilir.

Yatırım ve kalkınma bankaları halka arza aracılık işlemini de yürütebilirken mevduat ve katılım bankaları hiçbir şekilde halka arza aracılık faaliyeti yürütemezler

---

<sup>496</sup> Bu farka işaret eden Ayoğlu, “halka arza aracılık sözleşmesi” teriminin yanı sıra, “halka arz edilmeksizin satışa aracılık sözleşmesi” teriminin de kullanılması görüşünde bulunmuştur. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 182.

(SerPK m. 39/9). Alım satıma aracılık faaliyeti açısından ise mevduat ve katılım bankaları emir iletimine aracılık faaliyetini yürütebilirken belirli şartlarla ve istisnalarda işlem aracılığı ve portföy aracılığı faaliyetlerini yürütebilirler.

## 2. Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti İle Karşılaştırılması

SerPK’da tanımı olmayan yatırım danışmanlığı faaliyeti de yatırım hizmet ve faaliyetleri arasında sayılmıştır (SerPK m. 37/1-d). Yatırım danışmanlığı faaliyeti, III-37.1 sayılı Tebliğ’de tanımlanmıştır. Buna göre yatırım danışmanlığı faaliyeti, yetkili yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçları ya da bu araçları ihraç eden ortaklıklar hakkında belirli bir yatırımcıya ya da mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer olan bir yatırımcı grubuna verdikleri tavsiyeler ya da yaptıkları yorumlardır (III-37.1 sayılı Tebliğ’de m. 45/1). Başka bir deyişle, yatırım danışmanlığı faaliyeti, yatırımcının risk-getiri tercihleri neticesinde yatırımcıya göre şahsileştirilmiş yatırım tavsiyelerinin sunulması olarak tanımlanmaktadır<sup>497</sup>. Bu faaliyet, tek bir yatırımcının ya da yatırımcı grubunun yorum veya tavsiye talebi doğrultusunda da olabilir ya da hiçbir yatırımcı talebi olmaksızın da gerçekleşebilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 45/1).

Yatırım danışmanlığı faaliyeti, genel yatırım tavsiyesi hizmetinden farklıdır. Genel yatırım tavsiyesi hizmeti Kanun’da yatırım kuruluşları ve portföy yöneticiliği şirketlerinin gerçekleştirebileceği yan hizmetleri düzenleyen m. 38 hükmünün c bendinde “*sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması*” hizmeti olarak düzenlenmektedir. Dolayısıyla genel yatırım tavsiyesi hizmeti verilmesi bir yan hizmet olup icrası için SPK izni gerekmemektedir. Bu hizmeti sunacak olan kuruluşun SPK’ya bildirim yapması yeterlidir. (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 7/2) Genel yatırım tavsiyesi hizmetinin tanımı da yatırım danışmanlığı faaliyetine benzer şekilde SerPK’da yer almayıp III-37.1 sayılı Tebliğ’de yapılmaktadır. Buna göre genel yatırım tavsiyesi hizmeti, yatırım kuruluşlarının hazırladığı ya da diğer kuruluşlardan sağladığı araştırma raporları vb. belgelerin yatırımcılara sunulması veya bu belgelerdeki tavsiyelerin yatırımcılarla paylaşılmasıdır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 73). Bu tavsiyeler, sermaye piyasası araçlarının gelecekteki fiyatları, değerleri ve ihraççılarla ilgili bilgiler de dâhil olmak üzere yönlendirici olan her türlü araştırma, strateji ve bilgi olup bir yatırımcının ya da yatırımcı grubunun şahsi ve mali özellikleri ve tercihleri dikkate alınarak hazırlanmazlar. Dolayısıyla, bu tavsiyeler bir yatırımcıya ya da

<sup>497</sup> Yıldız, s. 115; Mehmet Arif Tuğ, Sermaye Piyasalarında Yatırım Danışmanlığı, İstanbul, Kasım 2018, s. 25.

risk ve getiri tercihleri benzer olan bir yatırımcı grubuna özel olarak yapılan tavsiyeler değil genel nitelikteki tavsiyelerdir<sup>498</sup>. Oysa yatırım danışmanlığı faaliyeti, yetkili yatırım kuruluşu tarafından sermaye piyasası araçları ya da bu araçları ihraç eden ortaklıklarla ilgili belirli bir yatırımcıya ya da bir yatırımcı grubuna verilen tavsiyeler, yönlendirmeler ve yorumlardır.

Genel yatırım tavsiyesi hizmeti bir yatırım hizmet ve faaliyeti olmayıp bir yan hizmettir. Bu sebeple, hizmetin sunulması için yatırım danışmanlığı faaliyetinde olduğu gibi ayrıca bir yetki belgesi alınmasına gerek yoktur. Bu sebeple, genel yatırım tavsiyesi hizmeti, yatırım faaliyetlerinin düzenlendiği 37. maddedeki “yatırım danışmanlığı” faaliyetinden ve alım satım aracılık faaliyetinden farklı bir hizmettir. Dolayısıyla, SPK’dan yatırım danışmanlığı faaliyeti için yetki belgesi almamış yatırım kuruluşlarınca genel yatırım tavsiyesi niteliğinde raporlar hazırlanması mümkündür<sup>499</sup>. Alım satım aracılık faaliyetinin yürütülmesi esnasında müşterilere sermaye piyasası araçları, bu araçları ihraç eden ortaklıklar ve piyasa eğilimleriyle ilgili genel yatırım tavsiyesi niteliğinde bilgilerin verilmesi mümkündür<sup>500</sup>. Bu bilgiler yatırım danışmanlığı faaliyetindeki gibi yönlendirici nitelikte değildir.

Bu noktada, yatırım danışmanlığı faaliyeti ile genel yatırım tavsiyesi hizmetinin, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 80’de düzenlenen “finansal bilgi sunulması”ndan farklı olduğu da belirtilmelidir. Finansal bilgi sunulması hizmeti, SerPK m. 37 anlamında ne bir yatırım faaliyeti ne de SerPK m. 38 anlamında bir yan hizmet olarak nitelendirilmektedir. Finansal bilgi sunulması, yatırım danışmanlığı faaliyeti ya da genel yatırım tavsiyesi hizmetinden farklıdır. Çünkü, finansal bilgi sunulması yönlendirici nitelikte olmayan bilgi sunulmasıdır. Sermaye piyasası araçları, ihraççılar ve piyasa eğilimleriyle ilgili yönlendirici nitelikte olmayan sözlü ya da yazılı bilgiler, gerçeklerdir<sup>501</sup>.

Benzer şekilde, SerPK m. 38/1-a’da yan hizmet olarak düzenlenen “sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunulması” hizmeti de yatırım danışmanlığı hizmetinden farklı olup, buna ilişkin ayrıntılar III-37.1 sayılı Tebliğ m. 71’de düzenlenmiştir. Bu hizmet yalnızca şirketlere sunulmaktadır. Şirketlerin yatırım planlarının oluşturulması, şirketlere finansal durum analizi yapılması, şirketlerin sermaye ve ortaklık

<sup>498</sup>Bkz. Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber, s. 9, 10; **Turanboy**, Yatırım Kuruluşları, s. 100; **Yıldız**, s. 7; Burçak **Yıldız**, “Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Kavramı Hakkında (SPK m. 38.1.c)”, **BATİDER**, Aralık 2014, C. 30, S. 4, s. 187; **Tuğ**, s. 27.

<sup>499</sup> Bkz. Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber, s. 10.

<sup>500</sup> Mehmet **İnam**, Sermaye Piyasası, Ankara 2007.

<sup>501</sup> **Yıldız**, Genel Yatırım Tavsiyesi, s. 198; **Tuğ**, s. 28.

yapılarındaki değişikliklerle ilgili yeniden yapılandırılması, mali profillerinin geliştirilmesi vb. konularda yorum ve tavsiyelerde bulunulmasıdır<sup>502</sup>.

Uygulamada, yatırım kuruluşları tarafından yatırım danışmanlığından sonra genellikle alım satım aracılığı faaliyeti yapılmaktadır<sup>503</sup>. Dolayısıyla, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki hukuki ilişkide genellikle hem yatırım danışmanlığı faaliyeti hem de alım satım aracılık faaliyeti yer almaktadır. Yatırım kuruluşu, yatırımcıya yatırım tavsiyesinde bulunduğu bu yatırım danışmanlığı ilişkisi sona ermektedir. Yatırımcı, bu tavsiye neticesinde sermaye piyasası aracı alma ya da elindeki sermaye piyasası araçlarını satma kararı verdiğiğinde, kararına yönelik talimatı yetkili yatırım kuruluşuna ilettiğinde ve yatırımcının bu talimatına uygun işlem yapıldığında alım satım aracılığı faaliyeti gerçekleştirilmiş olmaktadır. Uygulamada da yatırımcı, yatırım danışmanlığı hizmeti aldıktan sonra alım-satım aracılığı hizmeti almakta ve bu durumda kendisine yatırım danışmanlığı hizmeti vermiş olan<sup>504</sup> yatırım kuruluşundan alım satım aracılık faaliyeti hizmetinde bulunmasını da isteyebilmektedir<sup>505</sup>. Bu açıdan iki sermaye piyasası faaliyeti arasında bazı açılardan benzerlik olduğu söylenebilir.

Bu iki faaliyet arasında söz konusu olan farklılıklar ise şöyle sıralanabilir: İlk olarak, alım satım aracılık faaliyetinde mutlaka yatırımcının yatırım kuruluşuna yönelik bir talimatı bulunmaktadır. Oysa, yatırım danışmanlığı faaliyetinde yatırımcı talimat vermemekte yalnızca yorum, tavsiye ve bilgi almaktadır<sup>506</sup>.

İkinci olarak, yatırım danışmanlığı faaliyetinde, yorum, tavsiye ve bilgi doğrultusunda bir aracılık faaliyeti gerçekleştirilmemektedir. Alım satım aracılık faaliyetinde ise yatırım kuruluşu tarafından mutlaka ya emir iletimine aracılık, ya işlem aracılığı ya da portföy aracılığı olmak üzere bir aracılık faaliyeti gerçekleştirilmekte ve en nihayetinde alım satım aracılığı faaliyeti gerçekleştirilmektedir.

Son olarak, yatırım danışmanlığı faaliyeti verilmesi sonucunda sermaye piyasasında bir alım satım işlemi gerçekleştirilmiş olmaz<sup>507</sup>. Başka bir deyişle, yatırım kuruluşunun yatırımcıya vermiş olduğu yorum, tavsiye ve bilgi sonucunda yatırım danışmanlığı faaliyeti tamamlanmış olur ve sermaye piyasasına yansıyan bir alım-satım sözleşmesi

---

<sup>502</sup> Yıldız, s. 160; Tuğ, s. 77.

<sup>503</sup> Yıldız, s. 155; bkz. 11. HD., 1997/454 E., 1997/1096 K., 25.02.1997 T. (Yıldız, s. 155, dn. 584).

<sup>504</sup> Ancak yatırımcının alım satım aracılığı faaliyetini mutlaka kendisine yatırım danışmanlığı hizmeti sunmuş yatırım kuruluşuna iletmesi zorunluluğu yoktur. Bkz. Yıldız, dn. 586.

<sup>505</sup> Yıldız, s. 156.

<sup>506</sup> Yıldız, s. 156; Tuğ, s. 75.

<sup>507</sup> Yıldız, s. 156; Tuğ, s. 75.

yapılmış olmaz. Oysa, alım satım aracılığı faaliyetinde, yatırım kuruluşunun gerçekleştirdiği aracılık işlemi sonucunda sermaye piyasasında vuku bulan ve piyasada bizzat gerçekleşen bir alım satım işlemi gerçekleştirilmiş olur.

### 3. Portföy Yöneticiliği Faaliyeti ile Karşılaştırılması

Bireysel portföy<sup>508</sup> yöneticiliği faaliyeti de SerPK’da düzenlenen yatırım hizmet ve faaliyetlerindedir (SerPK m. 37/1-ç). Bu faaliyet, SPK’dan izin alınarak aracı kurumlar, yatırım ve kalkınma bankaları ve portföy yönetim şirketlerince yerine getirilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 38/1).

Bireysel düzeyde portföy yöneticiliği<sup>509</sup>, yatırımcıların mali durumuna, risk-getiri tercihlerine ve yatırım süresine uygun portföyler oluşturulması ve yönetilmesi, söz konusu portföylerin takip edilmesi ve yatırımcının SPK’nın ilgili düzenlemeleri uyarınca bilgilendirilmesi hizmetini içerir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 37/2). Gerçek ya da tüzel kişiler ile portföy yöneticiliği faaliyetine yetkili kuruluş arasında bir portföy yönetim sözleşmesi imzalanarak gerçekleştirilir.

Portföy yöneticiliği faaliyetinin ortaya çıkmasının sebebi de sermaye piyasalarının karmaşık ve teknik bilgi içeren ve uzmanlık gerektiren bir alan olmasıdır. Yatırımcının kendisinin de portföyünü yönetebilmesi mümkün iken, sermaye piyasası araçlarının çeşitliliği ve karmaşıklığı nedeniyle yatırımcı açısından bu her zaman kolay

<sup>508</sup> Genel anlam itibariyle portföy, yatırımcının sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının bir listesi olarak tanımlanabilir. Portföy yöneticiliği şirketleri ve portföy yöneticiliği faaliyetini düzenleyen III-55.1 sayılı Portföy Yöneticiliği Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği ise portföyü, para piyasası araçları, sermaye piyasası araçları, kıymetli madenler ile SPK tarafından uygun görülen varlıklar ve işlemler olarak tanımlamaktadır (III-55.1 sayılı Tebliğ m. 3/1-k). Görüldüğü üzere “portföy” teriminin kapsamında, menkul mallar sayılmıştır. Çünkü, portföy dar anlamıyla gerçek ya da tüzel kişi yatırımcının menkul malvarlığının belirli bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu sebeple, portföy yöneticiliği, menkul malvarlığı yönetimidir. Bkz. Portföy Yöneticiliği, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/447> (Erişim Tarihi: 04.01.2018); İbrahim **Kaplan**, “Portföy Yönetim Sözleşmesi”, BATİDER, Haziran-Aralık 1995, C. XVIII, S. 1-2, s. 47-77; İlke Aytekin **Gemicci**, Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği, Ankara 2005, s. 8. “Portföy yöneticiliği” kavramı ve uluslararası literatürdeki hukuki niteliğiyle ilgili bkz. Tülay **Karakaş**, “Portföy Yönetim Sözleşmesi”, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2000, s. 6-8.

<sup>509</sup> Portföy yöneticiliği, bireysel ve kolektif (kurumsal) portföy yöneticiliğini kapsar (III-55.1 sayılı Tebliğ m. 3/1-m). Kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları ile ilgilidir. Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları kurumsal yatırımcılar olup bireysel yatırımcılardan toplayıp oluşturdukları büyük ölçekli fonları portföy yöneticiliğinde uzmanlaşmış kadroları vasıtasıyla sermaye piyasası araçlarına yatırır. Kurumsal yatırımcılar olan yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarının bünyelerindeki bu büyük ölçekli fonların yönetilmesi de portföy işletmeciliği faaliyetininin konusuna girmektedir. Kolektif portföy yöneticiliği, bireysel portföy yöneticiliğinde olduğu gibi tek tek bir portföy yöneticiliği faaliyeti olmayıp, birçok yatırımcının katılımıyla meydana gelen portföyün yönetilmesidir<sup>509</sup>. Burada yatırımcılara ait portföyün her bir yatırımcı için maddi çıkar sağlamak üzere portföy yönetim sözleşmesi kapsamında vekil sıfatıyla yönetilmesi faaliyeti söz konusudur (III-55.1 sayılı Tebliğ m. 32/1). Bkz. **Gemicci**, s. 10.

olmamaktadır<sup>510</sup>. Bu amaçla, yatırımcı, portföy yönetim şirketiyle portföy yönetim sözleşmesi<sup>511</sup> imzalayarak şirkete teslim ettiği malvarlığının şirketin uzman kadrosu tarafından en kârlı biçimde çoğaltılmasını amaçlar. Portföy yönetim şirketi ise sözleşme kapsamında yatırımcıdan aldığı yönetim ücretinin artmasını, alım-satım işlemleri sonucu komisyon miktarının yükselmesini, yatırım potansiyelinin genişleyerek borsadaki alım-satım cirosunun yükselmesini amaçlar<sup>512</sup>. Yatırımcının yatırım amaçları doğrultusunda sermaye piyasası araçlarından hangilerini ne miktarda seçip bunları portföyüne dahil edeceği eylemlerinin tamamı portföy yöneticiliği kavramının içine girer<sup>513</sup>. Yatırımcı, yatırım amaçlarını belirlerken risk-getiri tercihini göz önünde bulundurur, yatırımcının risk-getiri tercihine göre de portföy yöneticisi yatırımcının kârlılığını en üst seviyeye çıkarmaya çalışır.

Portföy yöneticiliği faaliyeti de yatırım danışmanlığı faaliyetine benzer şekilde yapılan yatırımlar sonucu yatırımcının mutlaka getiri elde edeceğine dair sonuç vaad etmez<sup>514</sup>. Ancak portföy yöneticiliği faaliyeti yatırım danışmanlığı faaliyetinden farklıdır. Yatırım danışmanlığı faaliyetinde, yatırımcı yetkili kuruluştan malvarlığının hangi yatırımlara yöneltileceği hususunda danışır ve yetkili kuruluştan tavsiyeler alır. Bundan sonra ise yatırımcının kendisi bir yatırım kuruluşu vasıtasıyla yatırım yapar. Oysa portföy yöneticiliği faaliyetinde yatırımcı, malvarlığını yetkili kuruluşa teslim ederek bizzat o kuruluşun risk-getiri tercihlerine uygun yatırımları yapmasını ve malvarlığını yönetmesini talep eder<sup>515</sup>. Bu açıdan, portföy yöneticiliği faaliyeti alım-satıma aracılık faaliyetinden de farklıdır. Zira, alım satıma aracılık faaliyetinde yatırımcı portföyünü yetkili kuruluşa teslim etmemekte, yetkili kuruluştan yatırım tavsiyesi almamakta, yalnızca belirli ve münferit bir işlemin gerçekleştirilmesi için yatırım kuruluşuna talimat vermektedir. Başka bir deyişle, alım satıma aracılık faaliyetinde yatırımcılar sermaye piyasasında bizzat işlem yapamadıkları ve mutlaka bir yatırım kuruluşuyla çalışmak zorunda oldukları için yatırımcı burada yatırım kuruluşunu aracı olarak kullanarak verdiği talimatlar vasıtasıyla sermaye piyasasında işlem yapmaktadır. Oysa portföy yöneticisinde, yatırımcı belirli ve münferit bir işlemin gerçekleştirilmesi için talimat vermez. Güven ilişkisi temelinde, yetkili yatırım

<sup>510</sup> **Kaplan**, Portföy, s. 49; **Gemici**, s. 9.

<sup>511</sup> Portföy yönetim sözleşmesinin hukuki niteliğiyle ilgili görüşler için bkz. **Karakaş**, s. 33-52; **Gemici** s. 57-60.

<sup>512</sup> **Kaplan**, Portföy, s. 49. Portföy yönetim sözleşmesi kapsamında tarafların birbirine karşı olan tüm hak ve borçları için bkz. **Karakaş**, s. 77-97.

<sup>513</sup> Turhan **Korkmaz**/Ali **Ceylan**, Borsada Uygulamalı Portföy Yöneticiliği, Bursa 1998, s. 1.

<sup>514</sup> **Karakaş**, s. 68-69; **Gemici**, s. 134.

<sup>515</sup> **Karakaş**, s. 69; **Gemici**, s. 134; Portföy Yöneticiliği, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/447> (Erişim Tarihi: 04.01.2018).



kuruluşu ya da portföy yönetim şirketine portföyünü inançlı mülkiyet<sup>516</sup> esası uyarınca devrederek onun tasarrufta bulunması için vekil tayin eder<sup>517</sup>.

Alım satıma aracılık faaliyeti ile bireysel portföy yöneticiliği arasındaki bir diğer fark, portföy yöneticiliği faaliyetinin hangi kuruluş tarafından verildiği noktasındadır. Daha önce de belirtildiği gibi bireysel portföy yöneticiliği faaliyeti, SPK'dan izin alınarak aracı kurumlar, yatırım ve kalkınma bankaları ve portföy yönetim şirketleri tarafından yerine getirilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 38/1). Eğer bu faaliyet aynı zamanda alım satıma aracılık faaliyetine de yetkili bir yatırım kuruluşu tarafından veriliyor ise bu durumda yatırım kuruluşu hem portföy yöneticiliği hem de alım satıma aracılık faaliyetini kendi bünyesinde toplamış olacaktır. Ancak eğer bu faaliyet portföy yönetim şirketi tarafından veriliyorsa, portföy yönetim şirketi alım satıma aracılık faaliyetine yetkili olmadığından, bu konuda yetkili bir yatırım kuruluşuyla anlaşma yapması gerekecektir<sup>518</sup>.

## **Ş 2. ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİNDE YATIRIMCININ KORUNMASINA YÖNELİK DÜZENLEMELER ve TARAFLARIN YÜKÜMLÜLÜKLERİ**

### **I. Alım Satıma Aracılık Faaliyetinde Yatırımcının Korunmasının Gerekliliği**

Sermaye piyasasında, yalnızca piyasa başarısızlığından kaynaklanan sorunların giderilmesi, asimetrik bilgi paylaşımı sorununun bertaraf edilmesi ya da kaynakların etkin bir şekilde dağıtılması ile yatırımcının korunması amacına ulaşıldığı söylenemez<sup>519</sup>. Zira, sermaye piyasası faaliyetlerinde yatırım kuruluşlarıyla çalışmak zorunda olan yatırımcıların bu kurumlara karşı korunması da yatırımcının korunması açısından büyük önem teşkil eder.

Yatırım kuruluşları, hem birincil piyasalardaki hem de ikincil piyasalardaki işlemlerde aracılık faaliyetlerinde bulunmaktadır. Dolayısıyla, her iki piyasa açısından yatırımcının yatırım kuruluşların karşı korunması gerekliği söz konusudur.

Birincil piyasalarda, yatırım kuruluşunun ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satılmasını taahhüt etmesi ve bu yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda ihraç

<sup>516</sup> Bkz. Yukarıda, Birinci Bölüm, § 1, I, C, 2.

<sup>517</sup> **Kaplan**, s. 256, 257.

<sup>518</sup> **Gemici**, s. 61.

<sup>519</sup> **Kara**, s. 30.

edilen sermaye piyasası araçları değer yitireceği için bunları satın almış yatırımcının zararı söz konusu olacaktır. Çünkü, yatırım kuruluşunun ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satılması yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda ihraç ya da halka arz amacına ulaşamayacak ve sermaye piyasası araçları değer kaybetmiş olacaktır<sup>520</sup>. Sermaye piyasası araçlarının değer kaybetmesiyle, yatırım kuruluşlarıyla sözleşme imzalayarak bu araçları satın almış yatırımcılar zarara uğrayacaklardır.

İkincil piyasalarda ise, alım-satıma aracılık faaliyetinde bulunan yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasında sözleşme imzalanmakta ve bu sözleşme uyarınca yatırım kuruluşları yatırımcıların adına ya da hesabına hareket ederek sermaye piyasası aracı alıp satmakta, virman, takas ve saklama gibi hukuki işlemleri yapmaktadırlar<sup>521</sup>. Gerekli uzmanlığa sahip yatırım kuruluşlarının bu işlemleri gerçekleştirirken teknik bilgidен yoksun olan muhtemel yatırımcılara karşı avantajlı durumda olduğu açıktır. Bu nedenle yatırımcılar yatırım kuruluşları karşısında, bunların işlem ve eylemlerinden kaynaklanan zararlara uğrama riski altında bulunmaktadırlar.

Yatırım kuruluşları çoğunlukla kendi adlarına yatırımcılar hesabına faaliyette bulduklarından yatırımcılara ait sermaye piyasası araçları ya da para gibi varlıklar yatırım kuruluşları vasıtasıyla el değiştirmekte ve bu durum da yatırımcılar açısından risk oluşturmaktadır. Bu risklerin en başında yatırım kuruluşlarının hileli davranışları nedeniyle yatırımcılara zarar verme riski yer almaktadır. Yatırımcıların hileli davranışları, alım satıma aracılık faaliyeti gerçekleştirilirken yatırım kuruluşlarının yatırımcılara ait sermaye piyasası araçlarını ya da nakdi izinsiz kullanmaları veya işleme sokmaları, hileli işlemlerde bulunmaları, yatırımcılardan alacakları komisyonun daha yüksek olması amacıyla gereksiz alım-satımlarda bulunmaları, yatırımcıların verdikleri talimatlara aykırı davranışları, yatırımcılara bilgi vermekten kaçınmaları şeklinde sıralanabilir<sup>522</sup>. Yatırım kuruluşlarının mali yetersizliğe düşmeleri nedeniyle yatırımcılara ait nakit ödeme ya da sermaye piyasası aracını teslim etme yükümlülüklerini yerine getirmemeleri de yatırımcıların taşıdığı risklerdendir<sup>523</sup>. Görüldüğü üzere, sermaye piyasasına duyulan güvenin korunması ve sermaye piyasasının geliştirilmesi amacıyla, yatırım kuruluşlarına karşı yatırımcının

---

<sup>520</sup> Mecit Eş, Kuruluş Döneminde (1961-1982) Türkiye Sermaye Piyasası Gelişmeler, Sorunlar, TC. Anadolu Üniversitesi, Kütahya 1989, s. 77; Kılıç, s. 16; Kara, s. 1.

<sup>521</sup> Kara, s. 1.

<sup>522</sup> Ali İhsan Kaytaz, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması, İstanbul 2010, s. 117.

<sup>523</sup> Kılıç, s. 16-17; Küçüksözen, s. 182. Bu risklerin önlenmesi amacıyla öngörülen takas sistemi ve merkezi karşı taraf sistemi için bkz. İkinci Bölüm, § 2, II, H, 1, 2.

korunması birincil piyasalar açısından olduğu kadar ikincil piyasalar açısından da gereklidir.

Yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasında aracılık sözleşmesi imzalanmaktadır ve bu sözleşme tarafların hak ve yükümlülüklerini belirlemektedir<sup>524</sup>. Yatırımcılar ile yatırım kuruluşlarının hak ve yükümlülüklerinin sınırının iyi çizilebilmesi amacıyla bu sözleşmeye uygulanacak mevzuat hükümlerinin tespit edilebilmesi önem taşımaktadır. Çalışmamızın amacı gereği, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık faaliyetinden kaynaklanan hukuki ilişkinin tespiti ile bu hukuki ilişki çerçevesinde yatırımcının korunması için getirilen düzenlemeler incelenecektir.

## II. Alım Satım Aracılık Sözleşmesi

Yatırımcının yatırım kuruluşu ile imzaladığı alım satım sözleşmesi, bir çerçeve sözleşme olarak adlandırılır<sup>525</sup>. Alım satım aracılık sözleşmesi, yatırım kuruluşu ve müşteri arasındaki ilişkiyi daha en başında ve genel hatlarıyla düzenlemesi ve yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında kararlaştırılacak sonraki münferit işlemlerin temelini oluşturması nedeniyle çerçeve sözleşme olarak adlandırılmaktadır.

Çerçeve sözleşmenin imzalanmasıyla taraflar arasında doğan hukuksal ilişki, klasik bir borçlar hukuku sözleşmesindeki edimlerin değişimini sağlamayı değil, ileride taraflar arasında akdedilecek sözleşmeler için temel oluşturacak hususları belirlemeyi hedeflemektedir<sup>526</sup>. Çerçeve sözleşmenin amacı, aralarındaki hukuksal ilişki gereği ileride birden fazla sözleşme imzalayacak olan kişilerin, bu sözleşmelerin her birinde yer alacak bir kısım şartların önceden yapacakları çerçeve sözleşmede yer almasında anlaşarak, bu şartların her bir sözleşme için yinelenmesine gerek kalmasının önüne geçmektir<sup>527</sup>. Bu sebeple çerçeve sözleşme, sürekli borç ilişkisi doğuran bir sözleşme niteliğindedir<sup>528</sup>. Yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasındaki hukuki ilişkinin temelini oluşturması sebebiyle tarafların birbirlerine karşı olan hak ve borçları bu çerçeve sözleşme kapsamında değerlendirilmektedir<sup>529</sup>.

<sup>524</sup> Çetin/Töremiş, Hukuki Nitelik, s. 79.

<sup>525</sup> Faruk Acar, Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi, Prof. Dr. Vecdi Aral'a Armağan, Kocaeli 2001, s. 323; İnceoğlu, s. 32; Çetin/Töremiş, s. 77.

<sup>526</sup> Nami Barlas, "Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmelerin Özellikleri", Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1999, s. 813.

<sup>527</sup> Barlas, s.808, karş. dn. 2'deki yazarlar.

<sup>528</sup> Barlas, s. 817.

<sup>529</sup> Çetin/Töremiş, Hukuki Nitelik, s. 79.

Çerçeve sözleşme, müşterinin yatırım kuruluşuna sermaye piyasasında alım satım yapması için verdiği emirlere ilişkin akdedilen bir sözleşmedir. Yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasındaki çerçeve sözleşmenin yazılı yapılması gerekir. Ancak, bu yazılı sözleşme taraflar arasında imzalandıktan sonra yatırım kuruluşu müşterileriyle işlem yapmaya başlayabilir. Yatırım kuruluşu yatırımcıyla çerçeve sözleşme imzalanmadan yatırımcının sermaye piyasasında gerçekleştirmek istediği işlemler için talimatlarını kabul edemez, işlemin gerçekleştirilmesi için yetkili yatırım kuruluşuna ya da gerekli yerlere iletmez (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/1). Çünkü, bu faaliyetler emir iletimine aracılık faaliyeti kapsamındadır ve bu faaliyet de bir alım satım aracılığı faaliyeti olarak kabul edildiğinden bu faaliyetin sunulması için de öncelikle çerçeve sözleşme imzalanması gerekir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 11/1). Zira, çerçeve sözleşme imzalanması zorunluluğu, yatırım kuruluşunun her üç tür alım satım aracılık faaliyetleri (emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ve portföy aracılığı) açısından söz konusudur. Fakat, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 11/2 hükmünde sayılan emir iletimine aracılık faaliyeti kapsamında sayılan bazı faaliyetler, çerçeve sözleşme imzalanmaksızın da gerçekleştirilebilmektedir<sup>530</sup>.

Emirlerin yetkili yatırım kuruluşuna iletildikten sonra yerine getirilmesi ise taraflar arasında çerçeve sözleşmeden bağımsız yeni bir sözleşmesel ilişki (bireysel sözleşme) kurmaktadır. Bu bireysel sözleşmeler, çerçeve sözleşmeden farklıdır. Yatırımcı her emir verdiğinde bireysel sözleşmeler için yeniden bir sözleşme imzalanmasının gerekmemesi için yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasındaki sözleşmesel ilişkinin temelini çerçeve sözleşme ile çizilmesi amaçlanmıştır.

Uygulamadaki çerçeve sözleşmelerde genel olarak şu hususlar yer almaktadır<sup>531</sup>: tarafları tanıttıcı bilgiler, sözleşmede kullanılan kısaltmalar, konu, emirlerin iletilmesi, geçerlilik süresi, yerine getirilen emirlerin tasfiyesi gibi hususlara ilişkin düzenlemeler, teminat ve takasa ilişkin düzenlemeler, sermaye piyasası aracının ve nakdin teslimine ilişkin hususlar, aracı kurumun müşteriye bilgi vermesine ilişkin düzenlemeler, müşterinin mülkiyetinde olan nakdin aracı kurum tarafından nasıl değerlendirileceğine ilişkin

<sup>530</sup> Bu faaliyetler, “a) Halka arz, tahsisli satış veya nitelikli yatırımcılara satış sırasında taleplerin toplanmasıyla ilgili olarak taleplerin ilgili yatırım kuruluşuna iletilmesi ve müşteriler tarafından ilgili sermaye piyasası aracının bedeli olarak tevdi edilen nakdin tahsili veya geri ödenmesi gibi işlemleri kapsamak üzere gişe hizmeti verilmesi.

b) Lehine faaliyet gösterilen işlem ve/veya portföy aracılığına yetkili kuruluşun sunabileceği yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin yatırımcılara tanıtılması, sözleşme akdedilmesine aracı olunması.

c) Sözleşme yapmak isteyen tarafların komisyon karşılığında bir araya getirilmesi” faaliyetleridir. Bkz. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 11/2.

<sup>531</sup> **Penezoğlu**, s. 98, 99; **Tanör**, 1. Cilt, s. 283; **Ünal**, s. 223,224; **Berzek**, s. 61.

hususlar, aracı kuruma ödenecek ücrete ilişkin düzenlemeler, sözleşme süresi, sözleşmenin değiştirilmesine ilişkin şartlar, yurtdışındaki sermaye piyasalarında alım satım, uyumsuzluk halinde yetkili mahkeme ve icra daireleri.

#### A. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Hukuki Niteliği

Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesi, yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasındaki hukuki ilişkinin temelini belirlediğinden ve ileride yapılacak olan bireysel sözleşmelerin zeminini oluşturduğundan bu sözleşmenin hukuki niteliğini belirlemek önem arz etmektedir. Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin hukuki niteliğiyle ilgili doktrinde çeşitli görüşler oluşmuştur.

Öğretide bir görüş uyarınca, yatırım kuruluşunun her daim kendi adına ancak yatırımcı hesabına işlem yapması nedeniyle dolaylı temsil hükümlerinin uygulanmasını gerektirir ve bu nedenle alım satıma aracılık sözleşmesi dolaylı temsil hükümlerinin geçerli olduğu komisyon sözleşmesi niteliğindedir<sup>532</sup>.

Bir diğer görüş ise yatırım kuruluşunun kimin adına ve hesabına hareket ettiğine bağlı olarak alım satıma aracılık sözleşmesinin niteliğinin değişeceğini savunmuştur. Bu görüşe göre, yatırım kuruluşu yatırımcı ad ve hesabına hareket ediyorsa vekalet sözleşmesi; kendi ad ve hesabına hareket ediyorsa alım satım sözleşmesi, kendi adına yatırımcı hesabına hareket ediyorsa komisyon sözleşmesi niteliğini taşır<sup>533</sup>.

Başka bir görüşün taraftarları ise alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin hem komisyon hem vekalet hem de hizmet sözleşmelerinin özelliklerini taşıması sebebiyle nevi şahsına münhasır bir sözleşme olduğu, komisyon veya vekalet sözleşmesi niteliğinde olmadığı görüşündedir<sup>534</sup>.

Nihayetinde, bir başka görüş ise, alım satıma aracılık sözleşmesinin vekalet sözleşmesi niteliğinde olduğunu, zira alım satıma aracılık sözleşmesiyle bu sözleşme kapsamında verilen emirler neticesinde kurulan bireysel sözleşmeleri birbirinden ayırmak gerektiğini belirtmektedir. Yatırım kuruluşunun çerçeve sözleşmeden kaynaklanan asli

<sup>532</sup> **Tekinalp**, s. 93; **Önal**, s. 198; **Konuralp/Konuralp**, s. 592; **Tanör**, 1. Cilt, s. 161, 285; **Kırca**, İsmail, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri, Ankara, 2000, s. 93; **Karababa**, s. 131.

<sup>533</sup> Ayşe Nur **Berzek**, "Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti", Reha Poroy'a Armağan, İstanbul 1995, s. 61; **Ünal**, O. K., s. 77.

<sup>534</sup> **Çetin**, Alım Satım İşlemleri s. 15-16; **Penezoğlu**, s. 101; **Ayhan**, aracı kurumun kendi adına yatırımcı hesabına işlem yaptığı durumda vekalet sözleşmesinin süreklilik unsuru ile komisyon sözleşmesinin kendi adına müvekkil hesabına işlem yapma unsurunu içeren karışık muhtevalı bir sözleşme olduğu görüşündedir. Bkz. Hatice Ebru **Ayhan**, s. 23.

borcu, yatırımcı emirlerini yerine getirmek ve bireysel sözleşmeler kurmaktır. Bu borç da vekalet sözleşmesinde vekilin borcu görünümündedir<sup>535</sup>.

## **B. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Hukuki Niteliğinin Vekalet Sözleşmesi Olduğu Yönündeki Görüşümüz**

Öncelikle, yatırımcı ile aracı kurum arasında imzalanan alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin hukuki niteliğini, yine yatırımcı ve yatırım kuruluşu arasında çerçeve sözleşme kapsamında daha sonra imzalanacak olan bireysel sözleşmelerden<sup>536</sup> ayırarak incelemek gerekmektedir.

Kanaatimizce, alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinde yatırım kuruluşu ister yatırımcı ad ve hesabına hareket etsin isterse de kendi adına yatırımcı hesabına hareket etsin bu sözleşme bir vekalet sözleşmesi niteliğindedir<sup>537</sup>. Çünkü, vekalet sözleşmesi, vekilin müvekkil çıkarına ve müvekkilin iradesine uygun olarak onun bir işini görme borcu yüklendiği sözleşmedir<sup>538</sup>. Zaten vekalet sözleşmesi de sözleşmenin içeriğinin taraflar arasındaki ilişkiye göre zaman içerisinde, verilen talimatlar uyarınca şekilleneceği bir çerçeve sözleşmedir<sup>539</sup>. Sermaye piyasasındaki alım satım işlemlerinde de yatırım kuruluşu yatırımcının vekili sıfatıyla hareket etmekte ve yatırımcının sermaye piyasasında alım satım işini yatırımcı çıkarına görmektedir. Yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında imzalanan çerçeve sözleşme uyarınca yatırım kuruluşu yatırımcıdan bir ücret talep etmemektedir. Bu da çerçeve sözleşmenin vekalet sözleşmesi niteliğinde olduğunu desteklemektedir. Zira, çerçeve sözleşme uyarınca imzalanacak bireysel sözleşmelerin kurulması durumunda yatırım kuruluşu komisyon ücretine hak kazanmaktadır. Ücret karşılığında yapılması nedeniyle bireysel sözleşmeler kanaatimizce komisyon sözleşmesi niteliğindedir<sup>540</sup>. Bu nedenle, çerçeve sözleşmenin hukuki niteliği bireysel sözleşmelerden farklı olup birbirinden ayrı incelenmesi gerekmektedir.

<sup>535</sup> Yusuf Ziyaeddin **Sönmez**, Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1997, s. 71; Fatih **Keklikkiran**, Alım Satıma Aracılık Sözleşmelerinde Uyuşmazlıklar ve İspat Sorunları, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2007, s. 41; **İnceoğlu**, s. 144; **Kara**, s. 153; **Öz Seçer**, Alım Satım Komisyonculuğu Sözleşmesi, İstanbul 2013, s. 37.

<sup>536</sup> Bireysel sözleşmelerin hukuki niteliği için bkz. İkinci Bölüm, § 2, II, E, 2.

<sup>537</sup> Bkz. Aynı görüşte **Kara**, s. 153.

<sup>538</sup> Aydın **Zevkiler/Emre Gökyayla**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara 2018, s. 596; Fikret **Eren**, Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Ankara, 2018, s. 705; Cevdet **Yavuz**, Borçlar Hukuku Dersleri (Özel Hükümler), İstanbul, Ağustos 2018, s. 624; Haluk **Tandoğan**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. II, İstanbul, Temmuz 2010, s. 355.

<sup>539</sup> **Sarı**, s. 30, dn. 83.

<sup>540</sup> Bkz. İkinci Bölüm, § 2, II, E, 2.

Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesini vekalet sözleşmesi olarak nitelendirmek yatırımcının korunması açısından da yerindedir. Zira, vekalet sözleşmesi kurulduğunda vekilin müvekkilin çıkarını koruma borcu doğar<sup>541</sup>. Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin de kurulduğu anda yatırım kuruluşunun yatırımcının menfaatlerini çerçeve sözleşme kapsamında koruma ve kollama borcu doğmaktadır. Bu sebeple, aynen vekalet sözleşmesinde vekil ile müvekkil arasında kurulduğu gibi yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasında da bir güven ilişkisi kurulur. Bu güven, yatırımcının yatırım kuruluşunun mesleki bilgisine duyduğu güvendir ve vekalet sözleşmesindeki vekilin görülecek iş konusunda uzman olması<sup>542</sup> gibi yatırım kuruluşunun sermaye piyasası ile ilgili konularda uzman olmasından da kaynaklanır. Güven ilişkisi karşılıklıdır. Aşağıda inceleneceği üzere yatırım kuruluşunun yatırımcının ekonomik yapısına en uygun yatırım araçlarını önerebilmesi için yatırımcı hakkında bilgi toplama yükümlülüğü vardır. İhtiyaç duyulan bu bilgilerin yatırımcı tarafından zamanında ve eksiksiz verilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla yatırım kuruluşunun da yatırımcının sağladığı bilgilerin doğruluğuna ve eksiksizliğine güvenebilmesi gerekir. Vekalet sözleşmesinde vekilin özen borcuna uygun hareket ederek işi yürütme borcu söz konusu olup vekil meydana gelen sonuçtan sorumlu değildir<sup>543</sup>. Bu durum alım satıma aracılık faaliyeti açısından da geçerli olup yatırım kuruluşu yatırımcı adına piyasadaki risklerden doğabilecek zararlardan sorumlu değildir. Ancak yatırım kuruluşunun yatırımcı adına işlem yaparken yatırımcının çıkarını gözeterek özen borcuna uygun olarak hareket etmesi gerekmektedir.

Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinde, yatırım kuruluşu yatırımcı adına bir hukuki işlemin gerçekleştirilmesi yükümlülüğü altındadır. Dolayısıyla, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki vekalet ilişkisinde her daim bir temsil ilişkisi de söz konusudur. Zira, temsil yetkisi hukuki işlemler için söz konusu olup yatırım kuruluşu yatırımcı adına ve hesabına hareket ettiğinde doğrudan temsil, yatırımcı hesabına kendi adına hareket ettiğinde ise dolaylı temsil hükümleri uygulanacaktır<sup>544</sup>.

<sup>541</sup> **Zevkliler /Gökyayla**, s. 596; **Eren**, s. 711.

<sup>542</sup> Suat **Sarı**, Vekalet Sözleşmesinin Tek Taraflı Sona Erdirilmesi, İstanbul 2004, s. 28.

<sup>543</sup> **Zevkliler /Gökyayla**, s. 598.

<sup>544</sup> Doğrudan temsil ve dolaylı temsil hükümlerine ilişkin olarak bkz. Cevdet **Yavuz**, Türk, İsviçre ve Fransız Medeni Hukuklarında Dolaylı Temsil, 1983, s. 16 vd.; **Tandoğan**, C. II, s. 357; **Sarı**, s. 202-203; **Zevkliler /Gökyayla**, s. 600. Dolaylı temsilin “çelişkili bir kavram” olduğuna yönelik görüşler için bkz. **Kocayusufpaşaoğlu**, s. 632, 633, dn. 43, 45; **Oğuzman/Öz**, s. 213.

### C. Alım Satım Aracılık Sözleşmesinin Tarafları

Alım satım aracılık sözleşmesinin niteliğine göre doğrudan ya da dolaylı temsil hükümleri söz konusu olur<sup>545</sup>. Yatırım kuruluşu kendi adına ve hesabına ya da kendi adına yatırımcı hesabına hareket ettiği durumlarda işlemin tarafı olurken, yatırımcı ad ve hesabına hareket ettiği durumlarda ise işlemin tarafı olmaz. Çünkü, doğrudan temsilin söz konusu olduğu, başka bir deyişle aracılık sözleşmesi uyarınca yatırım kuruluşu yatırımcı ad ve hesabına hareket ettiği durumda yatırım kuruluşu sermaye piyasası araçlarını alıp satar ancak işlemin tarafı olmayacaktır. İşlemin tarafları, yatırımcı ve alım veya satım işlemini yapan alıcı ya da satıcı olur<sup>546</sup>.

SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle eSerPK'da geçerli olan sermaye piyasası kurumununun temel alındığı ve bir kurumun gerçekleştirdiği faaliyetler baz alınarak düzenleme yapma yöntemi terk edilmiş, faaliyetlerin kendisi ölçüt alınarak sermaye piyasası kurumlarının ve işlemlerinin faaliyetler üzerinden düzenlenmesi yoluna gidilmiştir<sup>547</sup>. Yürürlükteki III-37.1 sayılı Tebliğ'in 10. maddesinde alım-satım aracılığı faaliyetinin kapsamı belirtilmiştir. Bu düzenlemeye göre alım satım aracılığı faaliyeti, a. emir iletime aracılık, b. işlem aracılığı ve c. portföy aracılığı faaliyetlerinden oluşmaktadır. Faaliyet bazlı düzenleme yöntemi benimsendiğinden, alım satım aracılık sözleşmesinin tarafları incelenirken, her bir alım satım aracılık faaliyetinin tek tek tarafları açısından incelenmesi yerinde olacaktır.

#### 1. Emir İletimine Aracılık Faaliyeti Sözleşmesinin Tarafları

Yatırımcılar, borsada doğrudan alım satım yapamadıkları için müşteri emirleri olarak adlandırılan ve borsada (ya da organize diğer pazar yerlerinde) alım satım işlemiyle ilgili taleplerini bir yatırım kuruluşlarına iletirler ve bu emirler doğrultusunda yatırım kuruluşları yatırımcılar adına işlem yaparlar<sup>548</sup>. Ancak bunun için yatırımcıların emirlerini gönderdikleri yatırım kuruluşunun, emir iletime aracılığa yetkili olmasının yanı sıra borsada işlem yapmaya yetkili de olması gerekir. Emir iletime aracılık faaliyetine yetkili bir yatırım kuruluşu<sup>549</sup> yatırımcılardan emir almaya yetkilidirler. Ancak bu yatırım kuruluşları emirleri borsaya iletmeye, başka bir deyişle borsada işlem yapmaya yetkisi

<sup>545</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 66.

<sup>546</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 66.

<sup>547</sup> Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, s. 16 (<https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>).

<sup>548</sup> **Şakar**, s. 174.

<sup>549</sup> III-37.1 sayılı Tebliğ m. 13'te emir iletime aracılık faaliyeti için gerekli şartlar belirtilmiştir.



değildirler. Bunlara yetkili olabilmesi için yatırım kuruluşunun işlem aracılığı faaliyeti ya da portföy aracılığı faaliyeti için de yetkili olması gerekir<sup>550</sup>. Aksi hâlde bu yatırım kuruluşu müşteri emrini işlem aracılığı faaliyetinde ya da portföy aracılığı faaliyetine yetkili bir yatırım kuruluşuna iletir. Böylece, müşterinin borsada alım satım işlemi talebi emir iletimine yetkili yatırım kuruluşu vasıtasıyla işlem aracılığı faaliyetine ya da portföy aracılığı faaliyetine yetkili başka bir yatırım kuruluşu tarafından gerçekleştirilmiş olur. Böylece, emir iletimine yetkili yatırım kuruluşunun emirleri ilettiği işlem aracılığı ya da portföy aracılığı faaliyetine yetkili yatırım kuruluşları “lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşu” konumundadır. Zira, emir iletimine yetkili yatırım kuruluşu işlem aracılığı ya da portföy aracılığı faaliyetine yetkili yatırım kuruluşları lehine faaliyet göstermektedir. Daha açık bir anlatımla, emir iletimine aracılık faaliyetinde iki adet yatırım kuruluşu söz konusudur. Bunlardan ilki, yatırımcı tarafından emirlerin iletildiği aracılık eden yatırım kuruluşudur (emir iletimine aracılığa yetkili yatırım kuruluşu). İkincisi ise aracılık eden yatırım kuruluşunun işlemin gerçekleştirilmesi için emirleri ilettiği işlem aracılığı faaliyetine yetkili yatırım kuruluşudur (lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşu). Uygulamada, emir iletimine aracılık yapacak olan yatırım kuruluşu banka, lehine faaliyet gösterilecek olan yatırım kuruluşu ise aracı kurum olabilir. (Örneğin, emir iletimine aracılık yapacak olan [YAPIKREDİ BANKASI], lehine faaliyet gösterilecek yatırım kuruluşu da [YAPIKREDİ YATIRIM] olur).

Emir iletimine aracılık faaliyeti, sermaye piyasası araçlarına ilişkin yatırımcının emirlerinin, işlem aracılığı faaliyeti ya da portföy aracılığı faaliyeti kapsamında yetkilendirilmiş bir yatırım kuruluşuna ya da kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere ilgili ülkenin yetkili otoritesi tarafından faaliyet izni almış yurt dışında yerleşik bir kuruluşa iletilmesi ve yatırımcının bu taleplerinin sonuçlarına ilişkin yatırımcıya bilgilendirme yapılmasıdır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 11/1).

Emir iletimine aracılık faaliyetinin yerine getirilmesi için aracılık eden yatırım kuruluşu (emir iletimi faaliyetini gerçekleştiren kuruluş) ile yatırımcı arasında çerçeve sözleşme imzalanması gerekir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 11/3). Emir iletimine aracılık yapacak yatırım kuruluşu ile lehine faaliyet gösterilecek her bir yatırım kuruluşu arasında da tarafların hak ve yükümlülüklerinin belirlendiği bir sözleşme akdedilmelidir. Buna ek olarak, lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşu da işlemlere başlamadan önce yatırımcı

---

<sup>550</sup> III-37.1 sayılı Tebliğ m. 18’de işlem aracılığı faaliyetinde bulunmak için bir yatırım kuruluşunun faaliyete geçmek için aranan genel şartlara ve emir iletimine aracılık faaliyetine ilişkin özel şartlara uyulmasının yanı sıra ek şartlar öngörülmüştür.

ile ayrı bir çerçeve sözleşme imzalamalıdır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 14/1-a,b). Ancak anılan tebliğde, her iki yetkili kuruluşun kararı ve yetkilendirmesiyle emir iletimine aracılık ve işlem aracılığı faaliyetlerine ilişkin esaslara aynı sözleşmede yer verilmesi halinde tek çerçeve sözleşme yapılmasının da mümkün olduğu düzenlenmiştir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 14/1-b). Bu durumda çerçeve sözleşme, bir tarafta yatırımcı, diğer tarafta ise emir iletimine aracılık yapan kuruluş ile lehine faaliyet gösterilen kuruluş arasında imzalanır. Kanaatimizce bu düzenlemede hangi faaliyetin hangi yatırım kuruluşu tarafından gerçekleştirildiğinin açık bir biçimde düzenlenmesi, yatırımcının korunması açısından önem arz etmektedir. Çünkü, alım satım aracılığı faaliyetinin icra edilmesinde birden fazla yatırım kuruluşu rol oynuyorsa her biri yerine getirdiği faaliyetlerden genel hükümler uyarınca sorumludurlar (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 31/1). Başka bir deyişle, emir iletimine aracılık faaliyetini gerçekleştiren yatırım kuruluşu emir iletim faaliyetinden, işlem aracılığı ya da portföy aracılığı faaliyetini gerçekleştiren yatırım kuruluşu da bu faaliyetlerden genel hükümler uyarınca sorumludurlar. Her bir yatırım kuruluşuna ait sorumluluğun sınırları, bu kuruluşların birbirleriyle imzaladıkları sözleşmelerde belirlenir ve bu hususlara müşteriler ile akdedilen çerçeve sözleşmelerde yer verilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 31/2). Dolayısıyla, yatırımcıyla imzalanan çerçeve sözleşmeler hangi yatırım kuruluşunun hangi faaliyeti icra ettiğinin ve hangi faaliyetten sorumlu olduğunun yatırımcı tarafından bilinmesi açısından önemlidir. Zira, yatırımcıyla imzalanan bu çerçeve sözleşmede, yatırımcının olası bir zarar görmesi durumunda hangi yatırım kuruluşuna sorumluluk atfedeceğinin açık olarak belirlenmesi, yatırımcının korunması açısından yerinde olur.

Emir iletimine aracılık faaliyeti açısından SerPK’da bir yasak öngörülmemiş olsa da III-37.1 sayılı Tebliğ’in 12. maddesi uyarınca, bu faaliyetin SPK’dan izin almak kaydıyla aracı kurumlar tarafından tüm sermaye piyasası araçları üzerinde ve bankalar tarafından kaldıraçlı işlemler haricindeki sermaye piyasası araçları üzerinde yapılabileceği belirtilmiştir. Kanunda böyle bir sınırlandırma belirtilmemiş olsa da SPK’nın tebliğ düzenlemesinde bu sınırlandırmayı yapma yetkisi vardır. Zira, SerPK m. 39/1 uyarınca SPK’nın her bir yatırım hizmeti ve faaliyetinin hangi kuruluşlar tarafından yerine getirileceği hususunda düzenleme yapma yetkisi bulunmaktadır.

Emir iletimine aracılık faaliyeti esasen eSerPK döneminde uygulanan bankalar ve aracı kurumlar arasındaki acentelik ilişkisinin devamı amacıyla kullanılmakta idi<sup>551</sup>. ESerPK’da bankalar ve aracı kurumlar arasındaki özellikle pay alım satım işlemlerine yönelik hukuki ilişkiyi düzenleyen acentelik müessesesi bulunmaktaydı. SerPK’da ise acentelik müessesesi tesisi ile iş ilişkisi kurulması olanağı kaldırılmış, fakat bankaların emir iletimine aracılık etmek üzere faaliyet izni alabilecekleri hükme bağlanmıştır. Şu anda, emir iletimine aracılık modeli ile çalışan bankalarda müşterilere ait hesap ve işlemlerin müşteri bazında lehine faaliyet gösterilen aracı kurum nezdinde izlenmesi zorunludur. Başka bir deyişle, bankalar pay piyasasında işlem yapmak isteyen yatırımcı taleplerini lehine faaliyet gösterdikleri aracı kurumlara ileterek onlar aracılığıyla borsaya göndermektedirler<sup>552</sup>.

## 2. İşlem Aracılığı Faaliyeti Sözleşmesinin Tarafları

İşlem aracılığı faaliyeti, esasen alım satım aracılığı faaliyetinin ana konusunu oluşturmaktadır. Zira, işlem aracılığı faaliyeti müşteri emirlerinin iletilmesine değil gerçekleştirilmesine aracılık edilmesidir. Müşteri emirleri, işlem aracılığı faaliyetine yetkili yatırım kuruluşları tarafından müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilir (SerPK m. 37/1-b). İşlem aracılığı faaliyeti, emir iletimine aracılık faaliyetine ek olarak, işlemin gerçekleştirilmesi için emirlerin borsaya ya da diğer organize piyasalara, portföy aracılığı yapmaya yetkili bir kuruluşa ya da kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere ilgili ülkenin yetkili otoritesinden faaliyet izni almış yurt dışında yerleşik bir kuruluşa iletilmesidir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 16).

Tebliğ hükmünde işlem aracılığı faaliyetinin “*emir iletimine aracılık faaliyetine ek olarak*” yapılacağı belirtilmiştir, işlem aracılığı faaliyetine yetkili yatırım kuruluşunun emir iletimine aracılık faaliyetine de yetkili olduğu ve bu faaliyeti de yürütebileceği anlamına gelmektedir<sup>553</sup>.

İşlem aracılığı faaliyeti, III-37.1 sayılı Tebliğ’in 17. maddesi uyarınca, SPK’dan izin almak kaydıyla aracı kurumlar tarafından tüm sermaye piyasası araçları üzerinde gerçekleştirilebilir. Bankaların işlem aracılığı faaliyeti ise SerPK’da açık bir sınırlandırma olmamasına rağmen III.37-1 sayılı Tebliğ ile bankaların işlem aracılığı faaliyetinde

<sup>551</sup> Çetin, Bankalar, s. 717.

<sup>552</sup> Çetin, Bankalar, s. 717.

<sup>553</sup> Evin Kurtoğlu, Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2015, s. 25; Memiş/Turan, s. 158; Tuğ, s. 73.

bulunmaları belirli sınırlandırmalara tabi tutulmuştur (SerPK m. 39/9). SerPK m. 39/1 uyarınca SPK'nın yatırım hizmet ve faaliyetlerinin hangi kuruluşlar tarafından yerine getirileceğiyle ilgili sınırlandırma yapma yetkisi vardır. Dolayısıyla, işlem aracılığı faaliyeti için bankalar açısından kanunla öngörülmemiş bu sınırlandırmanın SPK tebliği ile öngörülmesi mümkündür. III.37-1 sayılı Tebliğ m. 17/1'de işlem aracılığı faaliyeti, yatırım ve kalkınma bankaları tarafından kaldırılacak işlemler hariç olmak üzere tüm sermaye piyasası araçları üzerinde; mevduat ve katılım bankaları tarafından ise paylar, kaldırılacak işlemler ile pay endekslerine ya da paylara dayalı türev araçlar hariç olmak üzere diğer sermaye piyasası araçları üzerinde yapılabilir<sup>554</sup> (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 17/1). Ancak, yatırım ve kalkınma bankalarının III.37-1 sayılı Tebliğ m. 17/1-b hükmü uyarınca paylar ile pay endekslerine ya da paya dayalı türev araçlar üzerinde işlem aracılığı faaliyetinde bulunabilmeleri, ancak halka açık olmayan bir aracı kurumun tüm faaliyet izinlerinin iptali için talepte bulunarak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmesi şartıyla mümkündür<sup>555</sup> (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 17/2). Yukarıda da ifade edildiği üzere bu düzenlenmenin amacı, bankaların, ancak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmek isteyen bir aracı kurumun yetki belgelerini devralarak sermaye piyasasında işlem yapmasını sağlamak ve esasen para piyasası aktörlerinden olan bankaların sermaye piyasasında da yoğun şekilde faaliyet göstermesini engellemektir.

### 3. Portföy Aracılığı Faaliyeti Sözleşmesinin Tarafları

Alım satım aracılık faaliyetinin başka bir türü olan portföy aracılığı faaliyeti, sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşunun kendi hesabından alım satım faaliyetidir (SerPK m. 37/1-c). İşlem aracılığı faaliyetine ek olarak, yatırım kuruluşlarının yatırımcıların sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım veya satım emirlerini, alım satım sözleşmesinin bir tarafı olarak yerine getirmesi faaliyetidir<sup>556</sup>. Yatırım kuruluşu, işlem aracılığı faaliyetine ek olarak müşterilerin sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım satım emirlerini karşı taraf olarak, kendi portföyünden karşılayarak yerine getirmektedir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 21).

Portföy aracılığı faaliyeti, III-37.1 sayılı Tebliğ'in 22. maddesi uyarınca, SPK'dan izin almak kaydıyla, aracı kurumlar tarafından tüm sermaye piyasası araçları üzerinde

<sup>554</sup> Ayrıca bkz. III-37.1 sayılı Tebliğ EK/1'de işlem aracılığı faaliyetinde bulunabilecek kuruluşları sermaye piyasası araçları bazında gösterir tablo.

<sup>555</sup> Ayrıca bkz. Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber, s. 49.

<sup>556</sup> Kurtuluş, s. 26; Memiş/Turan, s. 159; Adıgüzel, s. 244.

yapılabilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 22). İşlem aracılığı faaliyetinde benzer şekilde, portföy aracılığı faaliyeti için de bankaların bu faaliyette bulunmaları hususunda SerPK m. 39/9 hükmünde açık bir sınırlandırma olmamasına rağmen III.37-1 sayılı Tebliğ ile bankaların portföy aracılığı faaliyetleri belirli sınırlandırmalara tabi tutulmuştur. SerPK m. 39/9 hükmünde SPK'ya bu yetki verilmiştir. Yatırım ve kalkınma bankaları tarafından kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere sermaye piyasası araçları üzerinde; mevduat ve katılım bankaları tarafından ise paylar, kaldıraçlı işlemler ile paylara dayalı türev araçlar hariç olmak üzere diğer sermaye piyasası araçları üzerinde yapılabilir. Ancak, yatırım ve kalkınma bankalarının kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere sermaye piyasası araçları üzerinde portföy aracılığı faaliyetinde bulunabilmeleri, ancak halka açık olmayan bir aracı kurumun tüm faaliyet izinlerinin iptali için talepte bulunarak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmesi şartıyla mümkündür<sup>557</sup> (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 22/). Bunun nedeni de işlem aracılığı faaliyetinin bankalar açısından sınırlandırılmasına paralel şekilde bankaların sermaye piyasalarındaki faaliyetlerini aracı kurumlara oranla bir parça sınırlandırmaktır.

Portföy aracılığı faaliyetinin “işlem aracılığı faaliyetine ek olarak” yerine getirileceği belirtildiğinden, portföy aracılığı faaliyetine yetkili bir yatırım kuruluşunun, işlem aracılığı faaliyetini de yerine getirebileceği iddia edilmektedir<sup>558</sup>. Oysa, III-37.1 sayılı Tebliğ’de mevduat ve katılım bankalarının işlem aracılığı faaliyeti, portföy aracılığı faaliyetinden daha çok sınırlandırılmıştır. Mevduat ve katılım bankaları kaldıraçlı araçlar ve paya dayalı araçlar haricindeki tüm türev araçlar için portföy aracılığı faaliyetinde bulunabilirken, işlem aracılığı faaliyetini ise kaldıraçlı araçlar, paya dayalı araçlar ve pay endeksine dayalı araçlar haricindeki tüm türev araçlarda gerçekleştirebilir. Görüldüğü üzere, mevduat ve katılım bankalarının işlem aracılığı faaliyeti portföy aracılığı faaliyetine oranla daha sınırlı olarak düzenlenmiş olup, her portföy aracılığı faaliyetine yetkili kuruluşun doğrudan işlem aracılığı faaliyetine de yetkili olduğu ifadesi kanaatimizce yerinde değildir.

Ancak portföy aracılığı faaliyetiyle ilgili bu başlık altında yaptığımız açıklamalara önemle eklemek gerekir ki, Yatırım Kuruluşları Rehberi’nde BİST’te işlem gören paylar ve paylara dayalı türev araçlar üzerinde portföy aracılığı faaliyeti yapılamayacağı

<sup>557</sup> Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber, s. 15.

<sup>558</sup> Memiş/Turan, s. 159; Tuğ, s. 74.

belirtilmektedir<sup>559</sup>. Bu sınırlandırma sadece bankalar açısından geçerli olmayıp tüm aracı kurumlar da bu sınırlandırmaya tabidir<sup>560</sup>. Bu uygulama, *konsantrasyon kuralı* olarak nitelendirilmekte olup yatırımcıların paylar ve paylara dayalı türev araçlar üzerindeki emirlerinin, yatırım kuruluşları tarafından alım satım sözleşmesinin tarafı olarak Borsa İstanbul AŞ'de yerine getirmesini yasaklamaktadır<sup>561</sup>. Dolayısıyla, yatırımcıların paylar ve paylara dayalı türev araçlar üzerindeki emirlerinin yatırım kuruluşları tarafından ancak işlem aracılığı faaliyeti kapsamında BİST'e iletilmesi gerekmektedir. SerPK ve hatta Kurul'un çıkardığı Tebliğler ile düzenlenmemiş bu sınırlandırmanın Yatırım Kuruluşları Rehberi dahilinde düzenlenmiş olması yatırımcının korunması bakımından endişe duyulmasına sebep olmaktadır. Zira, SerPK ve tebliğler ile serbestlik sağlanan portföy aracılığı faaliyeti Yatırım Kuruluşları Rehberi ile yasaklanmış bulunmaktadır. Oysa, bu önemli sınırlandırmanın SerPK'da ya da en azından tebliğlerde yer alması gerekmektedir.

#### **D. Alım Satım Aracılık Sözleşmesinin Şekli ve Kapsamı**

Alım satım aracılık sözleşmesinin şekli konusunda SerPK'da bir hüküm bulunmamaktadır. Çerçeve sözleşmenin yazılı yapılması gerektiği şartı tebliğde düzenlenmiştir (III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 26). Çerçeve sözleşmenin şeklinin kanun ile düzenlenmeyip ikincil düzenlemeye bırakılmış olmasının<sup>562</sup>, sözleşmenin şeklinin geçerlilik şartı mı yoksa ispat şartı mı olduğuna etkisi hususu tartışmalıdır. Zira, Türk Borçlar Kanunu (TBK) m. 12/1 hükmü uyarınca, bir sözleşmenin hangi şekilde yapılacağı kanunla belirlenmemiş ise o sözleşme herhangi bir şekle bağlı değildir. Tebliğ ile düzenlenen şekil şartının geçerlilik şartı mı yoksa ispat şartı mı olacağına ilişkin doktrinde farklı görüşler mevcuttur<sup>563</sup>.

Doktrinde bir görüş, ikincil mevzuat ile şekil şartının öngörülemeyeceği düşüncesinde olup tebliğ ile düzenlenen bu yazılı şekil şartının ispat şekli olduğu

<sup>559</sup> Bkz. Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber, s. 15.

<sup>560</sup> Çetin, Bankalar, s. 719.

<sup>561</sup> MiFID ile konsantrasyon kuralı Avrupa Birliği'nde kaldırılmış olup yatırım kuruluşları paylar üzerinde işlemin karşı tarafı olarak portföy aracılığı faaliyetinde bulunabilmektedirler. Bkz. Moloney, s. 770 vd. Ülkemizde ise konsantrasyon kuralı uyarınca paylara ilişkin yatırımcı emirlerinin borsaya iletilmesi zorunluluğu söz konusudur. Bkz. Çetin, Bankalar, s. 719.

<sup>562</sup> Sermaye piyasası hukukunda kanun ile düzenlenmesi gereken hususların Kurul'un ikincil düzenlemelerine bırakılmış olmasının hem normlar hiyerarşisine aykırılık oluşturması hem de karışıklıklara yol açması bakımından sakıncalı olduğu hususunda bkz. Bahtiyar, Tebliğler, s. 41.

<sup>563</sup> Esasen bu tartışma eSerPK döneminde mevcut olup şu anda yürürlükteki SerPK'da da şekil şartına ilişkin düzenleme söz konusu olmadığından hâlen geçerliliğini korumaktadır.

kanısındadır<sup>564</sup>. Diğer görüş ise ikincil düzenlemeyle öngörölmüş olsa da yazılı şekil şartının emredici bir düzenleme olduğunu ve bu sebeple de geçerlilik şekli olduğunu savunmaktadır<sup>565</sup>. Yargıtay ise kanun yerine ikincil düzenlemelerle getirilen şekil şartının geçerlilik şekli olduğunu kabul etmemektedir<sup>566</sup>. Taraflar arasında pay alım satımına ilişkin yazılı bir çerçeve sözleşme olmamasına rağmen sözleşmeyi geçerli saymış, süregelen ilişki içinde alım satımın sözlü talimatlarla yapılmış olmasını ve bu süreçte sözleşmeye herhangi bir itiraz yapılmadığından sözleşmenin geçerli olduğuna karar vermiştir<sup>567</sup>.

Kanaatimizce, alım satım aracılık çerçeve sözleşmesi için öngörölen yazılı şeklin geçerlilik şekli olarak kabul edilmesi yatırımcının korunması açısından daha yerinde bir görüş<sup>568</sup> ise de bu şekil şartının kanunla getirilmesi gerekmektedir. SerPK m. 2/2 hükmü ile sermaye piyasasındaki ikincil mevzuatın genel kanunların da önüne geçmesine yol açan bir düzenleme kabul edilmiştir. Ancak kanaatimizce bu düzenleme, sözleşmelerin şekli gibi önemli hususların kanunda ikincil mevzuata düzenleme yetkisi verilmeksizin doğrudan ikincil mevzuatla düzenlenmesini kapsamamaktadır. Dolayısıyla, TBK m. 12/1 hükmü uyarınca alım satım aracılık sözleşmesi için öngörölen yazılı şekil şartının kanun ile düzenlenmiş olması veya kanunun bu konuda düzenleme yapması için Kurul'a yetki vermiş olması gerekmektedir. Zira, şayet SerPK'da alım satım aracılık sözleşmesinin şekliyle ilgili doğrudan bir hüküm olmasa da bu şekil şartının ikincil mevzuat ile düzenlenebileceği hususunda Kurul'a yetki veren bir hüküm varsa bu durumda tebliğ ile getirilmiş şekil şartının geçerlilik şekli olabileceği söylenebilecektir.

Hal böyleyken, SerPK'da alım satım aracılık çerçeve sözleşmesinin şekli hususunda doğrudan bir hüküm olmadığı gibi kanun Kurul'a bu konuda düzenleme getirme yetkisi de vermemektedir. Buna rağmen Kurul, III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26 ile

<sup>564</sup> Ayşe **Sumer**, Portföy Yönetim Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu ve Sorumluluk Davaları, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan, İstanbul 1998, s. s.533 vd.; **İnceoğlu**'na göre, ancak kanunda bir hüküm varsa bir sözleşme belirli bir şekil şartına bağlanabilir. Her ne kadar sermaye piyasası, hızlı gelişme gösteren bir alan olup bu alanda yapılan düzenlemelerin hızlı yapılması gerekliliğinden ötürü ikincil düzenlemelere ihtiyaç olsa da bunun genel kuralı gereğinden fazla esneten şekilde sınırı aşarak kanunda yer alması gereken hususların da ikincil mevzuata bırakıldığı şeklinde yorumlanmaması ve bu sebeple de mutlaka hangi sözleşmelerin yazılı şekilde yapılacağına kanunla düzenlenmesi gerekir. **İnceoğlu**, s.34-35; **Konuralp/Konuralp**, s.592; **Kara**, s. 154; **Gökyayla**, s. 176; **Seçer**, s. 46.

<sup>565</sup> **Acar**, ikincil düzenlemeyle öngörölen yazılı sözleşme şartının emredici olduğunu belirtmektedir, **Acar**, s. 319, dpn.12; **Berzek**, s. 61.

<sup>566</sup> Yargıtay 11. HD., bir futbolcunun yapacağı transfer sözleşmesinin kanunda yazılı şekil şartına bağlanmadığını, hukukumuzda sözleşme serbestisi bulunduğunu ve bu sebeple kanun haricinde yönetmelik hükümleriyle bir geçerlilik şekil şartının getirilemeyeceğini belirtmiştir. Yargıtay 11. HD, T. 1.4.1988, E. 204, K. 1953, bkz. **Kara**, s. 111, dn., 294.

<sup>567</sup> Yarg. HGK, T. 26.05.2004, E. 2004/19-305, K. 2004/309, [www.kazanci.com.tr](http://www.kazanci.com.tr) (Erişim Tarihi: 06.03.2019); Yarg. 11. HD. E. 1995/9011, K.1996/1026, bkz. **Sumer**, Portföy yöneticiliği, s.533, 534.

<sup>568</sup> **Kara**, s. 154.

çerçeve sözleşmenin yazılı şekilde yapılması şartını getirmiştir. Kanaatimizce, SerPK'nın sözleşmenin şeklinin düzenlenmesi konusunda Kurul'a yetki vermediği bir durumda ikincil mevzuatla böyle bir şekil şartı getirilmesi bu şekil şartını geçerlilik şekli yapmayacaktır. ESerPK'da olduğu gibi SerPK'da da alım satıma aracılık sözleşmesinin şekliyle ilgili bir düzenleme getirilmemiş olması kanaatimizce yerinde olmamıştır. Zira, bu şekil şartı geçerlilik şekli olarak kabul edilmez ise yazılı olarak bir alım satıma aracılık sözleşmesi bulunmamasına rağmen yatırımcının aracı kuruma emir vermesiyle ya da aracı kurumun talimatsız olarak yatırımcı adına işlem yapmasıyla da alım satıma aracılık sözleşmesi kurulmuş olacaktır. Yazılı şeklin geçerlilik şekli olarak kabul edilmemesi, tarafların yazılı şekil için öngörülen düşünme süresini bertaraf ederek yazılı bir akit olmaksızın alım satıma aracılık ilişkisi içine girmelerine yol açacak ve sonraki bir uyuşmazlık halinde belirsizliklere neden olacaktır. Dolayısıyla, bu tereddütleri önlemek adına, alım satıma aracılık sözleşmelerinin uygulamadaki önemi de göz önünde bulundurularak, bir an evvel SerPK'ya çerçeve sözleşmenin yazılı şekilde yapılması gerektiği hükmü veya Kurul'a bu konuda yetki verilmesini öngören bir hüküm getirilmelidir.

III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26 hükmü uyarınca, çerçeve sözleşmenin taraflarında devir, birleşme, vaset, müşterek hesaplara yeni hak sahibi yatırımcıların katılması veya bu hesaplardan bazı yatırımcıların ayrılması gibi durumlardan dolayı değişiklik olursa, çerçeve sözleşme yeni taraflar arasında tekrardan imzalanır. Kanaatimizce, müşterek hesap sahiplerinden birinin ayrılması ya da yeni bir müşterek hesap sahibi katılması durumunda sözleşmenin yenilenmesi yatırımcıların korunması açısından yerinde olmuştur. Zira, ayrılan yatırımcıların sözleşmeden kaynaklanan borçlarının sona ermesi ve katılan yatırımcıların da çıkarlarının korunması açısından sözleşmenin yenilenmesi önemlidir<sup>569</sup>.

#### **E. Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Bireysel Sözleşmeler**

Çerçeve sözleşmenin, taraflar arasındaki hukuki ilişki uyarınca ileride kuracakları birden fazla münferit sözleşmelere ilişkin olarak belirli şartları şimdiden belirledikleri sözleşme olduğunu daha önceden ifade etmiştik<sup>570</sup>. Buradaki münferit sözleşmeler, alım satıma aracılık faaliyetlerinde uygulanan bireysel sözleşmelerdir. Alım satıma aracılık faaliyetinde çerçeve sözleşme imzalandıktan sonra yatırım kuruluşu tarafından yatırımcının emirleri kabul edilmeye başlanır. Yatırım kuruluşu da bu emirleri borsaya iletir. Yatırımcının yatırım kuruluşuna verdiği her bir emrin yatırım kuruluşu tarafından borsaya

<sup>569</sup> Aynı görüşte bkz. **Kara**, s. 155.

<sup>570</sup> Bkz. İkinci Bölüm, § 2, II.



iletilmesiyle birlikte de yatırımcı ve yatırım kuruluşu arasında bireysel sözleşmeler meydana gelir<sup>571</sup>.

## 1. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin, Taraflara Bireysel Sözleşme Yapma Borcu Yükleyip Yüklenmediği Sorununun İncelenmesi

Klâsik bir borçlar hukuku sözleşmesinde, tarafların temel edim yükümlülüklerinin belirlenmesi ya da belirlenebilir olması gerekirken çerçeve sözleşme için bu durum geçerli değildir. Çerçeve sözleşmede tarafların edim yükümlülüklerinin belirlenmesi, ileride yapılacak olan bireysel sözleşmelere bırakılmaktadır. Zira, çerçeve sözleşmenin öngörülme amacı, taraflar arasındaki hukuki ilişkinin çerçevesini oluşturup temel edim yükümlülüklerini ileride imzalayacakları bireysel sözleşmelere bırakmaktır<sup>572</sup>.

Yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında çerçeve sözleşme imzalandıktan sonra yatırımcının aracı kuruma vereceği her bir emrin alınması ve ifası ile bireysel sözleşme oluşmaktadır. Taraflar arasında sonradan kararlaştırılacak münferit unsurların temelini oluşturması sebebiyle, çerçeve sözleşmenin sonradan kararlaştırılacak bu bireysel sözleşmelerin akdedilip akdedilmemesi hususunda taraflara bir borç doğurup doğurmadığının incelenmesi gerekmektedir. Doktrinde bu hususta çeşitli görüşler mevcuttur.

Bu konuda görüş bildiren bir kısım yazarlar, çerçeve sözleşmenin ileride bireysel sözleşme yapma konusunda yükümlülük doğurmadığını, bu yüzden taraflardan birinin bireysel sözleşmenin kurulmasını talep etmesi ve diğerinin bireysel sözleşmeyi kurmaktan kaçınması halinde sözleşme kurmaya hukuken zorlama imkânının bulunmadığını savunmaktadırlar. Aksi durumda, çerçeve sözleşme ile ön sözleşme arasındaki farkın ortadan kalkacağını ileri sürmektedirler<sup>573</sup>.

<sup>571</sup> **Kara**, s. 160.

<sup>572</sup> **Barlas**, Çerçeve Sözleşme, s. 813; **Penezoglu**, s. 24.

<sup>573</sup> **Kocayusufpaşaoğlu**, s. 112; **Göktürk Uyan**, Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Genel Kredi Sözleşmesi Kavramı ile İlişkisi İstanbul Barosu Dergisi, C. 79, S. 2005/4, s. 1134; **Barlas**, Çerçeve Sözleşme, s. 814 vd; **Gül Doğan**, Önsözleşme (Sözleşme Yapma Vaadi), İstanbul 2006, s. 109; Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin taraflara bireysel sözleşme kurma yükümlülüğü yüklenmediği, ancak aracı kurum yatırımcı emrini reddediyorsa bunu derhal yatırımcıya bildirmesi gerektiği görüşü için bkz. **Seçer**, s. 39; Müşterinin talimatını yerine getirmeyecek olan aracı kurumun bunu müşterisine bildirmesinin zorunlu olduğu aksi takdirde talimatın aracı kurumu bağlayacağı yönünde bkz. **Abuzer Kendigelen**, “Sahte Hisse Senetleri – Aracı Kurumun Sorumluluğu”, Hukuki Mütalâalar, Cilt II, Ekim 2001, s. 302.

Diğer bir görüş ise, çerçeve sözleşmenin, taraflarını bireysel sözleşmeleri kurma borcu altına soktuğunu savunmaktadır<sup>574</sup>.

Doktrindeki üçüncü bir görüş uyarınca bazı yazarlar ise, çerçeve sözleşmeye bilhassa alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesi açısından yaklaşmakta ve çerçeve sözleşme imzalanmasının yatırımcı için bireysel sözleşmenin yapılması borcunu doğurmadığını, fakat yatırım kuruluşu için bireysel sözleşme yapılması borcu doğurduğunu savunmaktadırlar<sup>575</sup>. Başka bir deyişle, yatırımcı ve yatırım kuruluşu arasında çerçeve sözleşme imzalanmış olması, sadece yatırım kuruluşuna bireysel sözleşme imzalama yükümlülüğü yükler. Fakat, aynı durum yatırımcı bakımından geçerli olmayıp yatırımcı dilerse çerçeve sözleşme imzaladığı yatırım kuruluşuyla bireysel sözleşme imzalamaktan kaçınabilir. Böyle bir durumda yatırımcının yatırım kuruluşuna emir vermemesi yeterli olacaktır. Ancak yatırımcı emir verdiği durumda yatırım kuruluşunun bu emri yerine getirmesi gerekecektir.

Doktrinde *Çetin/Töremiş*, alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin SPK tarafından yatırımcının korunması amacıyla belirlenen genel işlem koşulları niteliğinde olan bazı şartları içermesi gerektiğini ifade etmekte ve bu sözleşmenin taraflardan en az biri açısından bireysel sözleşme kurma mecburiyeti getirdiğini belirtmektedir. Bu sebeple, alım satıma aracılık sözleşmesinin çerçeve sözleşme tanımı kapsamında nitelendirilemeyeceği görüşündedir<sup>576</sup>.

Yürürlükteki sermaye piyasası mevzuatı açısından emirlerin yatırım kuruluşları tarafından mutlaka kabul edilme zorunluluğu yoktur. Fakat bu durumda yatırım kuruluşu, müşteriye ya da temsilcisine emri kabul etmediğini derhâl ve gerekçesiyle birlikte bildirmelidir (BİST Yönetmeliği m. 29/3). Bu hükmün öngörülmesinin nedeni, çok yüksek miktarda (ve özellikle düşük hacimli) emir veren yatırımcıların, diğer yatırımcıların emir verme hakkının önüne geçmesinin önlenmesi, böylece yatırım kuruluşunun tüm yatırımcılara gerekli hizmeti sağlayabilmesidir<sup>577</sup>. Amaç, yatırımcı hakkının zedelenmesi değil, yatırım kuruluşunun sistemini meşgul edebilecek müşteri hareketlerinin önüne geçebilmek ve yatırım kuruluşunun diğer müşterilerine de yeterli zamanı ayırmasını ve hizmeti vermesini sağlamak, nihayet piyasanın işleyişini korumaktır.

<sup>574</sup> Haluk **Tandoğan**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. I/1, İstanbul, 2008, s. 32, dn. 63.

<sup>575</sup> **Kırca**, s. 87,88; **Penezoglu**, s. 103; **İnceoğlu**, s. 141; **Kara**, s. 162; **Aydın**, s. 71.

<sup>576</sup> **Çetin/Töremiş**, Hukuki Nitelik, s. 86-88.

<sup>577</sup> Mülga İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği (İMKBY) m. 28/3 hükmüne göre yatırım kuruluşunun gerekçe dahi belirtmeksizin müşteri emrini reddetmesi mümkün idi. Bu hüküm, 8.12.2012 tarih ve 28491 sayılı R.G.'de yayımlanan Yönetmeliğin 34. maddesi hükmü gereğince yürürlükten kaldırılmıştır.

Kanaatimizce, çerçeve sözleşme imzalandıktan sonra yatırımcıya emir verme yükümlülüğü yüklemeyen, ancak yatırımcı emir verir ise yatırım kuruluşunun bu emirleri yerine getirmesi zorunluluğu yükleyen üçüncü görüşü benimsemek, yatırımcının yatırım kuruluşlarına karşı korunması bakımından daha yerinde olacaktır. Zira, yatırımcılar yatırım kuruluşu olmaksızın sermaye piyasası alım satım işlemi yapamazlar. Bu durumda, yatırımcının verdiği emrin yatırım kuruluşu tarafından sebepsizce yerine getirilmemesi yatırımcıyı zor durumda bırakacak, büyük zararlara uğratabilecektir<sup>578</sup>. Dolayısıyla, yatırım kuruluşları yatırımcı emirlerini kabul etmedikleri durumda mutlaka bunun gerekçesi olmalı ve bu durum yatırımcıya derhâl bildirilmelidir. Müşteri emirlerinin derhâl ve gerekçesini bildirerek reddedilmemesi durumunda yatırımcının zarara uğraması ihtimalinde ise yatırım kuruluşunun TBK m. 506'daki özen borcuna aykırı davranması nedeniyle sorumluluğuna gidilir<sup>579</sup>.

## 2. Bireysel Sözleşmelerin Hukuki Niteliği

Alım satım aracılık işlemlerinde çerçeve sözleşmenin akabinde, yatırımcının emrini yatırım kuruluşuna ilemesiyle kurulan bireysel sözleşmelerin hukuki niteliğini belirlemek önem taşımaktadır. Çünkü, sermaye piyasasında alım satım işlemi bu bireysel sözleşmeler ile kurulmaktadır.

Sermaye piyasası aracı alım satımında yatırım kuruluşu, belirli bir ücret mukabilinde yatırımcı ad ve hesabına; kendi adına yatırımcı hesabına veya kendi ad ve hesabına işlem yapmaktadır. Yatırım kuruluşu, yatırımcı ad ve hesabına veya kendi adına yatırımcı hesabına hareket ediyorsa bu komisyon sözleşmesi niteliğindedir<sup>580</sup>. Zira komisyoncu, müvekkili adına kendi hesabına, dolaylı temsil hükümleri uyarınca hukuki işlemler yapar<sup>581</sup>.

<sup>578</sup> **Kara**, s. 161.

<sup>579</sup> **Sönmez**, Aracı Kurum, s. 130; **Kendigelen**, s. 302.

<sup>580</sup> **Ünal O. K.**, s.468; **Manavgat**, s.66; **Yasaman**, s.114; **İnceoğlu**: s.150; **Konuralp/Konuralp**: s.592; **Seçer**, s. 48.

<sup>581</sup> Cevdet **Yavuz**, Türk, İsviçre ve Fransız Medeni Hukuklarında Dolaylı Temsil, 1983, s. 131; Hüseyin **Hatemi/ Rona Serozan/Abdülkadir Arpacı**, Borçlar Hukuku Özel Bölüm, İstanbul 1992, s. 458; **Oğuzman/Öz**, s. 213; **Arkan**, s. 243; **Kaya** (Ülgen), Ticari İşletme, s. 743; **Bahtiyar**, Ticari İşletme, s. 243; **Eren**, s. 1022; **Zevkliler/Gökyayla**, s. 611; Tamer **Bozkurt**, Ticari İşletme Hukuku, Ankara, Ekim 2018, s. 470; Fatma **Hızır**, "Türk Borçlar Kanunu Kapsamında Alım ve Satım Komisyoncusunun Temsil Yetkisi", Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 2867.

Komasyon sözleşmesi, ücretli bir vekalet sözleşmesi niteliğindedir<sup>582</sup>. Sermaye piyasası alım satım aracılık sözleşmesi de yatırımcının yatırım kuruluşuna ödediği bir ücret karşılığında yapılmaktadır.

6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu (TBK)'nda alım satım komisyonculuğu düzenlenmiş olup bireysel sözleşmelerin hukuki niteliğini belirlemede yol göstermektedir. TBK m. 532/1 hükmüne göre, “*alım veya satım komisyonculuğu, komisyoncunun ücret karşılığında, kendi adına ve vekâlet verenin hesabına kıymetli evrak ve taşınurların alım veya satımını üstlendiği sözleşmedir*”. TBK m. 532/1 hükmünde alım satım komisyonculuğu kıymetli evrak ve taşınır niteliğindeki varlıkların alım satımına hasredilmiştir. Önceki açıklamalarımızda, menkul kıymetlerin ve kaydi sistemde izlenen sermaye piyasası araçlarının kanaatimizce kıymetli evrak olduğu (evraksız kıymetli evrak) görüşünde olduğumuzu belirtmiştik. Bu sebeple, menkul kıymet niteliğinde olan sermaye piyasası araçlarının alım satımının, bunlar kaydi sistemde izlenseler de, esasen kıymetli evrak niteliğinde olmaları sebebiyle bunların alım satımına da TBK m. 532/1 alım satım komisyonculuğu hükümlerinin uygulanacağı kanaatindeyiz.

Eğer yatırım kuruluşu, kendi ad ve hesabına hareket ediyorsa, başka bir deyişle sermaye piyasası aracını kendi ad ve hesabına alıp bunu yatırımcıya yine kendi ad ve hesabına satıyorsa, komisyondan değil alım satımdan kaynaklı fiyat farkından yararlandığı için komisyon sözleşmesi yerine alım satım sözleşmesinin söz konusu olduğu kabul edilmektedir<sup>583</sup>. Ancak *Kara*, bu görüşe katılmamakta zira komisyoncunun kendi ad ve hesabına hareket ettiği istisnai hallerin de bulunduğunu savunmaktadır<sup>584</sup>. Yatırım kuruluşunun kendi nam ve hesabına alım satım yaptığı durumda komisyon sözleşmesi hükümlerinin uygulanmayacak olmasının, yatırım kuruluşunun komisyon sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülüklerle de sahip olmayacağı anlamına geleceğini ve bu durumun yatırımcının aleyhine sonuç doğuracağını belirtmektedir. Kanaatimizce de yatırım kuruluşunun alım satım işlemini kendi ad ve hesabına yaptığı bir durumda da bu hukuki ilişkinin komisyon sözleşmesi hükümlerine tabi olduğunu kabul etmek yerinde olacaktır. Zira, bu hukuki ilişki bir alım satım ilişkisi kabul edilirse yatırım kuruluşunun yatırımcıya olan satın aldığı sermaye piyasası aracını teslim etme ya da sattığı sermaye piyasasının

<sup>582</sup> **Arkan**, s. 245; **Kaya** (Ülgen), Ticari İşletme, s. 745; **Bahtiyar**, Ticari İşletme, 244; **Hızır**, s. 2872; **Yavuz**, Özel Hükümler, s. 690.

<sup>583</sup> **Ünal**, a.g.e., s. 77; Ayşe Nur **Berzek**, “Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, Prof. Dr. Reha Poroy’a Armağan İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, İstanbul 1995, s. 57.

<sup>584</sup> **Kara**, s. 163, 164; **Seçer**, s. 49-50.

karşılığı olan bedeli ödeme borcu komisyon sözleşmesi çerçevesinde talep edilemeyecek ve bu durum da yatırımcının mağdur olmasına yol açabilecektir. Buna ilaveten, eğer bu hukuki ilişki komisyon sözleşmesi olarak nitelendirilirse yatırım kuruluşunun komisyon sözleşmesi çerçevesindeki aşağıda inceleyeceğimiz borçlarını yerine getirme yükümlülüğü de doğmuş olacaktır.

Komisyon sözleşmesi rızai bir sözleşme olup icap ve kabulün bir araya gelmesiyle kurulmuş olur (TBK m. 1/1 ve m. 2/1). Müşterinin, sermaye piyasası aracı alınması veya satılması ile ilgili yatırım kuruluşuna verdiği emir icaptır. Yatırım kuruluşu bu icabı açık irade beyanıyla kabul ettiğinde ya da açıkça kabul ettiğini beyan etmeyip doğrudan işleme koyduğunda (örtülü kabul) sözleşme kurulmuş olur<sup>585</sup>.

Komisyon sözleşmesine ilişkin özel hüküm bulunmayan hallerde vekalet sözleşmesi hükümleri uygulandığından, vekalet sözleşmesinin kurulmasına ilişkin TBK m. 503 hükmünü alım satıma aracılık sözleşmelerine de uygulamak gerekir. Şu hâlde; vekalet sözleşmesi kapsamında kendisine bir işin görülmesi yönünde icapta bulunulan kişi, bu işi görme konusunda resmi sığata sahipse veya işin yapılması mesleğinin gereği ise veya bu gibi işleri kabul edeceğini duyurmuşsa, icap o kişi tarafından hemen reddedilmedikçe kabul edilmiş sayılır ve sözleşme kurulmuş olur. Alım satıma aracılık faaliyetine yetkili bir yatırım kuruluşu da anonim ortaklık şeklinde kurulan ve işletme konusu alım satıma aracılık faaliyeti olan, SPK'dan izin almış bir tüzel kişi olduğundan alım satıma aracılık işini işletme konusu gereği yapmaktadır. Bu sebeple, TBK m. 503 hükmünün yatırım kuruluşlarına da uygulanması gerekir. Dolayısıyla, yatırım kuruluşu, yatırımcı tarafından verilen emirlere ilişkin derhâl ve BİST Yönetmeliği m. 29/3 uyarınca gerekçeli olarak red cevabı vermedikçe taraflar arasında komisyon sözleşmesi kurulmuş olacaktır. Esasen, çerçeve sözleşmenin taraflara bireysel sözleşme yapma yükümlülüğü yükleyip yüklenmediği tartışmasında taraftar olduğumuz görüş uyarınca yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasında çerçeve sözleşme imzalanması, yatırım kuruluşuna bireysel sözleşmeyi haklı sebep olmadıkça kabul etme yükümlülüğü getirmektedir. Yatırım kuruluşunun yatırımcı emirlerini kabul edebilmesi için de öncelikle taraflar arasında bir çerçeve sözleşme imzalanması zorunluluğu söz konusu olduğundan, çerçeve sözleşme imzalandıktan sonra yatırımcı tarafından verilen emrin yatırım kuruluşu tarafından derhâl reddedilmedikçe kabul edilmiş ve bireysel sözleşmenin kurulmuş sayılması da yukarıda taraftar olduğumuz görüşü desteklemektedir. Zira, yatırım kuruluşu alım satıma aracılık faaliyetini meslek

---

<sup>585</sup> Kara, s. 164.

edinmiş bir tüzel kişi olup bir kez yatırımcıyla çerçeve sözleşme imzaladıktan sonra onun tarafından verilen emirleri haklı sebep söz konusu olmadıkça geri çeviremez. Haklı bir sebebin varlığı durumunda da TBK m. 503 gereği yatırım kuruluşu icabı reddettiğini derhâl yatırımcıya bildirmelidir. Reddin derhâl bildirilmiş olması, bilhassa borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının alım satımında önem arz etmektedir. Zira, borsadaki işlemlerde yatırım kuruluşunun emri kabul etmemesi durumunda yatırımcının büyük zararlara uğraması kuvvetle muhtemeldir<sup>586</sup>.

#### **F. Kredili Sermaye Piyasası İşlemleri, Açığa Satış ve Ödünç İşleminin Alım Satım Faaliyeti İçerisinde Kabul Edilip Edilmeyeceği Sorununun İncelenmesi**

Sermaye piyasası araçlarının kredili olarak alımı, açığa satışı ve ödünç işlemleri, SPK'nın Seri:V No: 65 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ'inde düzenlenmektedir<sup>587</sup>. Seri: V No: 65 sayılı bu Tebliğ, eSerPK döneminde kabul edildiği için şu andaki SerPK ile uyumsuzluk göstermektedir. Bu sebeple öncelikle anılan Tebliğ'in SerPK'la ile uyumlu olarak yeniden düzenlenmesi gerektiği kanaatindeyiz.

SerPK m. 37'deki "*Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri*" hükmü altında ise anılan faaliyetlere ilişkin herhangi bir düzenleme yoktur. SerPK m. 38/1-b hükmünde yan hizmet olarak "*yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması*" şeklinde düzenleme yer aldığı görülmektedir. Bu ifadeden açık olarak kredili işlem, açığa satış ve ödünç işleminin doğrudan doğruya yan hizmet olarak nitelendirildiği anlaşılmamaktadır. Yine de anılan işlemlerin SerPK m. 37 hükmünde düzenlenmemiş olması nedeniyle SerPK m. 38/1-b hükmündeki bu ifadenin anılan işlemleri yan hizmet olarak düzenlediği görüşü öne sürülebilir.

Anılan faaliyetlerin SerPK m. 37 hükmünde yatırım hizmet ve faaliyeti olarak nitelendirilmemesi nedeniyle bu faaliyetler için SPK'dan ayrı bir yetki belgesi alınmayacağı ilk bakışta ileri sürülebilir<sup>588</sup>. Anılan faaliyetlerin SerPK m. 38'de yan hizmet olarak düzenlendiğinin ileri sürülmesi ise yan hizmetlerin sunulması için yatırım kuruluşlarının tekrardan SPK'dan faaliyet izni veya yetki belgesi almalarına gerek olmadığından, bu faaliyetler için de SPK'dan izin ve yetki belgesi alınması gerekmediği

<sup>586</sup> Kara, s. 165.

<sup>587</sup> 14.07.2003 tarih ve 25168 sayılı RG'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>588</sup> Nitekim, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmetiyle sınırlı olarak kredi kullandırması ve ödünç vermesi yan hizmet olarak nitelendirildiği için SPK izninin gerekmediği belirtilmektedir. Bkz. Memiş/Turan, s. 160-161.

şeklinde yorumlanmaya müsaittir. Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ'de ise kredili sermaye piyasası işlemleri, açığa satış ve ödünç işlemlerinin sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yetki belgesine sahip aracı kurumlar tarafından yerine getirileceği ve bu faaliyetlerin yerine getirilmesi için SPK'dan ayrıca izin alınmasına gerek olmayacağı belirtilmiştir (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 4). Görüldüğü üzere, Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ'de, anılan faaliyetlerin herhangi bir yatırım kuruluşu tarafından verilemeyeceği, yalnızca alım satıma aracılık yetki belgesine sahip aracı kurumlar tarafından yerine getirilebileceği düzenlenmiştir. Görüldüğü üzere, Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ, SerPK m. 38 hükmüyle uyumsuzluk göstermektedir. Seri: V No:65 sayılı Tebliğ'e göre, sermaye piyasası araçlarının kredili olarak alımı, açığa satışı ve ödünç işlemleri, SerPK m. 37'deki yatırım hizmet ve faaliyetlerinden olmamakla birlikte kanaatimizce SerPK m. 38'de öngörülen alelâde bir yan hizmet de değildir. Zira, yan hizmetler, mevzuata uygun şekilde kurulmuş yatırım kuruluşları veya portföy yönetim şirketleri tarafından özel bir yetki belgesi aranmaksızın sunulabilirler. Ancak sermaye piyasası araçlarının kredili olarak alımı, açığa satışı ve ödünç faaliyetleri Seri: V No:65 sayılı Tebliğ uyarınca yalnızca alım satım aracılığına yetkili aracı kurumlar tarafından yerine getirilebilir. Anılan her bir faaliyet için müşteriyle aracı kurum arasında bir çerçeve sözleşme imzalanır. Seri: V No:65 sayılı Tebliğ uyarınca bu faaliyetlerin alım satıma aracılık faaliyeti niteliği mevcuttur. Dolayısıyla, bu faaliyetlerin SerPK m. 37 uyarınca da alım satıma aracılık yatırım hizmet ve faaliyeti olarak düzenlenmesi gerektiği ve Seri: V No:65 sayılı Tebliğ'in SerPK'ya uyumlu hâle getirilmesi kanaatindeyiz.

Kredili sermaye piyasası işlemi, müşteri adına kredi hesabı açmak şartıyla sermaye piyasası araçlarının kısmen ya da tamamen kredili olarak alınması şeklinde tanımlanabilir<sup>589</sup>. Ancak burada sözü edilen kredili alım, herhangi bir finansal kurumdan kredi sağlanmak suretiyle söz konusu sermaye piyasası aracının alınması demek değildir. Kredi, alımın gerçekleştirildiği aracı kurumdan sağlanabileceği gibi, o aracı kurum tarafından bankalardan, Takasbank'tan veya SPK'nın uygun gördüğü diğer kurum ve kuruluşlar ve organize ödünç piyasalarından da alınabilir (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 21/1).

Aracı kurum krediyi kendisi sağlıyor ise, krediyle ilgili sınırlamalar söz konusudur. Aracı kurumların belirli bir zamanda kullandıkları kredilerin toplamı ile müşterileri hesabına ve/veya kendi hesaplarına açığa satış yaptıkları hisse senetlerinin değerlerinin

<sup>589</sup> Sönmez, Aracı Kurum, s. 83; Korkmaz/Ceylan, Sermaye Piyasası, s. 106.

toplama her bir faaliyet için ayrı hesaplanmak şartıyla, içinde bulunulan aydan önceki üç ay için ay sonları itibarıyla hesaplanan özsermayelerinin ortalamasının iki mislini aşamaz (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 7/1). Bu sınırın aşılması durumunda işlem geçerliliğini korur; fakat aracı kurumun alım satıma aracılık yetki belgesinin iptal edilmesi söz konusu olabilir<sup>590</sup>. SPK, uygun gördüğünde işlem sınırını düşürebilir ve aracı kurumun anılan Tebliğ kapsamında yapabileceği işlemleri yapmasını da yasaklayabilir (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 7/4).

Kredili işlemler, borç alınarak gerçekleştirildiklerinden tarafın yükümlülüğünü tam ve zamanında yerine getirmemesi ihtimali nedeniyle spot işlemlere oranla daha fazla risk içerirler. Dolayısıyla kredili sermaye piyasası işleminde bulunacak yatırımcıların teminat yatırımları öngörülmüştür.

Açığa satış işlemi (*short selling transaction*), yatırımcının malvarlığında bulunmayan sermaye piyasası araçlarını satması, satılmasına yönelik emir vermesi ya da takas işleminin ödünç alınan sermaye piyasası araçlarıyla yerine getirilmesidir (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 24). Şöyle ki; sermaye piyasalarında işlemler mutlaka önceden düşük fiyata alınan sermaye piyasası aracının sonra daha yüksek fiyattan satılmasıyla gelir elde edilmesi anlamına gelmemektedir. Açığa satış işlemlerinde, fiyatı oldukça yüksek olan sermaye piyasası aracı fiyatının düşeceği beklentisiyle ödünç alınıp satılır ve daha sonradan fiyatı düşük olduğunda tekrar satın alınır. Yatırımcılar, malvarlıklarında bulunmayan bu sermaye piyasası araçlarını ilgili kurum ya da kişilerden ödünç alıp fiyatları yüksek iken satın fiyatları düştüğünde daha ucuza satın alarak, ödünç aldıkları kişilere iade edip gelir elde etme gayesindedirler<sup>591</sup> (*naked short sale*). Açığa satış yapılacak sermaye piyasası araçları yatırımcının malvarlığında olsa bile yatırımcı yine de ödünç aldığı sermaye piyasası araçlarıyla takas yükümlülüğünü gerçekleştirebilir (*short sale against the box*)<sup>592</sup>. Bu da açığa satış olarak kabul edilmektedir. Her iki tür açığa satışta da yatırımcının kârını, sermaye piyasası aracını sattığında alıcının ödediği bedel ile satın aldığı zaman kendisinin ödeyeceği bedel arasındaki fark oluşturur. Açığa satış yapmak isteyen yatırımcılara işleme konu sermaye piyasası araçlarını, yatırımcının açığa satış işlemi yaptığı yatırım kuruluşu ya hâli hazırda kendi malvarlığında bulunan sermaye

<sup>590</sup> Sönmez, Aracı Kurum, s. 82.

<sup>591</sup> Sönmez, Aracı Kurum, s. 85; Bükler/Bayar, s.367; Serkan Karabacak, Açığa Satış İşlemleri, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul 2002, s. 1; Cömert Doyrangöl, "Menkul Kıymetlerin Açığa Satışı ve Ödünç Alma ve Verme İşlemlerinin SPK'ca Öngörülen Kayıt Düzenine Eleştirel Bir Yaklaşım – I", Yaklaşım Dergisi, Ağustos 2003, S. 128, s. 43; Korkmaz/Ceylan, Sermaye Piyasası, s. 106.

<sup>592</sup> Açığa satışın türleri ve yapılma nedenleriyle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Karabacak s. 11-22.



piyasası araçları olarak ödünç verir ya da bu yatırım kuruluşu söz konusu sermaye piyasası araçlarını başka bir aracı kurumdan ya da müşteriden satın alarak ödünç verir<sup>593</sup>.

Açığa satış yapmak ve örneğin malvarlığında olmayan payları, pay fiyatlarının düşeceği beklentisiyle satmak, bir paya yatırım yapmaktan daha risklidir. Zira, bir paya yatırım yapıldığında ve uzun pozisyonda tutulduğunda ve o payın fiyatı daha sonradan düştüğünde yatırımcının zararı paya ödediği bedel kadardır. Oysa, açığa satış yapıldığında ve kısa pozisyonda tutulduğunda, bu payın fiyatının birkaç katı kadar arttığı durumda, süre sonunda payı o fiyattan satın almak zorunda olan yatırımcının uğrayabileceği zarar daha fazla olacaktır<sup>594</sup>. Bu sebeple, mevzuat gereği yatırım kuruluşu bu işlemi gerçekleştirmek isteyen müşterilerden belirli oranlarda teminat talep etmektedirler.

Sermaye piyasası araçlarını ödünç alma ve verme işlemi ise çerçeve sözleşme kapsamında, ödünç veren tarafından belirli sermaye piyasası araçlarının ödünç alana verilmesi ve belirli bir süre sonunda aynı cins sermaye piyasası araçlarının mislen geri alınması işlemidir (V/69 sayılı Tebliğ m. 31). Aracı kurumların ödünç verecekleri sermaye piyasası araçları, kendi portföylerinden ya da kredi hesaplarından olabileceği gibi, müşterilerin ve portföy bulunduran diğer kişi ve kurumlarından portföylerinden de olabilir. Ancak bu durumda aracı kurumların müşteriler ya da portföy bulunduran diğer kişi ve kurumlardan yetki almış olmaları gerekir.

Ödünç işlemi, açığa satış işlemiyle iç içe geçmiştir<sup>595</sup>. Açığa satış işleminin ön koşulu bu satışa konu olan sermaye piyasası araçlarının ödünç alınmasıdır. Açığa satış sonucu elde edilen nakit, açığa satışın yapılması için ödünç alınmış sermaye piyasası aracının teminatını oluşturur. Vade geldiğinde ödünç verene ödünç konusu sermaye piyasası aracı mislen geri verilir ve teminat olarak gösterilen nakit geri alınır<sup>596</sup>.

Görüldüğü üzere kredili sermaye piyasası işlemleri, açığa satış, bu portföylerin yönetimi ve kullanımı ile ödünç işlemleri birbirlerini tamamlayan ve birlikte bir bütünlük oluşturan sermaye piyasası işlemleridir<sup>597</sup>. Her üç tür faaliyet, yatırımcının malvarlığında olmayan sermaye piyasası araçları üzerinden işlem yapması anlamına gelmekte ve genel bir alım satım aracılığı faaliyetine oranla yatırımcı açısından daha fazla risk arz etmektedir.

---

<sup>593</sup> Karabacak, s. 10.

<sup>594</sup> Bolak, s. 65.

<sup>595</sup> Sedat Yetim, Repo, Ters Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri, Cilt I, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara 1997, s. 203.

<sup>596</sup> Sönmez, Aracı Kurum, s. 87.

<sup>597</sup> Yetim, s. 201.

Bu sebeple, anılan faaliyetlerin, SerPK m. 37 hükmündeki alım satım aracılık faaliyeti içinde düzenlenmelerinin yerinde olacağı ve SerPK ile uyumlu yeni bir kredili sermaye piyasası işlemi, açığa satış ve ödünç işlemine ilişkin tebliğ düzenlemesinin yapılmasının yerinde olacağı kanaatindeyiz.

### **G. Alım Satım Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Mesafeli Sözleşme Şeklinde Kurulması ve Finansal Hizmetlere Yönelik Mesafeli Sözleşmeler**

1990'lı yılların başından itibaren telefonla yapılmaya başlanan sermaye piyasası yatırım işlemleri, 1995'ten itibaren internet kullanımının artmasıyla web sayfası üzerinden kurulan elektronik sözleşmelerin sayısı artmıştır<sup>598</sup>. İnternet kullanımının artmasıyla birlikte, yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasındaki çerçeve sözleşmelerin de çoğunlukla mesafeli sözleşme olarak internet ortamında yapılması yaygınlaşmıştır<sup>599</sup>. İnternet ortamında kurulan sözleşmeler, bir web sayfası üzerinden tarafların irade beyanlarını bildirmesiyle kurulurlar<sup>600</sup>. Bu tür sözleşmelerde, sözleşmenin kurulabilmesi için gerekli olan tüm şartların taraflardan biri tarafından belirlenerek diğerine icapta bulunulması ve bu tarafın da bilgisayarın algılayabileceği şekil ve içerikte beyanını belirterek ve çoğu zaman bir kutucuğu tıklayarak bu şartları kabul etmesiyle kurulur<sup>601</sup>. Taraflar yüz yüze gelmeden haberleştikleri için internet ortamında kurulan sözleşmeler hazır olmayanlar arasında kurulan bir sözleşme olup<sup>602</sup> mesafeli sözleşmedir<sup>603</sup>.

<sup>598</sup> Online işlemlerin sermaye piyasasına etkileri, avantajları ve dezavantajları için bkz. Adem **Anbar**, "Online Yatırımlar ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C. 3, S. 3, 2001, s. 1; Elektronik sözleşmeler, web sayfası üzerinden kurulan sözleşmelerdir. Web sayfası kurulması, server üzerinden yayın veya reklam yapılması amacıyla kurulan sözleşmeler elektronik sözleşme olarak nitelendirilemez. E-posta yoluyla kurulan sözleşmeler de elektronik sözleşme olarak nitelendirilemez. Zira, e-posta hukuki açıdan mektup, telefon gibi klasik haberleşme yöntemlerinden farklı değildir, Bülent **Sözer**, Elektronik Sözleşmeler, İstanbul, Mart 2002, s. 89 vd. Karş. Birsan **Acır**, Elektronik İmza Ve Elektronik Kayıtların Medeni Usul Hukukunun İspat Kuralları Yönünden Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, Ekim 2000; s. 12; Elektronik sözleşmeler, elektronik iletişim araçlarıyla kurulan sözleşmelerdir, Ulvi **Altınışık**, Elektronik Sözleşmeler, Ankara 2003, s.33; İpek **Sağlam**, Elektronik Sözleşmeler, İstanbul 2007, 71; Özge **Uzun Kazmacı**, "İnternet Ortamında Kurulan Mesafeli Sözleşmelerde Tüketicinin Korunması", Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, 2016, C. 22, S. 3, s. 2796. Elektronik satım, satım sözleşmesindeki taraf iradelerinin yalnızca elektronik iletişim araçları kullanarak açıklanması sonucunda kurulan taşınır satım sözleşmesi olarak tanımlanır, M. Özgür **Falcıoğlu**, "Elektronik Satımlara İlişkin Uluslararası Düzenlemeler", İnternet ve Hukuk, İstanbul, Ocak 2004, s. 67.

<sup>599</sup> Özellikle Y kuşağı olarak adlandırılan nesil, evden çıkmaksızın internet ortamında yatırım yapmak istemekte olup bu sebeple mevzuattaki sermaye piyasası faaliyetleri için ıslak imza veya huzurda imza talep edilen hükümlerin değiştirilmesi gerekmektedir. Murat **Güler**, "Müşeri Tanıma Kuralı: Dünya Nerede?", Türkiye Sermaye Piyasaları Kongresi 2018 "Gelecek".

<sup>600</sup> **Sözer**, s. 92.

<sup>601</sup> **Sözer**, s. 92-93.

<sup>602</sup> Çiğdem **Kırca**, "İnternette Sözleşme Kurulması", BATİDER, C. XX, S. 4, Yıl 2000, s. 108; **Sözer**, s. 109; **Altınışık**, s. 53; Mehmet **Demir**, Mesafeli Sözleşmelerin İnternet Üzerinden Kurulması, Ankara 2004, s.

Mesafeli sözleşme, alıcı ile satıcının bir araya gelmeden, eş zamanlı şekilde uzaktan iletişim araçları vasıtasıyla kurduğu ve alıcının tüketici sıfatını haiz olduğu sözleşmelerdir (TKHK m. 48/1 ve Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği<sup>604</sup> m. 4/1-e). Mesafeli sözleşmeden söz edilebilmesi için taraflardan birinin satıcı<sup>605</sup> ya da sağlayıcı<sup>606</sup>, diğ erinin ise tüketici<sup>607</sup> olması, tarafların karşı karşıya gelmeksizin sözleşme görüşme aşaması da dahil olmak üzere sözleşme kurulana kadar uzaktan iletişim araçlarıyla<sup>608</sup> iletişim kurmaları gerekir. TKHK ve ilgili mevzuat çerçevesinde mesafeli sözleşmelere ilişkin düzenlemelerin uygulanabilmesi için taraflardan birinin mutlaka tüketici olması gerekir. Biz yukarıda, yatırımcının aracı kurumdan yatırım hizmeti satın aldığı durumda tüketici kabul edileceği görüşünde olduğumuzu belirtmiştik<sup>609</sup>.

Bu bölümde, yatırımcının aynı zamanda tüketici olduğu durumda mesafeli sözleşme şeklinde akdedilen sermaye piyasası yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin sözleşmelerde yatırımcının korunmasını inceleyeceğiz<sup>610</sup>. Zira, her çeş it sözleşme gibi teknolojinin gelişmesiyle birlikte sermaye piyasasına ilişkin sözleşmeler de mesafeli sözleşme olarak ve çoğunlukla internet ortamında akdedilmekte<sup>611</sup>, bu durum bir yandan sözleşmelerin kurulmasını hızlandırarak sermaye piyasasının gelişmesi açısından faydalı olmakta diğ er yandan ise hukuki güvenliğin sağlanması için düzenlemeler yapılmasını gerektirmektedir. Bir aracı kurumun ya da bankanın web sitesine girilerek yatırım hesabı açılması talebinde bulunulduğ unda, alım satım aracılık çerçeve sözleşmesi internet

---

223-224; Ümit **Gezder**, Mukayeseli Hukuk Açısından İnternet'te Akdedilen Sözleşmelerde Tüketicinin Korunması, İstanbul 2004, s. 114; Emrehan **İnal**, E-Ticaret Hukukundaki Gelişmeler ve İnternette Sözleşmelerin Kurulması, İstanbul 2005, s. 115; **Sağlam**, s. 73; **Uzun Kazmacı**, s. 2796. Karş. **Aslan İ. Y.**, s. 565; Alper **Uyumaz**, "Elektronik Sözleşmelerin Web Siteleri Aracılığıyla Kurulması ve Bu Sözleşmelerin İfasi", Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt: 9, Özel Sayı, 2007, s. 922.

<sup>603</sup> **Sözer**, s. 108 vd; **İnal**, s. 165; **Sağlam**, s. 82; **Uyumaz**, s. 930; **Uzun Kazmacı**, s. 2792.

<sup>604</sup> 27.11.2014 tarihli ve 29188 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

<sup>605</sup> Satıcı, kamu tüzel kişileri de dâhil olmak üzere ticari veya mesleki amaçlarla tüketiciye mal sunan ya da mal sunanın adına ya da hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişidir. Bkz. TKHK m. 3/1-i.

<sup>606</sup> Sağlayıcı, kamu tüzel kişileri de dâhil olmak üzere ticari veya mesleki amaçlarla tüketiciye hizmet sunan ya da hizmet sunanın adına ya da hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişidir. Bkz. TKHK m. 3/1-ı. Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği m. 4/1-f.

<sup>607</sup> Tüketici, ticari veya mesleki olmayan amaçlarla hareket eden gerçek veya tüzel kişidir. Bkz. TKHK m. 3/1-k; Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği m. 4/1-g.

<sup>608</sup> Uzaktan iletişim araçları, mektup, katalog, telefon, faks, radyo, televizyon, elektronik posta mesajı, kısa mesaj, internet gibi fiziksel olarak karşı karşıya gelmeksizin sözleşme kurulmasına imkan veren her türlü araç veya ortamdır. Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği m. 4/1-h.

<sup>609</sup> Bkz. Birinci Bölüm, § 1, I, D, 1, d, bb.

<sup>610</sup> Yatırımcının piyasa katılımcısı ya da piyasa oyuncusu olarak hareket ettiği durumlarda tüketici olarak nitelendirilmesi mümkün olmadığı için, TKHK ve Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği uygulama alanı bulmayacak, ancak 6563 sayılı Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında Kanun (6563 sayılı Kanun) uygulanabilecektir. Elbette anılan kanun, yatırımcının tüketici olduğu durumlarda, TKHK ve ilgili mevzuat kapsamında düzenleme bulunmadığı durumlarda da uygulanabilir.

<sup>611</sup> **Uzun Kazmacı**, s. 2799; Berna **Avdan**, Bankacılıkta Dijitalleşmenin Hukuki Boyutu ve Mesafeli Sözleşmeler, İstanbul 2018, s. 94.

ortamında yatırımcıya sunulmaktadır. Yatırımcılar da internet ortamında sunulan bu sözleşmeyi kabul ettiğinde, gerek farkında olarak gerek farkında olmaksızın mesafeli sözleşmelere ilişkin düzenlemelere tabi olmaktadır.

Tüm bu sebeplerle ülkemizde, Avrupa Birliği'nin mesafeli sözleşmelerle ilgili yönergelerine uyum sağlamak üzere düzenlemeler yapılmıştır. Avrupa Birliği'nin 97/7/EC sayılı Uzaktan Pazarlama Çerçevesinde Kurulan Mesafeli Sözleşmelerde Tüketicinin Korunması Hakkındaki Yönerge<sup>612</sup>, 20 Mayıs 1997 tarihinde kabul edilmiştir. Bu yönergeyi iç hukukumuzda dahil etmek için ülkemizde de TKHK m. 48 ve 84 hükümlerine dayanılarak Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği kabul edilmiştir. Ne var ki, gerek 97/7/EC sayılı Yönerge'nin gerek Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği'nin kapsamına finansal hizmetler ile ilgili sözleşmeler dahil edilmemiştir. Dolayısıyla, sermaye piyasası faaliyetleriyle ilgili yatırımcının tüketici olduğu sözleşmelere Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği uygulanmaz (97/7/EC sayılı Yönerge m. 3; Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği m. 2/2). Ancak, özellikle internet bankacılığının yaygınlaşmasıyla birlikte, finansal piyasalardaki sözleşmeler de mesafeli olarak akdedilmeye başlanmıştır. Bu sebeple, finansal sözleşmelerin tarafı olan tüketicilerin de korunması gerektiği düşünülmüş ve Avrupa Birliği, 23 Eylül 2002 tarihinde 2002/65/EC sayılı Mesafeli Sürüm Yoluyla Tüketicilere Sunulan Finansal Hizmet Edimlerine İlişkin AB Yönergesi<sup>613</sup>, ni çıkarmıştır. Yönergenin amacı, tüketicilerin kendilerine sunulan finansal hizmetler hakkında doğru değerlendirme yapmalarını sağlamak için gerekli bilgilendirmelerin sağlayıcı tarafından tüketiciye yapılmasıdır<sup>614</sup>. 97/7/EC sayılı Yönerge'nin iç hukukumuzda dahil edilmesi için de TKHK m. 48 ve 84 hükümlerine dayanılarak Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği<sup>615</sup> (Yönetmelik) kabul edilmiştir.

Yönetmelik, Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği'nin kapsamadığı finansal hizmetlere ilişkin düzenlemeler içermektedir. Dolayısıyla, taraflardan birinin tüketici olduğu, mesafeli olarak akdedilen sermaye piyasası sözleşmelerine anılan yönetmelik uygulanacak olup biz çalışmamızda bu düzenlemeyi inceleyeceğiz.

---

<sup>612</sup> Directive 97/7/EC of the European Parliament on the Council of 20 May 1997 on the Protection of Consumers in Respect of Distance Contracts, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A31997L0007> (Erişim Tarihi: 22.11.2018).

<sup>613</sup> Directive 2002/65/EC of the European Parliament and of the Council of 23 September 2002 Concerning the Distance Marketing of Consumer Financial Services, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0065> (Erişim Tarihi: 22.11.2018).

<sup>614</sup> Mehmet **Demir**, "Finansal Hizmet Edimlerinin Mesafeli Sürümüne İlişkin Avrupa Birliği Yönergesi ve Ülkemizdeki Yasal Durum", Fırat Öztan'a Armağan, C. 1, Ankara 2010, s. 691.

<sup>615</sup> 31.01.2015 tarihli ve 29253 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

TKHK m. 49/1 hükmünde finansal hizmet kavramı tanımlanmamakta, ancak her türlü banka hizmetinin, kredi, sigorta ve bireysel emeklilik, yatırım ve ödeme hizmetlerinin finansal hizmet olduğu ifade edilmektedir. Yönetmelik m. 4/1-a hükmünde de “*her türlü banka hizmeti, kredi, sigorta, bireysel emeklilik, yatırım ve ödeme ile ilgili hizmetler*”in finansal hizmet olduğu belirtilmiştir. Görüldüğü üzere, yatırım hizmetleri de finansal hizmet kavramı içinde sayılmıştır. Dolayısıyla, sermaye piyasasındaki her türlü yatırım işlemi, örneğin pay alım satımı, payların halka arzı, borçlanma araçları alım satımı, yatırım fonu alım satımı, yatırım fonları arası dönüşüm gibi işlemlerin finansal hizmet kapsamında olduğu söylenebilecektir.

Finansal hizmetler doğası uyarınca maddi olmadıkları için mesafeli sözleşmelere konu olmaya müsaittir. Taraflar bir araya gelmeksizin sözleşme yaparlar ve bu nedenle çok fazla üzerinde düşünmeksizin, söz konusu finansal hizmet ya da ürün hakkında fazla bilgi sahibi olunmaksızın sözleşmeyi kurabilirler. İşte bu finansal tüketicinin karşı karşıya kalabileceği bilgi eksikliğini bertaraf edebilmek adına finansal tüketicinin de korunması gerekmektedir<sup>616</sup>.

Finansal hizmetlere yönelik mesafeli sözleşmeler, sağlayıcı ile tüketicinin eş zamanlı olarak fiziksel karşılaşmaları gerekmeksizin, finansal hizmetlerin uzaktan pazarlanmasına ilişkin oluşturulan bir sistem kapsamında, sözleşme kurulana kadar, sözleşmenin kurulduğu an da dahil olmak üzere uzaktan iletişim araçlarıyla kurulan sözleşmelerdir (Yönetmelik m. 4/1-b). Sözleşmenin tarafları tüketiciden ve sağlayıcıdan oluşmalıdır. Sağlayıcı, “*kamu tüzel kişileri de dâhil olmak üzere ticari veya mesleki amaçlarla tüketiciye hizmet sunan ya da hizmet sunanın adına ya da hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişiler*” olarak tanımlanmıştır (TKHK m. 3/1-1 ve Yönetmelik m. 4/1-d). Sermaye piyasası aracılık işlemleriyle ilgili sözleşmelerde sağlayıcı aracı kurum olup tüketici ise yatırımcıdır. Aracı kurum ile tüketici-yatırımcının, mektup, katalog, faks, radyo, televizyon, elektronik posta mesajı, kısa mesaj, internet, ATM gibi uzaktan iletişim araçlarıyla, fiziksel olarak karşı karşıya gelmeksizin kurdukları sözleşmeler bu yönetmelik kapsamındadır. Yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin aracı kurum ve tüketici-yatırımcı arasında kurulan çerçeve sözleşmelerin çoğunlukla internet üzerinden kurulduğu görülmektedir. Ancak, aracı kurumun, mesafeli sözleşme yöntemiyle yatırımcı ile sözleşme akdedebilmesi için yatırım hizmetlerini uzaktan pazarladığı bir sistem kurmuş olması gerekir. Öngörülen bu şart ile mesafeli iletişim araçları vasıtasıyla tesadüfen

<sup>616</sup> Sunay, Mesafeli Sözleşmeler, s. 422.

akdedilen mesafeli sözleşmelere, anılan yönetmelik hükümlerinin uygulanması engellenmiştir. Örneğin, sağlayıcının geçici şekilde bir defaya mahsus olarak internet aracılığı ile ya da elektronik posta yoluyla sözleşme yapması, bu sözleşmenin Yönetmelik kapsamında mesafeli sözleşme olduğu anlamına gelmeyecek ve tüketici, Yönetmeliğin sunduğu korumalardan yararlanamayacaktır<sup>617</sup>.

Sağlayıcı ve tüketicinin, finansal hizmetlere ilişkin mesafeli sözleşme akdettikleri durumda, tüketicinin korunmasının sağlanması amacıyla sağlayıcının birtakım yükümlülükleri yerine getirmesi gerektiği düzenlenmiştir.

## 1. Finansal Hizmetlere Yönelik Mesafeli Sözleşmelerde Ön Bilgilendirme

Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği m. 5 hükmünde, sözleşme yapılmadan evvel sağlayıcının tüketiciye birtakım hususlarda bilgilendirme yapması gerektiği düzenlenmiştir. Bilgilendirme yükümlülüğü, henüz sözleşme kurulmadan, sözleşme görüşmeleri ile doğmaktadır<sup>618</sup>. Esasen, mesafeli sözleşmelerle ilgili tüketiciler açısından sorun teşkil eden husus sözleşmelerin çok kolay şekilde (internet üzerinde kutucuğa tıklama yöntemiyle) kurulabilmesidir. İnternet üzerinde, ilan edilen genel şartların altında yer alan “kabul ediyorum” anlamına gelen kutucuk işaretlenerek kabul beyanının iletilmesiyle, bir butona tıklanmasıyla ya da başka bir elektronik aksiyon alınmasıyla kurulan sözleşmelere click-wrap sözleşmeler denilmektedir<sup>619</sup>. Uygulamada, yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasındaki sözleşmelerin de bu şekilde click-wrap sözleşmeler olarak kuruldukları görülmektedir. Tüketicilerin, sadece bir kutucuğa ya da butona tıklamasıyla bu sözleşmelerin kurulmasından önce daha fazla düşüncelerini sağlamak amacıyla, sağlayıcıların tüketicilere belirli hususlarda bilgi vermeleri zorunlu kılınmıştır<sup>620</sup>.

<sup>617</sup> Zeynep Naz Güneş, Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler, Ankara 2018, s. 37.

<sup>618</sup> Ümit Gezder, Mesafeli Sözleşmeler, İstanbul 2006, s. 339; Güneş, s. 88.

<sup>619</sup> David F. Scranton, Clickwrap or Browsewrap: Enforceable Website Agreements, Banking Law Journal, Vol. 119, Issue 3, March 2002, s. 291; Tana Pistorius, “Click-Wrap and Web-Wrap Agreements”, South African Mercantile Law Journal, Vol. 16, Issue 4, 569; Dale Clapperton/Stephen Coronos, “Unfair Terms in ‘Click Wrap’ and Other Electronic Contracts”, Australian Business Law Review, Vol. 35, June 2007, s. 156.

<sup>620</sup> Ümit Gezder, “Mesafeli Sözleşmeler”, Yeni Tüketici Hukuku Konferansı Makaleler-Tartışmalar, İstanbul, Mayıs 2015, s. 338; Çağlar Özel, Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler, Sektörel Bazda Tüketici Hukuku Uygulamaları 2018, İstanbul, Eylül 2018, s. 653. Yönetmelik m. 5 hükmüne göre yatırım kuruluşunu yatırımcıya bilgi vereceği bu hususlar şunlardır: Yatırım kuruluşunun ve varsa temsilcisinin esas faaliyet konusu, MERSIS numarası, açık adresi, elektronik posta adresi, telefon numarası ve varsa diğer iletişim bilgileri. Yatırım hizmetinin yatırımcıya sağlanmasında aracı kurum ile yatırımcı arasında bir aracı varsa bu aracının adı, unvanı, açık adresi ve hangi nitelikte işlem yapabilme yetkisine sahip olduğu. Yatırım hizmetinin temel nitelikleri. Yatırımcının ödeyeceği yatırım hizmetinin tüm vergileri de içeren toplam fiyatı,

Bu bilgilendirmenin ticari amaçla yapıldığı belirtilmeli ve bilgilendirme sesli iletişim araçlarıyla yapılıyorsa yatırım kuruluşunun adı ve görüşmenin sebebi en başında belirtilmelidir. Bunun sebebi, tüketiciye dilerse görüşmeyi derhâl sonlandırma imkânının verilmesidir<sup>621</sup>. Bu bilgiler tüketici-yatırımcıya yazılı olarak ya da elektronik posta, kısa mesaj, internet vb. kalıcı veri saklayıcısı<sup>622</sup> ile verildiyse bu yazının en az on iki punto büyüklüğünde, okunabilir ve anlaşılabilir şekilde açık ve sade olarak verilmesi gerekir (Yönetmelik m. 6/1). Bilgilendirmenin açık ve anlaşılır olduğunun tespitinde makul (ortalama) tüketici-yatırımcı kıstas olarak alınmalıdır<sup>623</sup>.

Ön bilgilendirme yükümlülüğünün, yatırım kuruluşu tarafından sözleşmenin kurulmasından evvel makul bir süre içerisinde yerine getirilmesi gerekir<sup>624</sup>. Esasen uygulamada, internet üzerinden yapılan mesafeli yatırım hizmeti sözleşmelerinde ön bilgilendirme sözleşme kurulmadan hemen önce yapılmakta ve ön bilgilendirmenin yapıldığına ilişkin kutucuk yatırımcı tarafından işaretlenmeden sözleşme tamamlanmamaktadır.

Sözleşme öncesi koruma yükümlülüklerinden olan ön bilgilendirme yükümlülüğünün yatırım kuruluşu tarafından ihlâl edilmesi halinde yatırım kuruluşunun öncelikle SerPK ve ilgili mevzuat uyarınca sorumluluğu doğabileceği gibi genel hükümler uyarınca culpa in contrahendo (sözleşme görüşmelerinden doğan sorumluluğu) da gündeme gelebilecektir<sup>625</sup>.

---

kurtaj ücreti, kurtaj ücretinin hesaplanma usulü, varsa ifaya ilişkin masraflar ile bunların önceden hesaplanamaması halinde ek masrafların ödenebileceğine ilişkin bilgiler. Doğası gereği ya da gerçekleştirilecek işlemlere bağlı olarak özel bazı riskler taşıyan veya fiyatları aracı kurumun kontrolü dışında finansal piyasadaki dalgalanmalara göre değişen veya geçmiş verileri gelecekte oluşacak değerler için bir gösterge oluşturmayan finansal araçlarla ilgili bilgiler. Varsa yatırımcı tarafından ödenmesi gereken diğer vergi ve ücretlere ilişkin bilgiler. Verilen bilgilerin belirli bir süreye tabi olması durumunda, bu süreye ilişkin bilgiler. Ödeme ve ifaya ilişkin bilgiler ile varsa bunlara ilişkin taahhütler. Uzaktan iletişim aracının kullanılmasına ilişkin bazı ek masrafların yatırımcı tarafından karşılanacak olması halinde, bu masraflara ilişkin bilgiler. Yönetmelik m. 13 uyarınca cayma hakkı kullanılmayacağı için; yatırımcının cayma hakkından yararlanamayacağına yönelik bilgiler. Sürekli veya düzenli aralıklarla tekrarlanan bir finansal hizmet ediminin söz konusu olması halinde, sözleşmenin asgari süresi. Tarafların, haklı sebeplerin varlığı halinde, sözleşmeyi tek tarafı feshedebileceklerine ilişkin sözleşme şartları ve bu durumda varsa ödenmesi gereken cezai şartlar hakkında bilgiler.

<sup>621</sup> İlhan **Kara**, Tüketici Hukuku, Ankara 2015, s. 1048; **Güneş**, s. 91; **Özel**, s. 657.

<sup>622</sup> Bkz. Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği m. 4/1-c: “*Kalıcı veri saklayıcısı: Tüketicinin gönderdiği veya kendisine gönderilen bilgiyi, bu bilginin amacına uygun olarak makul bir süre incelemesine elverecek şekilde kaydedilmesini ve değiştirilmeden kopyalanmasını sağlayan ve bu bilgiye aynen ulaşılmasına imkân veren kısa mesaj, elektronik posta, internet, disk, CD, DVD, hafıza kartı ve benzeri her türlü araç veya ortamı*” ifade eder.

<sup>623</sup> **İnal**, s. 80.

<sup>624</sup> **Güneş**, s. 94.

<sup>625</sup> **Güneş**, s. 98.

Yatırım kuruluşunun, çerçeve sözleşmenin tüm şartlarını ve aşağıdaki bilgileri içeren bir sözleşmeyi kağıt ortamında yazılı olarak veyahut da tüketicinin istediği zaman ulaşabileceği diğer bir veri saklayıcısı aracılığıyla tüketici-yatırımcıya vermesi gerekir (Yönetmelik m. 7/1):

- Tüketici-yatırımcının adı, soyadı, açık adresi, varsa elektronik posta adresi, telefon numarası ve diğer iletişim bilgilerini,
- Tüketici-yatırımcının şikâyet ve itirazları konusundaki başvurularını tüketici mahkemesine veya tüketici hakem heyetine yapabileceklerine dair bilgiyi,
- Varsa garanti fonu ya da diğer tazminat düzenlemelerine ilişkin bilgiyi,
- Tüketici-yatırımcının başvurabileceği diğer çözüm yollarına ilişkin bilgiyi,
- Ödeme planına ilişkin bilgiyi,

Görüldüğü üzere, kağıt ortamında yazılı olarak sözleşmeyi verebilmenin yanı sıra veri saklayıcısı aracılığıyla da sözleşme verilebilir. Böylece, mesafeli sözleşmelerin mutlaka yazılı şekilde yapılması şartı söz konusu olmamakla birlikte<sup>626</sup>, III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/1 hükmü uyarınca çerçeve sözleşmelerin yazılı yapılması zorunludur.

Tüketici-yatırımcıya ön bilgilendirmenin yapıldığına yönelik ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir. Yatırım kuruluşunun, bilgilendirme ve diğer yükümlülüklerle ilgili belgeleri üç yıl boyunca<sup>627</sup> saklaması gerekir. Sözleşmenin bir aracı vasıtasıyla kurulması durumunda bu yükümlülük aracıya aittir. (Yönetmelik m. 15).

Finansal hizmetlere yönelik mesafeli sözleşme hangi iletişim aracıyla akdedildiyse o iletişim aracıyla sona erdirilebilir. Sözleşmenin sona erdirilebilmesi için sözleşmenin kurulmasında kullanılan koşullardan daha ağır koşulları içeren bir yöntemle tüketicinin sözleşmeyi sona erdirmesinin zorunlu tutulması yasaktır (Yönetmelik m. 14).

<sup>626</sup> Bkz. TKHK m. 49/3 gerekçesi. **Güneş**, s. 81-82; **Özel**, s. 656-657.

<sup>627</sup> TTK m. 82/8'de ticari defterlerin saklanması 10 yıl; 213 sayılı Vergi Usul Kanunu m. 253 uyarınca defterlerin saklanması 5 yıl süreye tabi iken Yönetmelik'te 3 yıl süre öngörülmesi anılan kanunlarla uyumlu değildir.



## 2. Sermaye Piyasası Alım Satım Aracılık Sözleşmelerinde Cayma Hakkının Kullanılmaması

Gerek mesafeli sözleşmelere ilişkin gerekse de finansal hizmetlere yönelik mesafeli sözleşmelere ilişkin AB hukuku ve ülkemiz hukuku düzenlemelerinde, tüketicinin cayma hakkı mevcuttur. Zira, mesafeli sözleşmelerde taraflar bir araya gelmeksizin sözleşme yaptıkları ve tüketici sözleşme şartları üzerinde çok fazla düşünme imkânına sahip olmadıkları için ürün ya da hizmet hakkında fazla bilgi sahibi olmadan sözleşme akdetmiş olurlar. İşte tüketicinin karşı karşıya kalabileceği bu bilgi eksikliğini bertaraf edebilmek adına mesafeli sözleşmenin tarafı olan tüketiciye cayma hakkı verilmiştir<sup>628</sup>. Cayma hakkı, tüketicilerin korunması açısından öngörülen en önemli araçtır. Bu hakla birlikte tüketiciye, anılan sözleşmelerden on dört gün içinde tek taraflı olarak ve hiçbir gerekçe göstermeksizin, bir tazminat ya da cezai şart ödemek zorunda olmaksızın kurtulma olanağı verilmiştir<sup>629</sup>. Böylece, cayma hakkını geçerli bir şekilde kullanıldığı durumda, mesafeli sözleşme geriye etkili olarak sona ermektedir<sup>630</sup>.

Ne var ki, birtakım finansal hizmetlere yönelik mesafeli sözleşmeler için tüketicinin cayma hakkının varlığı kabul edilmemiştir. Tüketicinin cayma hakkının mevcut olmadığı sözleşmeler Yönetmelik m. 13'te düzenlenmiştir. Buna göre, bedeli finansal piyasadaki dalgalanmalara bağlı olarak sağlayıcının kontrolü dışında değişen ve bu değişimin cayma hakkı süresi içinde gerçekleşebildiği finansal hizmetlere ilişkin sözleşmeler ve aşağıdaki işlem ve varlıklara yönelik sözleşmelerde cayma hakkı kullanılamayacaktır:

- Döviz işlemleri.
- Para piyasası araçları.
- Devredilebilir menkul kıymetler.
- Yatırım ortaklığı payları.
- Finansal varlıklara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ve eşdeğer nakdi uzlaşmaya dayalı finansal araçlar.
- Vadeli faiz oranı anlaşmaları.

<sup>628</sup> Cayma hakkı ve tüketiciyi bilgilendirme yükümlülüğü her zaman birbirine paralel düşünülmelidir. Çünkü, cayma hakkının amacına uygun olarak kullanılabilmesi için mutlaka bu cayma hakkı ile ilgili de tüketiciye bilgi verilmiş olması gerekir. Bkz. Başak, **Baysal**, Cayma Hakkının Sözleşme Hukukundaki Yeri, İÜHFİM, 2017, C. 75, S. 1, s. 274.

<sup>629</sup> Mehmet **Demir**, “Finansal Hizmet Edimlerinin Mesafeli Sürümüne İlişkin Avrupa Birliği Yönergesi ve Ülkemizdeki Yasal Durum”, Fırat Öztan’a Armağan, C. 1, Ankara 2010, s. 698.

<sup>630</sup> Cayma hakkının hukuki niteliği ve benzer haklarla karşılaştırılması konusunda bkz. **Gezder**, s. 340; Başak, **Baysal**, s. 274; **Güneş** s. 102-109.

- Faiz, döviz ve hisse senedi swapları.
- Opsiyon işlemleri ve eşdeğer nakdi uzlaşmaya dayalı finansal araçlara ilişkin sözleşmeler.

İşte, sermaye piyasası alım satıma aracılık sözleşmesi kapsamındaki yatırım işlemleri de döviz işlemleri, para piyasası araçları, devredilebilir menkul kıymetler, yatırım ortaklığı payları, finansal varlıklara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ve eş değer nakdi uzlaşmaya dayalı finansal araçlar, vadeli faiz oranı anlaşmaları, faiz döviz ve hisse senedi swapları, opsiyon işlemleri ve eş değer nakdi uzlaşmaya dayalı finansal araçlara ilişkin olduğundan tüketici-yatırımcının cayma hakkı bulunmamaktadır.

## **H. Alım Satıma Aracılık Faaliyetinde Finansal Altyapı Kuruluşlarının Rolü**

Ülkemizde başlatılan İFM projesinin hedeflerinden biri de sermaye piyasasının küresel piyasalara entegre olması ve bu amaçla sermaye piyasasının finansal altyapı kuruluşlarının geliştirilmesidir. Finansal altyapı kuruluşları, merkezi takas sistemi, merkezi karşı taraf sistemi ve merkezi kayıt ve saklama sisteminden oluşmaktadır<sup>631</sup>.

### **1. Merkezi Takas Sistemi**

Sermaye piyasası alım satıma aracılık faaliyetlerinde yatırımcının korunması açısından önem arz eden sistemlerden biri merkezi takas sistemidir (*securities settlement system*). Tarafların birbirlerine karşı yükümlülüklerinin sorunsuz şekilde tamamlanması, yatırımcıların alım veya satım yaptıkları varlıklara ya da nakde kavuşması ise piyasasının sorunsuz şekilde işlemesi ve dolayısıyla yatırımcının piyasaya olan güveninin korunması açısından takas sistemi son derece önemlidir. Sermaye piyasası alım satım işlemi taraflarının birbirine karşı yükümlülüklerinin yerine getirilmesi bu sistemle gerçekleştirilmektedir. Bu işlemlerin gerçekleştirilmesi için merkezi takas kuruluşları kurulur. Merkezi takas kuruluşu, borsalarda ve organize diğer piyasalardaki sermaye piyasası araçlarının teslimi, bedellerinin ödenmesi, bunlara ilişkin teminat yükümlülüklerinin yerine getirilmesi işlemlerini yürüten ve anonim ortaklık şeklinde kurulmuş bir özel hukuk tüzel kişisidir (SerPK m. 77).

Ülkemizde takas sistemini gerçekleştiren kuruluş İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank)'dir. Takasbank, sermaye piyasası ve bankacılık mevzuatının kendisine izin verdiği ölçüde takas, merkezi karşı taraf ve bankacılık hizmetleri

<sup>631</sup> Peker/Karaağaçlı, s. 342.

sunmaktadır<sup>632</sup>. İMKB'nin faaliyete başladığı ilk yıllarda borsadaki alım-satım sözleşmelerinin ifası aşamasındaki teslim ilişkine yükümlülükler borsa dışında aracı kurumlar tarafından yerine getirilmiştir<sup>633</sup>. Bu döneme kadar yatırımcılar işlemi yapan borsa üyesinden sermaye piyasası araçlarını fiziken teslim alabiliyor veya Kurul tarafından saklama hizmeti verme hususunda yetkilendirilmiş aracı kurumlardan saklama hizmeti alabiliyorlardı<sup>634</sup>. 1988 yılında ise teslim işlemleri borsa bünyesine alınmış, takas ve saklama işlemlerinin yerine getirilmesi için İMKB içerisinde bir müdürlük kurulmuştur. Böylece, borsada alım satım yapan tarafların karşı karşıya gelerek yükümlülüklerini ifa etmesinin yerine, taraflar müdürlük aracılığıyla takas işlemlerini gerçekleştirmeye başlamışlardır<sup>635</sup>. 1992 yılında, İMKB Takas ve Saklama A.Ş. kurulmuştur. SPK'nın 1994 yılında aldığı kararla<sup>636</sup> tüm saklama hizmetleri İMKB Takas ve Saklama A.Ş.'ye verilmiştir. 01.03.1995 tarihinde yayınlanan mülga Seri: V, No: 19 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği m. 50/f uyarınca aracı kuruluşların ne kendilerine ne de müşterilerine ait menkul kıymetleri Takas ve Saklama Kuruluşu dışında saklamaları yasaklanmıştır<sup>637</sup>. 1995 yılında ise İMKB Takas ve Saklama A.Ş., yatırım bankası lisansı olarak bankaya dönüştürülmüş<sup>638</sup> ve ismi İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. olmuştur. 2001 yılında Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) kurularak Takasbank ile MKK aracılığıyla aracı kurumlara saklama hizmeti sunulmaya başlanmıştır. Kaydi sisteme geçilmesiyle birlikte ise sermaye piyasası araçlarının kayden saklanması merkezi saklama kuruluşu olarak MKK nezdinde gerçekleştirilmektedir. Takasbank'ta ise, hâlâ kaydileştirilmemiş ve

---

<sup>632</sup> Takasbank 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sağlanan yasal çerçevede, 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile sağlanan hukuki zemini kullanarak 02.09.2013 tarihinden itibaren kendi nezdinde işlettiği Ödünç Pay Piyasası'nda (ÖPP), 03.03.2014 tarihinden itibaren Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP), 14.10.2016 tarihinden itibaren Borsa İstanbul A.Ş. Para Piyasası'nda (BİAŞ PP) 19.06.2017 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda (BİAŞ Pay), 02.07.2018 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası'nda (BİAŞ BAP) ve 01.10.2018 tarihinden itibaren de Borsa İstanbul SWAP Piyasası'nda MKT hizmeti vermektedir. Bkz. Merkezi Karşı Taraf, <https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/verilen-hizmetler/merkezi-karsi-taraf-mkt> (Erişim Tarihi: 06.03.2019).

<sup>633</sup> Ayhan, s. 58; Özer, Ş., s. 33.

<sup>634</sup> Çağlar Manavgat, "Menkul Kıymetlerin Merkezi Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukuki Niteliğine Etkisi", Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü- C.XVIII, S. 4, Ankara Aralık 1996, s. 129-130.

<sup>635</sup> Özer, Ş., s. 33.

<sup>636</sup> Karar, 15.12.1994 tarihli ve 81 sayılı toplantıda alınmıştır.

<sup>637</sup> Seri: V, No: 19 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği m. 50/f: "Aracı kurumlar sadece, müşterileri tarafından verilen satış emrinin yerine getirilmesi için teslim edilen menkul kıymetlerle, müşterinin alım emri gereği satın alınan menkul kıymetleri, borsa mevzuatında belirlenen satış emrinin geçerlilik süresi ve gerçekleşen alım emrinin tasfiyesi için öngörülen azami süre içinde emanetinde tutabilir. Bu halin dışında, aracı kurum, gerek kendisine gerekse müşterilerine ait menkul kıymetleri yetkili Takas ve Saklama Kuruluşu dışında hiçbir yerde tutamaz".

<sup>638</sup> 23 Mart 1995 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 95/6551 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile İMKB Takas ve Saklama A.Ş. yatırım bankasına dönüştürülmüştür.

borsada işlem görmeyen payların fiziken saklanması ve kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerindeki malvarlıklarının (SerPK m. 56/5) kayden saklanması gibi sınırlı saklama hizmeti devam etmektedir<sup>639</sup>. 2013 yılında İMKB'nin adı Borsa İstanbul A.Ş. olarak değiştirildiği için İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. adı da İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. olarak değiştirilmiştir<sup>640</sup>.

Takas, sermaye piyasasında gerçekleştirilen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin, belirlenen süre ve şartlarda, takas üyelerince yerine getirilerek işlemin tarafları arasındaki varlıkların ve/veya nakdin değiş tokuşunu sağlayan sürecin tamamıdır (İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Takas Yönetmeliği<sup>641</sup> m. 4/1-i). Takas sistemine ilişkin düzenlemeler Takas Yönetmeliği'nde mevcuttur.

Sermaye piyasasındaki alım satım işlemleri, yalnızca tarafların alım satım emirlerinin karşılaştırılmasından ibaret olmayıp iki tarafın birbirine karşı yükledikleri taahhütlerin ifasını da içermektedir. Şöyle ki, yatırımcının sermaye piyasası alım ya da satımına ilişkin verdiği emrin piyasada eşleştirilmesinden sonra izlenmesi gereken üç adım söz konusudur<sup>642</sup>. Bunlardan ilki, alım satım işleminin taraflarının bilgileri teyit ettiği, onayladığı (*confirmation*), başka bir deyişle bu bilgilere ilişkin anlaşmaya vardığı adımdır. İkincisi, tarafların birbirlerine karşı olan yükümlülüklerinin hesaplanarak netleştirildiği (*clearance*) aşamadır. Üçüncü aşama ise nihayetinde tarafların yükümlülüklerinin ifa edildiği, başka bir deyişle tarafların yükümlülüklerinin yerine getirilerek alım satım sözleşmesinin tasfiye edildiği hesaplaşma ve takas (*settlement*) aşamasıdır. Bu son aşamada, sermaye piyasası araçlarını devir borcu altında olan taraf sermaye piyasası araçlarını alıcıya teslim eder (*delivery*), nakit ödeme borcu altında olan taraf nakdi satıcıya öder (*payment*) ve böylelikle taraflar arasında geri dönülemez şekilde mutabakat kesinliği (*settlement finality*) sağlanmış olur<sup>643</sup>. İşte sermaye piyasasındaki bu işlemler merkezi takas kuruluşu tarafından yerine getirilerek karşı tarafın ödememe riskine karşı yatırımcılar korunmaktadır.

<sup>639</sup> Fiziki Saklama, <https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/verilen-hizmetler/saklama-hizmetleri/fiziki-saklama> (Erişim Tarihi: 07.03.2019).

<sup>640</sup> Bkz. Takasbank, Tarihçe, <https://www.takasbank.com.tr/tr/hakkimizda/tanitim/tarihce> ; İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş., <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/8/3> (Erişim Tarihi: 26.11.2018).

<sup>641</sup> SerPK m. 77/3 hükmüne dayanılarak çıkarılmış ve 18.07.2013 tarih ve 28711 sayılı RG'de yayınlanmıştır.

<sup>642</sup> Mario **Guadamillas**/Robert **Kepler**, Securities Clearance and Settlement Systems, April 2001, s. 6; Demet **Akmaz**, Spot Menkul Kıymet Piyasalarında Uygulanan Takas Sistemleri ve Karşılaşılan Riskler, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, 2002, s. 2-6; **Peker/Karaağaçlı**, s. 343.

<sup>643</sup> Başak **Aydos**, Takas Sistemlerinde Merkezi Karşı Taraf Rolü ve İMKB Hisse Senetleri Piyasasına İlişkin Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2008, s. 2.

## 2. Merkezi Karşı Taraf Sistemi

Merkezi karşı taraf sistemi (*central counterpart system*) ise öncelikle borsadaki vadeli işlem piyasalarındaki işlemlere takas kurumunun merkezi karşı taraf olması ve işlemleri sonuçlandırarak garanti altına alması ve dolayısıyla tarafların riskini üzerine almasıyla ortaya çıkmıştır<sup>644</sup>. Zira, yukarıda da belirtildiği üzere vadeli işlem piyasalarında spot piyasaların aksine sözleşmenin ifası ileri bir tarihe ertelendiği için tarafların birbirine olan yükümlülüklerini yerine getirmesi spot piyasalara oranla daha fazla risk taşımaktadır. Risk yönetimi ihtiyacının daha sonra diğer piyasalarda da ortaya çıkması ile birlikte merkezi karşı taraf sistemi pay piyasası ve borçlanma araçları piyasası gibi spot piyasalarda da varlık kazanmış bir finansal alt yapı hizmetidir.

Merkezi karşı taraf sisteminde takas kurumu, sermaye piyasasında işlem gören araçların alıcılarına karşı satıcı, satıcılarına karşı da alıcı gibi davranan, böylece işlemde kaynaklanan taraf yükümlülüklerinin ifasını garanti eden takas kurumudur<sup>645</sup>. Bu sistemin işlemesi için öncelikle, taraflar arasındaki emirler eşleştirildikten sonraki aşamada tarafların aralarında akdettikleri alım satım aracılık sözleşmesi yenilenerek iki yeni sözleşme ile değiştirilmektedir. Bu yeni sözleşmelerin biri satıcı ile takas kurumu arasında, diğeri ise alıcı ile takas kurumu arasındadır. Takas kurumu bu sözleşmelerde merkezi karşı taraf rolündedir. Böylelikle takas kurumu alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı yerine geçmekte ve dolayısıyla tarafların birbirlerine karşı olan yükümlülükleri artık takas kurumuna karşı mevcut olmaktadır<sup>646</sup>. Bu sebeple, alıcı ya da satıcıdan birinin yükümlülüklerini yerine getirmemesinden kaynaklanan karşı taraf riski (*counterparty risk*) takas kurumu tarafından üstlenilmektedir<sup>647</sup>. Takas sisteminde, karşı taraf riskinin azaltılması amacıyla, teslim karşılığı menkul kıymet transferi (*delivery versus payment*) prensibi söz konusudur. Bu prensip uyarınca takas, nakit ile sermaye piyasası aracının transferinin aynı anda yapılması suretiyle gerçekleşmektedir. Dolayısıyla, tarafların

<sup>644</sup> Merkezi karşı taraf sisteminin dünyada ortaya çıkışıyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. **Aydos**, s. 3 vd.

<sup>645</sup> Çağlar **Manavgat**, Hukuki Açılan Merkezi Karşı Taraf ve Türkiye'deki Mevzuat, Türkiye Sermaye Piyasalarında Merkezi Karşı Taraf Uygulamaları Semineri, 13 Mayıs 2013, İstanbul, s. 69 <https://docplayer.biz.tr/82731-Tebliğ-oturumu-hukuki-acidan-merkezi-karsi-taraf-ve-turkiye-deki-mevzuat.html> (Erişim Tarihi: 16.04.2019); **Aydos**, s. 2.

<sup>646</sup> **Manavgat**, Merkezi Karşı Taraf, s. 70; Hukuk literatüründe bu sisteme borcun devri (novation) adı verilmektedir, **Peker/Karaağaçlı**, s. 347, dn. 7.

<sup>647</sup> **Aydos**, s. 4.

hesaplarında sözleşme konusu menkul kıymet ya da nakit bulunmuyor ise bu durumda takas yapılmamakta ve temerrüt hükümleri uygulama alanı bulmaktadır<sup>648</sup>.

Merkezi karşı taraf uygulamasında, takas günündeki tarafların yükümlülüklerini sadeleştirme netleştirme (*netting*) sağlanır<sup>649</sup>. Uygulamada netleştirme, yenileme (*novation*) yöntemi, açık teklif (*open offer*) yöntemidir<sup>650</sup>.

Yenileme yöntemi, taraflar arasında yapılan sözleşmenin MKT nezdinde yenilenerek her bir taraf ile MKT arasında yeni sözleşmeler kurulmasıdır<sup>651</sup>. Böylece MKT, taraflar arasında kurulan ilk sözleşmedeki alıcıya karşı satıcı sıfatıyla bir sözleşme, satıcıya karşı da alıcı sıfatıyla başka bir sözleşme kurmuş olmakta ve taraflara diğer tarafın sözleşmesel yükümlülüklerini üstlenmektedir. TBK m. 133 hükmü gereği, yenilemeyle birlikte ilk kurulan sözleşmedeki borçlar sona erdiğinden MKT ile taraflar arasında yapılan sözleşmelerin ilk sözleşmedeki şartlara uygun olması gerekir<sup>652</sup>.

Açık teflif yöntemi ise taraflar arasındaki emirler eşleştikten hemen sonra MKT'nin devreye girerek taraflarla sözleşme yapması ve böylece iki aşamalı değil tek aşamalı bir yapı oluşturulmasıdır. Bu yöntemde MKT'nin sözleşmeye doğrudan taraf olduğu görülür<sup>653</sup>.

Merkezi karşı taraf sistemine ilişkin düzenlemeler MKT Yönetmeliği<sup>654</sup>, ndedir. Takasbank'ın, BİST Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda yürüteceği MKT hizmeti de buna ilişkin yönergeyle düzenlenmiştir<sup>655</sup>. Hukukumuzda MKT Yönetmeliği'nde her iki yöntemin de düzenlendiği görülmektedir (MKT Yönetmeliği m. 4/1-a,ü). Kural, Takasbank tarafından MKT hizmeti verilirken açık teklif yönteminin kullanılmasıdır (MKT Yönetmeliği m. 5/6). Fakat MKT'nin uygulandığı piyasa mevzuatında öngörülmesi şartıyla açık teklif yöntemi yanında, yenileme yöntemi veya hukuken bağlayıcılığı bulunan başka bir yöntem de kullanılabilir (MKT Yönetmeliği m. 5/7).

<sup>648</sup> Sumer, s. 87; Peker/Karaağaçlı, s. 344.

<sup>649</sup> Manavgat, Merkezi Karşı Taraf, s. 71.

<sup>650</sup> Manavgat, Merkezi Karşı Taraf, s. 74, 76.

<sup>651</sup> Hüseyin Murat Develioğlu, Takas, İstanbul 2012, s. 36; Manavgat, Merkezi Karşı Taraf, s. 74.

<sup>652</sup> Manavgat, Merkezi Karşı Taraf, s. 74.

<sup>653</sup> Esasen açık teklif yöntemi de taraflar arasındaki irade beyanı uyuştuktan ve sözleşme kurulduktan sonra MKT'nin devreye girmesinden oluştuğu için hukuki açıdan yenileme yöntemine benzerdir, Manavgat, Merkezi Karşı Taraf, s. 76.

<sup>654</sup> İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği SerPK m. 77/3 hükmüne dayanılarak çıkarılmış ve 14.08.2013 tarihli ve 28735 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

<sup>655</sup> Bkz. İstanbul Takas Ve Saklama Bankası A.Ş.'nin Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem Ve Opsiyon Piyasası'nda Yürüteceği Merkezi Karşı Taraf Hizmeti Ve Bu Hizmetle İlişkin Takas Esasları Prosedürü [https://www.takasbank.com.tr/documents/prosedurler/prs-mkt-001-tat-001-viop\\_proseduru\\_turkce\\_06112018.pdf](https://www.takasbank.com.tr/documents/prosedurler/prs-mkt-001-tat-001-viop_proseduru_turkce_06112018.pdf) (Erişim Tarihi: 20.01.2019).

Takasbank'ın MKT hizmeti verdiği piyasalar şunlardır: 02.09.2013 tarihinden itibaren Ödünç Pay Piyasası, 03.03.2014 tarihinden itibaren Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, 14.10.2016 tarihinden itibaren Borsa İstanbul A.Ş. Para Piyasası, 19.06.2017 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Pay Piyasası, 02.07.2018 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası, 01.10.2018 tarihinden itibaren de Borsa İstanbul SWAP Piyasası<sup>656</sup>.

### 3. Merkezi Kayıt ve Saklama Sistemi

Merkezi kayıt ve saklama sisteminin gelişmesiyle birlikte fiziken saklama yerini kayden saklamaya bırakmıştır. Merkezi kayıt kuruluşları (*central securities depositories*) vasıtasıyla menkul kıymetler kaydi olarak izlenmekte, takas elektronik şekilde gerçekleştirilmekte, bu da takasın, yükümlülüklerin eski usuldeki şekilde fiziki olarak el değiştirmesine oranla daha hızlı ve güvenli şekilde yapılmasını sağlamaktadır<sup>657</sup>. Kaydileştirme, sermaye piyasası araçlarının elektronik ortamdaki kayıtlara aktarılarak, fiziki olarak senede bağlanmasından ve senede basılmasından vazgeçilmesidir<sup>658</sup>. Kaydi sistem bir merkezi saklama sistemi olup kaydi sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların MKK'daki üyeler ve hak sahipleri hesapları uyarınca izlenmesi ve bu sermaye piyasası araçlarıyla ilgili hukuki işlemlerin MKK'daki hesaplar üzerinden yapılması demektir (MKK Yönetmeliği m. 4/1-e)<sup>659</sup>. Sermaye piyasası araçlarının çokluğu ve bu araçlarının saklanması zorluğu ve masraflı olması nedeniyle kaydi sistemin kullanılması zorunlu kabul edilmektedir<sup>660</sup>.

Borsada işlem gören ve kayden izlenen sermaye piyasası araçlarının alım satım işlemleri MKK nezdinde gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla, sermaye piyasasındaki alım satımlar elektronik ortamda, MKK'daki kayıtlar uyarınca satıcının hesabından alıcının hesabına kayıt edilmesi yoluyla gerçekleştirilmektedir<sup>661</sup>. Zira, sermaye piyasasındaki araçlar fiziki bir senet üzerine basılmadıklarından, bu araçların devrinde teslim edilecek bir senet de yoktur.

<sup>656</sup> Bkz. Merkezi Karşı Taraf, <https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/verilen-hizmetler/merkezi-karsi-taraf-mkt> (Erişim Tarihi: 07.03.2019).

<sup>657</sup> **Guadamillas/Keppler**, s. 3, 4; **Yakup Ergincan**, Hisse Senetlerinin Kaydileştirilmesi: Dünya ve Türkiye Uygulaması, Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, C. 2, İstanbul 2005, s. 449.

<sup>658</sup> **Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara 1998, s. 45; **Ünal Tekinalp**, Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru, BATİDER, Haziran 1988, C. XIV, S. 3, s. 14; **Ünal M.**, s. 33; **Hamdi Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992, s. 25; **Özer**, Ş., s. 29.

<sup>659</sup> **Ünal, O. K.**, Kaydileştirilme, s. 3; **Ünal, M.**, Kaydi Sistem, s. 68.

<sup>660</sup> **Ünal O.K.**, Kaydileştirilme, s. 1.

<sup>661</sup> **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, p. 770a, s. 624,625.

Merkezi saklama sisteminde, sermaye piyasası araçları, fiziken el değiştirmeyip takas sistemindeki hesaplar arasında virman yoluyla el değiştirmektedirler<sup>662</sup>. Böylece kaydileştirilen sermaye piyasası araçları MKK nezdinde saklanmaktadır (SerPK m. 80/3). Merkezi saklama ile alım satımı yapılan bu sermaye piyasası araçları çeşitli risklere karşı sigorta ettirilmiş olur<sup>663</sup>. Borsada işlem gören payların, özel sektör tahvillerinin, borsadaki yatırım fonlarının, yatırım fonu katılma belgelerinin, varlığa dayalı menkul kıymetlerin, varlık teminatlı menkul kıymetlerin, kira sertifikalarının ve varantların, başka bir deyişle kaydi olarak ihraç edilip saklanan sermaye piyasası araçlarının MKK üyeleri vasıtasıyla hak sahipleri bazında izlenmesi ve saklanması işlemi MKK tarafından yerine getirilmektedir<sup>664</sup>.

Kaydi sistem, hukukumuzda ilk kez ESerPK'ya 15.12.1999 tarihli ve 4487 sayılı Kanun m. 1 ile eklenen eSerPK m. 10/A hükmü ile varlık kazanmıştır. Bu hüküm ile Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) kurulmuş ve tam kaydi sisteme (*full dematerialization*)<sup>665</sup> geçiş yapılmıştır. Böylece, sermaye piyasası araçlarının ve bunlara ilişkin hakların MKK'nın kurmuş olduğu elektronik sistem üzerinde MKK üyelerince izlenmesine başlanmıştır. MKK üyeleri, TCMB, ihraççılar, yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları ile Kurul tarafından belirlenen diğer kuruluşlardır (II.13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul Ve Esasları Hakkında Tebliğ – Kaydileştirme Tebliği m. 4/1-1).

SerPK m. 3/1-p ve m. 81/1 hükmünde kaydi sistemdeki hakların “*elektronik ortamda, üyeler ve hak sahipleri itibarıyla*” izleneceği belirtilmiştir. ESerPK m. 10/A hükmünde de yer alan benzer ifade<sup>666</sup> sonucu o dönemde olduğu gibi kanundaki bu hüküm

<sup>662</sup> **Manavgat**, Merkezi Saklama, s. 129; **Suca**, s. 5, 6. Ülkemizde kaydi sisteme geçilmesinde de etkili olan husus, yukarıda da belirtildiği üzere SPK'nın 1994 yılında 15.12.1994 tarihli ve 81 sayılı toplantıda aldığı kararla ve mülga Seri: V, No: 19 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği m. 50/f uyarınca tüm saklama hizmetlerinin İMKB Takas ve Saklama A.Ş.'ye verilmesiyle birlikte aracı kurumların sermaye piyasası araçlarını saklamalarının yasaklanmasıdır. Çünkü, böylece sermaye piyasası araçlarının saklanması için tek kuruluş yetkilendirilmiş ve bu da sermaye piyasası araçlarının tek kuruluş tarafından kayden izlenmesi için oluşturulacak sürecin önünü açmıştır. Bkz. **Turanboy**, Varakasız, s. 105-106; **Manavgat**, Merkezi Saklama, s. 130; **Ünal M.**, s. 139; **Özer**, Ş., 32.

<sup>663</sup> Çağlar **Manavgat**, Menkul Kıymetlerin Merkezi Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukuki Niteliğine Etkisi, BATİDER, C.XVIII, S. 4, Ankara, Aralık 1996, s. 129.

<sup>664</sup> **Ünal M.**, s. 207; **Peker/Karaağaçlı**, s. 356. Kaydileştirilebilecek sermaye piyasası araçlarının özellikleri için bkz. **Ünal M.**, s. 201 vd.

<sup>665</sup> Tam kaydi sistem, menkul kıymetlerin türünden bağımsız olarak senede bağlanmaksızın tedavül ettiği sistemdir. Kısmi kaydi sistemde ise menkul kıymetler senede bağlanır ve hem senetli hem de senetsiz tedavül edebilir, yatırımcı isterse senetsiz devraldığı menkul kıymetler de senede bağlanabilir. Ayrıntılı bilgi için bkz. **Manavgat**, Kaydi Sistem, s. 160.

<sup>666</sup> ESerPK m. 10/A/2: “*Kayıtlar, Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından, bilgisayar ortamında, ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibarıyla tutulur*”.



ile de MKK'da birbirinden ayrı kayıtlar tutulduğu izlenimi doğmaktadır. Oysa, MKK'da farklı kayıtlar söz konusu olmayıp gerçek hak sahibi adına tutulan tek kayıt mevcuttur. Bunun nedeni, aracı kurumlarla yatırımcı varlıklarının karışmasının önlenmesi, üçüncü şahısların aracı kurumlardan olan alacaklarına karşı gerçek hak sahibi yatırımcıların korunmasıdır<sup>667</sup>. Öte yandan bu kayıtlar MKK üyeleri olan Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, ihraççılar, yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları ile Kurul tarafından belirlenen diğer kuruluşlar tarafından görüntülenebilir (Kaydileştirme Tebliği m. 4/1-1).

SerPK m. 3/1-p ve m. 81/1 hükümleri ve MKK Tebliği m. 4/1-e uyarınca kaydi sistem, kaydi sermaye piyasası araçları ve ilgili haklar elektronik ortamda hem üyeler hem de hak sahipleri, başka bir deyişle yatırımcılar bazında izlenir. Bu nedenle yatırımcıların da kaydi sistemde “yatırımcı hesabı” olarak adlandırılan hesapları olup yatırımcılar da kaydi sistemde yer almaktadırlar<sup>668</sup>. Yatırımcı hesabı, MKK'ya üye yatırım kuruluşunun müşterileri adına açılan hesaptır (Kaydileştirme Tebliği m. 10/4). Yatırımcı hesabında, hak sahibinin nama ya da hamiline yazılı kaydi sermaye piyasası araçları izlenir<sup>669</sup>. Görüldüğü üzere, MKK'daki kayıtlar ihraççılar ve yatırım kuruluşları yanında hak sahipleri adına da tutulmaktadır. Bu husus, doğrudan sahiplik sistemi (*direct holding system*) olarak anılmaktadır. Bu sistemde, kayden izlenen sermaye piyasası araçlarıyla ilgili ihraççı ile yatırımcı arasında doğrudan bir mülkiyet ilişkisi kurulmakta olup yatırım kuruluşları ise bu sermaye piyasası araçlarını vedia akdi çerçevesinde saklayan konumundadır. Yatırımcı hem ihraççıya hem de yatırım kuruluşuna karşı malik sıfatını haizdir<sup>670</sup>.

Doğrudan sahiplik sistemi, ESerPK döneminde de mevcut idi<sup>671</sup>. Yürürlükteki SerPK ise doğrudan sahiplik sistemine alternatif olarak ABD'de uygulanmakta olan dolaylı sahiplik sisteminin (*indirect holding system*) uygulanmasını da mümkün hâle getirilmiştir. Şöyle ki; SerPK m. 13/2 uyarınca, “Kurul, sermaye piyasası aracının türüne ve ihraççısının veya MKK üyesinin niteliğine göre sermaye piyasası araçlarının hak sahibi ismine hesap açılmaksızın hesapların toplu olarak tutulmasına karar verebilir”. Görüldüğü üzere SPK, yatırımcıların ismine hesap açılmadan, sermaye piyasası araçlarının yatırım

<sup>667</sup> **Manavgat**, Kaydi Sistem, s. 179-180; **Ünal O.K.**, Kaydileştirilme, s. 10; **Ünal M.**, s. 272.

<sup>668</sup> **Peker/Karaağaçlı**, s. 353.

<sup>669</sup> Nama ve hamiline hesapların niteliği ve kaydi sistemde hesap açılması için yatırımcının kimlik bilgilerinin MKK tarafından talep edilmesi nedeniyle hamiline hesapların esasen hamiline olmadığı yönünde görüşler için bkz. Çağlar **Manavgat**, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, AÜHFD, 2001, C. 50, S. 2, s. 180-181; **Ünal M.** s. 288-290.

<sup>670</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Ünal**, s. 49; **Sönmez**, s. 255.

<sup>671</sup> Bkz. ESerPK m. 10/A/2: “Kayıtlar, Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından, bilgisayar ortamında, ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibarıyla tutulur”.

kuruluşu tarafından ayrı ayrı değil, topluca tutulmasını, başka bir deyişle ihraççı ile yatırımcı arasında doğrudan bir ilişki kurulmadan saklanmasını öngörebilir. Dolaylı sahiplik sistemi denilen bu sistemde, yatırımcıların sermaye piyasası araçları toplu hâlde yatırım kuruluşu nezdinde saklanmakta ve yatırımcı talep ettiğinde kendisine aynen değil misli olarak iade yapılmaktadır. Bu sistemde, yatırımcının ihraççıya karşı malik sıfatı söz konusu olmadığından yatırım kuruluşunun olası mali risklerine karşı korunması önem arz etmektedir. Zira, hem yatırım kuruluşunun iflas etmesi hem de diğer alacaklıların yatırım kuruluşuna karşı takip başlatması durumunda yatırımcının yatırım kuruluşu nezdinde toplu olarak saklanan ve kayden izlenen sermaye piyasası araçları da risk altında bulunmaktadır<sup>672</sup>. Bununla birlikte, Kurul, dolaylı sahiplik sistemine yönelik bir düzenleme henüz yapmadığından, ülkemizde hâlen yalnızca doğrudan sahiplik sistemi geçerliliğini sürdürmektedir.

Yatırımcı hesabının açılabilmesi için öncelikle yatırım kuruluşunun MKK'nın yatırımcıyla ilgili talep ettiği bilgileri MKK'ya vermesi gerekir. Yatırımcının kimlik bilgilerini de içeren bu bilgilerin MKK'ya bildirilmesi üzerine bir sicil numarası oluşturulması suretiyle yatırımcı hesabı açılır. Bu yatırım hesabı ile hesap üzerinde işlem yapmaya yetkili üye ile bağlantısı kurulur (Kaydileştirme Tebliği m. 6/2 ve m. 11/3). Kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, MKK'ya yapılan bildirim tarihi esastır (SerPK m. 13/5).

## **İ. Teminatlandırma**

Teminatlandırma, tüm finans piyasasında olduğu gibi sermaye piyasasında da büyük önem arz etmektedir. Sermaye piyasasının düzgün ve güvenli biçimde işlemesinin ve riskin kontrol edilmesinin temel yapı taşlarından birini oluşturur. Yatırım kuruluşlarının, yatırımcılara karşı olan edimlerini yerine getirmelerinin güvencesi, teminatlar sayesinde sağlanır. Zira, yatırım kuruluşlarının yapılan işlemler sonucu elde ettikleri müşteriye ait malvarlığını teslim etmemesi veya edememesi tüm sermaye piyasasını etkileyen ve işlem güvenliğini zedeleyen ağır sonuçlar doğurur<sup>673</sup>.

Sermaye piyasasını ilgilendiren teminat kurumu, üç türde ortaya çıkabilir<sup>674</sup>: Bunlardan ilki, bir sermaye piyasası aracının herhangi bir hukuki işleme teminat olarak

---

<sup>672</sup> Sönmez, s. 257.

<sup>673</sup> Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu, Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu, İstanbul, Temmuz 2018, s. 50.

<sup>674</sup> Sönmez, s. 248-251.

gösterilmesi, ikincisi yüksek finansal risk ihtiva ettiği kabul edilen belirli sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan yatırımcılardan teminat talep edilmesi, üçüncüsü ise yatırım kuruluşlarının merkezi takas kuruluşu ve borsalara o kurumlarda gerçekleştirdikleri işlemlerin güvencesi olarak teminat vermesidir.

İlk türde, temel ilişkinin sermaye piyasası ilişkisinden kaynaklanıp kaynaklanmaması önem arz etmeyip, teminat konusunun bir sermaye piyasası aracı olması yeterlidir. Dolayısıyla, bu teminatlar sermaye piyasasının güvenilir işlemesi için ortaya çıkabilecek risklere karşı öngörülen teminatlardan değildir. İkinci ve üçüncü türde öngörülen teminatlar ise sermaye piyasasının güvenilir şekilde işlemesini sağlamak ve dolaylı olarak yatırımcıları korumak adına öngörülen teminatlar olduğu için biz çalışmamızda sözünü ettiğimiz ikinci ve üçüncü tür teminatları inceleyeceğiz.

### **1. Belirli Sermaye Piyasası Faaliyetlerinde Bulunanlardan Talep Edilen Teminatlar**

Bir üst paragrafta bahsettiğimiz ikinci tür teminat, başka bir deyişle belirli bir sermaye piyasası faaliyetinde bulunanların yatırımları gereken teminat SerPK m. 46'da düzenlenmiştir. Buna göre, SPK'nın, borsaların ve takas ve saklama kuruluşlarının, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunacak yatırımcılardan ve yatırım kuruluşlarından teminat göstermelerini isteyebileceği düzenlenmiştir.

Yatırım kuruluşlarının da kredili sermaye piyasası aracı işlemlerinde, ödünç işlemlerinde ve açığa satış işlemlerinde bulunacak olan yatırımcılardan teminat isteyebilecekleri hüküm altına alınmıştır (SerPK m. 46/2). Bunun nedeni, bu sözleşmelerin yüksek risk ihtiva etmesidir<sup>675</sup>. Bu hususta SPK'ya düzenleme yapma yetkisi verilmiştir. SPK, Seri:V No:65 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ'de teminat tutarlarını belirlemiştir.

SerPK m. 46 hükmünde hem yatırımcılardan hem de yatırım kuruluşlarından teminat istenebileceği düzenlenmiştir. Yatırımcıların da belirli durumlarda yatırım kuruluşlarına teminat yatırımlarının gerekliliği de yatırımcıların korunması amacı kapsamındadır. Zira, sermaye piyasası hukukunda yatırımcının korunmasına ilişkin düzenlemeler doğrudan doğruya yatırımcının korunmasını öngören yatırımcı tazmin merkezine ya da çerçeve sözleşmelere vb. ilişkin olmayabilir. Yatırımcının korunmasına

---

<sup>675</sup> Tekinalp/Çamoğlu, s. 50.

ilişkin düzenlemeler, bu doğrudan yatırımcıyı koruyan düzenlemelerin yanında bir bütün olarak sermaye piyasasını koruyan düzenlemeleri de içermektedir. Yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunacak yatırımcılardan teminat talep edilmesi, yatırımcının temerrüde düşmesi durumunda sistemin kesintisiz şekilde işlemeye devam edebilmesi ve diğer yatırımcıların alacaklarına sorunsuz şekilde kavuşabilmesi de yatırımcının korunması kapsamındadır. Yatırımcılardan teminat talep edilmesi de sistemin düzgün şekilde işlemesi için öngörülen düzenlemelerdendir.

SerPK m. 46 hükmünde, hukuki niteliği itibariyle tevdi olan teminat söz konusudur. Bu teminatların tevdi amaçları dışında kullanılması, üçüncü kişilere devredilmesi, kamu alacakları için dahi olsa rehnedilmesi, haczedilmesi, iflas masasına dahil edilmesi<sup>676</sup> ve üzerine ihtiyati tedbir konulması kanunla yasaklanmıştır (SerPK m. 46/4). Böylece, yatırım kuruluşları nezdinde bulunan teminatların, yatırım kuruluşlarının diğer alacaklılarına karşı korunması hedeflenmiştir. Çünkü, kanun koyucu bu teminatların tamamen tevdi amacıyla yatırım kuruluşlarının malvarlığından ayrı olarak özgülenmesini öngörmüş ve yatırım kuruluşları malî yetersizliğe düştüğünde ya da iflas ettiğinde ve yatırımcı tazmin sisteminin yatırımcının zararlarını karşılamada yetersiz kaldığı ihtimalinde yatırımcının bu teminatlardan yararlanmasını amaçlamıştır<sup>677</sup>. Yatırımcının ya da yatırım kuruluşunun temerrüde düşmesi durumunda karşı tarafın alacağının yatırılan teminattan hızlı bir şekilde karşılanması ve böylece işlemlerin sekteye uğramasını önlemek esas gayedir<sup>678</sup>.

III-37.1 sayılı Tebliğ'de yatırımcılardan istenebilecek teminatlara ilişkin ayrıntılı hükümler mevcuttur. Bunlardan ilki, her türlü yatırım hizmet ve faaliyeti ve yan hizmetlere ilişkin ve özellikle kredili işlem, açığa satış ve ödünç işlemi faaliyetinde bulunan yatırımcılardan talep edilen teminattır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 34/1).

Yatırım kuruluşları kredili işlem, açığa satış ve ödünç işlemi gerçekleştiren yatırımcılardan teminat talep eder ve bu teminat yatırım kuruluşunun kendi malvarlığından

<sup>676</sup> **Kuru**, haczedilemez malların, iflas masasına zaten dâhil edilemeyeceğini belirterek “*iflas masasına dâhil edilemez*” hükmünün fazla bir hüküm olduğunu savunmaktadır. Devlet malî niteliğinde olan malların, özel kanunlarda düzenlenmiş olsa da haczedilemeyeceğini, kamu hizmetine özgülenmiş kamu malî dışındaki malların ise haczedilemeyeceğine ilişkin düzenleme yapılamayacağını öngörmektedir. Batıdaki ülkelerde devlet mallarının dahi haczedilemeyeceğine ilişkin bir hükmün mevcut olmadığını, buna rağmen ülkemizde devlet mallarının haczedilemeyeceğine dair hükümler bulunmasının yanında SerPK’da bu şekilde özel hukuka tabi mal ve alacakların haczedilemeyeceğinin düzenlenmesinin Avrupa İnsan Hakları Mahkemesi kararı ve anayasal mülkiyet hakkıyla bağdaşmadığını belirterek sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen bu tarz hükümleri eleştirmektedir. Bkz. Baki **Kuru**, Panel: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Getirdikleri, s. 490.

<sup>677</sup> Yusuf Ziyaeddin **Sönmez**, Panel: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Getirdikleri, Sorular ve Cevaplar, s. 531.

<sup>678</sup> **Sönmez**, Sorular ve Cevaplar, s. 531.

ayrı tutulur. Teminatlar, yatırımcı yazılı olarak açıkça izin vermediği surette tevdi edilen kurumlar tarafından tevdi amacı dışında kullanılamaz. Bu hükme göre teminat olarak kabul edilebilecek kıymetler şunlardır: *“nakit olarak Türk Lirası ve TCMB tarafından günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı para birimleri, kamu borçlanma araçları, Kurul düzenlemeleri uyarınca kredili menkul kıymet işlemlerine konu olabilecek sermaye piyasası araçları, fon katılma payları ile borsada işlem görmek kaydıyla özel sektör borçlanma araçları, varlığa dayalı menkul kıymetler, ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler, kira sertifikaları ve Hazine Müsteşarlığının belirlediği standartlardaki altın ve diğer kıymetli madenler ve Kurulca uygun görülecek diğer sermaye piyasası araçları”*.

Bu hüküm dışında, mevzuatta belirli sermaye piyasası faaliyetleriyle ilgili teminat istenmesinin zorunlu olduğu hâller mevcuttur. Bunlar, tezgahüstü türev araç işlemleriyle ilgili talep edilen teminatlar (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 25/Ç) ve kaldıraçlı işlemlere ilişkin talep edilen teminatlardır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 27).

## **2. Bir Sermaye Piyasası Kurumunun Teminat Verme Yükümlülüğü**

SerPK m. 46’da, SPK’nın yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunacak kurumlara teminat yatırma yükümlülüğü getirebileceği düzenlenmiştir. Burada öngörülen teminat, SPK’nın III-39.1 sayılı Tebliğ m. 70 uyarınca mali açıdan yetersiz olduğu düşünülen aracı kurumlardan talep edilen ve Takasbank nezdinde bloke edilmesi talep edilen teminattır.

Bu teminatın haricinde SerPK m. 46’da, merkezi takas kuruluşlarının ve borsaların da üyelerinden teminat isteyebilecekleri düzenlenmiş, bununla ilgili düzeltme yapma yetkisi SPK’ya verilmiştir. Görüldüğü üzere, sermaye piyasası kurumlarından istenebilecek üç tür teminat söz konusudur.

### **a) Aracı Kurumun SPK’ya Yatıracağı Teminat**

III-39.1 sayılı Tebliğ’in amaçlarından bir tanesi de yatırım kuruluşlarının teminatlarına ilişkin ilke ve esasları düzenlemektir.

Daha önce de ifade edildiği üzere aracı kurumların kuruluş şartlarından biri de mevzuatta öngörülen teminatları tesis etmeleridir. SPK, aracı kurumların tamamından ya da bazılarının belirli bir miktar teminatı Takasbank’ta bloke etmesini isteyebilir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 70/1). Bu durumda aracı kurum anılan Tebliğ’de gösterilen malvarlığını Takasbank’ta ilgili SPK kararında gösterilen süre boyunca bloke eder (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 70). Bu süre, SPK’nın gerekli gördüğü durumlarda uzatılabilir.

Aracı kurumun, üçüncü kişinin malvarlığını teminat olarak gösterme imkânı da mevcuttur. Ancak bu durumda üçüncü kişinin teminata ilişkin haklarını aracı kuruma devrettiğine dair bir temlikname vermesi gerekir. Bu durumda teminatla ilgili SPK nezdindeki işlemleri aracı kurum yürütür (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 71/2).

Aracı kurumun gösterdiği teminatların değerlemesi için SPK'nın sermaye yeterliliği düzenlemelerinde yer alan değerlendirme ilkeleri esas alınır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 71/3). Teminatın aylık olarak izlenmesi ve tamamlattırılmasına ilişkin tüm işlemler Takasbank tarafından yerine getirilir. Her yıl sonunu izleyen yirmi gün içerisinde Takasbank tarafından teminatların durumuna ilişkin bir rapor hazırlanarak SPK'ya sunulur.

Aracı kurumun teminat yatırmasının sebebinin sonradan ortadan kalktığı durumda SPK, başkaca bir koşul ileri sürmeksizin Takasbank'a bildirimde bulunarak teminatın üzerindeki blokenin kalkmasını ve aracı kuruma iade edilmesini ister (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 72).

Teminatlara ilişkin esaslar, söz konusu teminatların yatırılmasına ilişkin alınan Kurul kararında açıkça belirtilir. SerPK m. 46/4 hükmünde düzenlendiği gibi burada da bu teminatların amaçları dışında kullanılması, üçüncü kişilere devredilmesi, kamu alacakları için dahi olsa rehnedilmesi, haczedilmesi, iflas masasına dahil edilmesi ve üzerine ihtiyati tedbir konulması yasaklanmıştır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 70/2). Zira, bu teminatlar, aracı kurumun olası bir mali yetersizliğe düşmesi durumunda, zararının tamamıyla tazmin edilebilmesi amacıyla ayrılmakta ve bu sebeple yatırımcının korunması açısından aracı kurumun bu özgülenen malvarlığına üçüncü kişilerin erişmesi önlenmektedir<sup>679</sup>.

Aracı kurumların faaliyetleri devam ediyorsa, Takasbank nezdinde tutulan bu teminat, belirtilen nedenin ortadan kalkması ya da SPK tarafından öngörülen sürenin sona ermesi üzerine, başkaca bir koşul öngörülmezsizin SPK tarafından Takasbank'a gönderilen bildirim yazısıyla kaldırılır ve Takasbank tarafından aracı kuruma iade edilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 72).

Aracı kurumların faaliyetlerinin geçici olarak durdurulması amacıyla SPK'ya başvurabileceği ve SPK tarafından onay verildiğinde aracı kuruma 2 yılı geçmemek üzere süre verileceği önceki açıklamalarımızda ifade edilmişti (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 57). İşte faaliyetleri geçici olarak durdurulan bu aracı kurumların III-39.1 sayılı Tebliğ m. 70 uyarınca yatırılan teminatları iade edilmez. Aracı kurumlar yeniden faaliyete geçinceye

<sup>679</sup> Sönmez, Sorular ve Cevaplar, s. 531.

veya faaliyet izni tamamen iptal edilinceye kadar teminatları Takasbank'ta bloke olarak kalır. Aracı kurum yeniden faaliyete geçtiği durumda ise faaliyetlerine kesintisiz olarak asgari 1 yıl süreyle devam etmiş ise teminatları SPK bildirim yazısıyla Takasbank tarafından serbest bırakılır. Belirtilen 1 yıllık süre dolmadan tekrardan faaliyetleri geçici olarak durdurulan aracı kurumlar ise yeniden faaliyete başladıklarında 1 yıllık sürenin hesaplanmasında son faaliyete başlama tarihleri esas alınır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 73).

Aracı kurumların, faaliyet izinlerinin tamamen iptali için de SPK'ya başvuruda bulunabileceği belirtilmişti. Faaliyet izinlerinin tümü iptal edilen aracı kurumun III-39.1 sayılı Tebliğ m. 70 uyarınca yatırmış olduğu teminatlar varsa bunların iadesinde bu aracı kurum hakkında yatırımcıları tazmin kararı ya da tedrici tasfiye kararı alınıp alınmadığı önemlidir. Eğer aracı kurum hakkında SPK bu kararları almış ise SPK, teminatların Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM)'ne verilmek üzere Takasbank tarafından serbest bırakılmasını bildirir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 74/2). Zira, yatırımcı tazmin kararı verildikten sonra artık yatırımcı malvarlığına ilişkin haklarla YTM ilgilenecektir. Hakkında iflâs kararı verilen aracı kurumun yatırdığı teminat ise iflâs tasfiyesi tamamlanana kadar Takasbank'ta tutulur. Buna ilişkin ayrıntılar III-39.1 sayılı Tebliğ m. 74/3'te gösterilmiştir. Faaliyet izinlerinin tümü iptal edilen aracı kurum hakkında tedrici tasfiye veya iflâs kararı verilmemiş ise teminatın iadesi için III-39.1 sayılı Tebliğ m. 74/4'teki şartları sağlayarak SPK'ya başvurulması gerekir. Ancak bu başvurunun SPK tarafından değerlendirilebilmesi için;

*“a) Aracı kurum nezdinde sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgili teminatların serbest bırakılmasına engel teşkil edecek mahiyette herhangi bir denetim, şikâyet ve uyuşmazlık bulunmaması,*

*b) Aracı kurumun borsalar, Takasbank, MKK, Birlik veya Kurula karşı herhangi bir mali yükümlülüğünün bulunmaması,*

*c) Aracı kurum unvanının ve faaliyet konusunun yatırım hizmet ve faaliyetlerini içermeyecek şekilde değiştirilmiş olması veya sona erme kararı verilmiş olması”*

şartlarının yerine getirilmesi zorunludur. Bu şartlar mevcutsa ve teminatların serbest bırakılması SPK tarafından uygun görülürse, SPK'nın bildirim yazısı üzerine Takasbank teminatları serbest bırakır ve ilgili aracı kuruma iade eder.

Aracı kurumun faaliyetlerine gerek kendi isteğiyle SPK tarafından geçici olarak ara verilmiş olsun gerek aracı kurumun faaliyetleri tamamen iptal edilmiş olsun, elektrik, su, telefon, vergi, sigorta primi ve YTM aidatı gibi zorunlu faaliyet giderlerini teminatlarının SPK'nın istediği asgari tutarın üzerinde kalan kısmından ödeme imkânı vardır. Ancak bunun için aracı kurum ortaklarının yazılı onay vermesi ve yönetim kurulunun karar alması gerekir. Eğer bu yapılan ödemeler gerçek hak sahiplerine yapılmamış ya da muvazaalı ödeme yapılmış ise bundan aracı kurum yönetim kurulu sorumludur (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 75).

Görüldüğü üzere, aracı kurumun, yatırımcı hakları ve sistemin düzgün işleyişi için özgülediği teminatların serbest bırakılması ayrıntılı düzenlemelere tabi tutulmuştur. Bu da yatırımcıların korunması açısından teminatlandırmanın arz ettiği önemi gözler önüne sermektedir.

#### **b) Sermaye Piyasası Kurumlarının Merkezi Takas Kuruluşlarına Yatıracakları Teminatlar**

SPK, merkezi takas kuruluşlarının üyelerinden talep edecekleri teminatı Takas Kuruluşları Yönetmeliği<sup>680</sup> m. 20 ve m. 25'te düzenlemiştir.

Yatırım kuruluşlarının, MTK nezdindeki işlemlere taraf olabilmeleri için bu kuruluştan izin almaları gerekmektedir. MTK'dan izin aldıktan sonra MTK nezdinde gerçekleştirilen takas işlemlerine taraf olmalarına izin verilen yatırım kuruluşları MTK üyesi olarak adlandırılırlar. İşte MTK üyelerinin, , takas süreci ve işlemleri dolayısıyla MTK'ya verebilecekleri zararların karşılanması amacıyla üyelik teminatı yatırımları gerekir (Takas Kuruluşları Yönetmeliği m. 20 ve m. 25). Üyelik teminatına ilişkin esaslar MTK Yönetmeliği ile belirlenir. Takasbank'ın çıkardığı Takas Yönetmeliği ve Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği<sup>681</sup>, nde teminatın ayrıntılarına ilişkin düzenlemeler mevcuttur.

MTK üyeleri, üyelik teminatlarının ödenmesinden ve bu işlemi gerçekleştiren personelinin faaliyetlerinden sorumludur. MTK üyelerinin yatırımcılarla arasındaki sözleşmelere bu sorumluluğunu kaldıran ya da sınırlandıran hükümlere yer veremeyeceği belirtilmiştir (Takas Kuruluşları Yönetmeliği m. 21). Kanaatimizce, MTK üyelerinin teminat yükümlülükleri özünde yatırımcıların temerrüt risklerine karşı yatırımcıların ve

<sup>680</sup> Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik, 30.05.2013 tarih ve 28662 sayılı RG'de yayınlanmıştır.

<sup>681</sup> Takas Yönetmeliği ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği, 14.08.2013 tarih ve 28735 sayılı RG'de yayınlanmıştır.



sermaye piyasasının işleyişinin korunmasına yöneliktir. Bu nedenle, MTK üyesi yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki çerçeve sözleşmelere MTK üyesinin personelinin faaliyetlerinden doğan sorumluluğunu sınırlandırabilecek hükümler konulması hâli hazırda III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmü uyarınca müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici olduğu için geçersiz kabul edilmelidir.

MTK üyelerinin müşterilerine ve diğer MTK üyelerine karşı zararların tazminini teminat altına almak üzere de MTK'nın öngörebileceği genel ve özel mahiyetteki sigortaları yaptırma yükümlülüğü de bulunmaktadır (Takas Kuruluşları Yönetmeliği m. 21/2-c). Kanaatimizce, yatırılan teminatları aşan miktardaki zararların karşılanabilmesi adına sigorta yaptırılmasının düzenlenmesi de yatırımcıların korunması açısından yerinde olmuştur.

MTK üyelerinden alınan teminatların, MTK malvarlığından ayrı izlenmesi gerekmektedir. Bu teminatların takasın yerine getirilmesi işlemleri hariç olmak üzere tevdi amaçları dışında kullanılması da yasaklanmıştır (Takas Kuruluşları Yönetmeliği m. 32).

#### **c) Sermaye Piyasası Kurumlarının Borsalara Yatıracakları Teminatlar**

Yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmak için faaliyet izni almış yatırım kuruluşları ile diğer yetkili kurum ve otoritelerden faaliyet izni almış kuruluşların ayrıca SPK tarafından uygun görülürse borsa üyesi olabilecekleri belirtilmişti. Borsa üyesi olan bu kuruluşlar borsada işlem yapma yetkisine sahip olurlar (Bkz. Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği m. 24).

MKT üyeleri gibi borsa üyelerinin de borsa işlemleri dolayısıyla yatırımcılara ya da diğer borsa üyelerine verebilecekleri zararları tazmin edebilmek amacıyla teminat yatırımları gerekliliği düzenlenmiştir (SerPK m. 46, Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği m. 25). Teminatlar, borsa üyelerinin ve işlem yapma yetkisi verilenlerin borsaya karşı yükümlülüklerini vaktinde yerine getiremeyip müşterilere, diğer borsa üyelerine ve işlem yapma yetkisi verilenlere verebilecekleri zararları tazmin etmek amacıyla kullanılmak üzere verilirler. Borsa üyelerinin ya da işlem yapma yetkisi verilenlerin olası bir temerrüdü durumunda borsadaki işlemlerin kesintisiz şekilde devam edebilmesini güvence altına alırlar. Zarar meydana gelmişse, zarar görenin yazılı şekilde talepte bulunması üzerine borsa yönetim kurulunun vereceği karara göre üyelik teminatından zararın tazmin edilmesi sağlanır. Üyelik teminatını aşan miktardaki zararlar

ise genel hükümler çerçevesinde tazmin edilebilir (Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği m. 25).

Borsa üyelik teminatına ilişkin ayrıntılar BİST Yönetmeliği'nde gösterilmiştir. Buna göre teminatlar, “*Türk Lirası, TCMB tarafından serbestçe alım satımı yapılan yabancı paralar, borsa adına bloke edilen Türk Lirası ve döviz mevduat, kıymetli madenler, devlet borçlanma senetleri, TCMB tarafından ihraç edilen likidite senetleri, kira sertifikaları ya da banka teminat mektubu şeklindeki teminatlardan*”, hangileri BİST tarafından uygun görülüyorsa o şekilde yatırılır. Sayılanlar dışında teminat olarak gösterilebilecek varlıklar ise BİST Yönetim Kurulu tarafından belirlenerek SPK onayına sunulur (BİST Yönetmeliği m. 10/1). Teminatın miktarına, tahsiline, tamamlanmasına, kullanılmasına, serbest bırakılmasına ve zararları tazminine ilişkin diğer tüm hususlar da BİST Yönetim Kurulu tarafından belirlenip SPK onayına sunulur (BİST Yönetmeliği m. 10/3).

## **J. Alım Satım Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler**

Bu başlık altında, türev araçlar harici sermaye piyasası araçlarının alım satım işlemlerinde yatırımcının korunmasına ilişkin özel düzenlemeler incelenecektir<sup>682</sup>. Borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının alım satımı BİST Yönetmeliği<sup>683</sup>’nde düzenlenmiştir. Müşteriler, borsadaki alım satım işlemlerine ilişkin emirlerini borsa üyesi yatırım kuruluşuna<sup>684</sup> iletmekte ve o yatırım kuruluşu da bu emirleri BİST’e ileterek borsada gerçekleştirilmesini sağlamaktadır.

### **1. Emir İletimine Aracılık İşlemlerinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler**

Bir yatırım kuruluşunun, yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunabilmesi için Kanun’da öngörülen kuruluş şartlarını (SerPK m. 43-47) tamamlaması ve yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunabilmek için Kanun’da belirtilen ek şartları (SerPK m. 39, 40, 41) da

---

<sup>682</sup> Türev araçların alım satımında yatırımcının korunmasına ilişkin özel düzenlemeler için bkz. İkinci Bölüm, § 3, III.

<sup>683</sup> Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği, 19 Ekim 2014 tarihli ve 29150 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanmıştır.

<sup>684</sup> Borsa üyesi yatırım kuruluşu, Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik uyarınca borsada işlem yapmak üzere BİST Yönetim Kurulu tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşudur. Bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği m. 4/1-v.

sağlaması gerekmektedir. Eğer yatırım kuruluşu, emir iletimine aracılık faaliyetinde bulunmak istiyorsa bunun için ayrıca ikincil düzenlemede bu faaliyet için öngörülen şartları da gerçekleştirmelidir.

III-37.1 sayılı Tebliğ m. 13'te, emir iletimine aracılık faaliyetinde bulunacak yatırım kuruluşunun, III-39.1 sayılı Tebliğ'de öngörülen şartları taşımasının yanı sıra, Kurul'un aracı kurumların sermayeleri ve sermaye yeterliliği ile ilgili ikincil düzenlemelerdeki asgari özsermaye yükümlülüğünü yerine getirmiş olması, emir iletimine aracılık faaliyetlerinin yürütülmesinden sorumlu olacak birimi de içeren bir teşkilat yapısı oluşturması, bu faaliyetin gerçekleştirilebilmesi için yeterli sayıda ihtisas personeli temin etmiş olması, müşteri emirlerinin iletileceği işlem ve portföy aracılığı yapacak yatırım kuruluşlarının isimlerinin bulunduğu bir liste hazırlaması ve emir iletimine aracılığın nasıl işleyeceğine dair bir şirket politikasına sahip olması gerekir.

Emir iletimine aracılık faaliyetinde bulunabilmek için Kanun'da ve ikincil düzenlemelerde öngörülen şartları sağlayan bir yatırım kuruluşunun, yatırımcıyla çerçeve sözleşme imzalayarak müşteri emirlerini kabul etmeye başlayabileceğini belirtmiştik. Emir iletimine aracılık faaliyeti kapsamında yapılan çerçeve sözleşmelerin SPK'ya bildirilmesi gerekmektedir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 14/2).

Tebliğ m. 14/1-ç hükmü uyarınca, çerçeve sözleşmeyle ilgili risk bildirimleri dahil lehine faaliyet gösterilen yetkili kuruluşa iletilen emirlere ilişkin belgeler ile kayıtların birer örneğinin emir iletimine aracılık faaliyetlerine yetkili kuruluş nezdinde saklanması gerekmektedir.

SPK'nın öngördüğü, belge ve kayıt düzenlemeleri uyarınca yatırımcılara yapılacak bildirimler lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşu tarafından yapılmalıdır. Emir iletimine aracılık faaliyetine yetkili yatırım kuruluşu ise yatırımcı talep ettiği durumda hesapların açılması ve emirlerin iletilmesiyle sınırlı olmak üzere gerekli bilgi ve belgeleri yatırımcılara ibraz etmek zorundadır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 14/1-d).

Çerçeve sözleşmeler, emirlere ilişkin belgeler ve risk bildirimleri ve kayıtların birer örneği emir iletimine aracılık faaliyetine yetkili yatırım kuruluşu tarafından saklanır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 14/1-ç). Yatırımcılara ait hesap ve işlemler ise işlem aracılığı faaliyetini gerçekleştiren yatırım kuruluşu nezdinde yatırımcı bazında izlenir.

Yatırımcılara ait emirlerin gizliliği hem emir iletimine aracılık faaliyetine yetkili yatırım kuruluşu hem de lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşu tarafından korunmalıdır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 14/1-e).

SPK'nın belge ve kayıt düzenlemeleri uyarınca yatırımcıya yapılması gereken bildirimlerle ilgili asli yükümlü olan kuruluş, lehine faaliyet gösterilen kuruluştur. Fakat yatırımcıların talep etmesi halinde, hesapların açılması ve emirlerin iletilmesiyle sınırlı olarak ilgili bilgi ve belgelerin emir iletimine aracılık etmeye yetkili kuruluş tarafından da ibraz edilmesi zorunludur (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 14/2-d).

Hem emir iletimine aracılığa yetkili kuruluş hem de lehine faaliyet gösterilen yetkili kuruluş, yatırımcılara ait emirlerin gizliliğini korumakla yükümlüdür. Yatırımcıya ait emir bilgileri herhangi bir üçüncü şahsa, müşteri aleyhine ve üçüncü şahıs lehine müşterinin bilgisi olmaksızın aktarılamaz ve kullanılamaz (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 14/2-e). Yatırımcıların ekonomik tercihleri de kişilerin temel hak ve özgürlükleri arasında olduğundan hükmün öngörülmesi yerindedir. Ancak, özellikle yüklü miktarda emir vermiş yatırımcıların kararlarının, yatırımcı bilgisi dahilinde dahi üçüncü kişilerle paylaşılması SerPK m. 106 hükmündeki bilgi suistimali (*insider trading*) suçunu oluşturabileceğinden, kanaatimizce müşterinin bilgisi dahilinde dahi bu bilgilerin üçüncü kişilerle paylaşılmaması yerinde olacaktır.

Hem emir iletimine aracılık faaliyetine yetkili yatırım kuruluşu hem de lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşu, imzaladığı her yeni çerçeve sözleşme için kurula bildirim yapmak zorundadır (Tebliğ m. 14/2).

Emir iletimine aracılık faaliyeti, yurt dışında yerleşik kuruluşlarla yürütülecek işlemlerin yürütüleceği ülkenin yetkili otoritesinden faaliyet izni almış kuruluşlar ile çerçeve sözleşme yapılmalıdır. Ayrıca III-37.1 sayılı Tebliğ m. 15 hükmünde öngörülen ve yurtiçinde emir iletimine aracılık faaliyeti için öngörülen şartlara benzer şartların yerine getirilmesi de gerekmektedir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 15).

## **2. İşlem Aracılığı Faaliyetinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler**

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi işlem aracılığı faaliyeti, emir iletimine aracılık faaliyetine ek olarak, yatırımcının alım veya satım emirlerinin yatırımcı adına ve hesabına veya kendi adına yatırımcı hesabına borsa ya da borsa dışı pazar yerlerine, portföy aracılığı

faaliyeti için yetkilendirilmiş bir yatırım kuruluşuna veya kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere yurtdışında bulunan ve o ülkeden faaliyet izni almış olan bir yatırım kuruluşuna iletilmesi suretiyle gerçekleştirilmesidir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 16).

Bir yatırım kuruluşunun işlem aracılığı faaliyetinde bulunabilmesi için, Kurul'un yatırım kuruluşu ve faaliyet esasları için öngördüğü genel şartların ve emir iletimine aracılık faaliyeti için öngörülen özel şartların yanında belirli birtakım şartları da karşılaması gerekmektedir. Bu şartlar, aracı kurumun sınırlı saklama hizmeti vermek üzere Kurul'dan izin almış olması veya bu izni almak üzere Kurul'a başvuruda bulunmuş olmasıdır. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 59/3-a hükmü uyarınca işlem aracılığı faaliyeti açısından sınırlı saklama hizmeti<sup>685</sup>, işlem aracılığı ile ilgili yetkili olunan ve aracılık hizmetine konu olan sermaye piyasası araçlarının saklanması ile sınırlıdır. Kurul'un aracı kurumların sermayeleri ve sermaye yeterliliği ile ilgili ikincil düzenlemelerdeki asgari özsermaye yükümlülüğünü yerine getirmiş olması, işlemlerin gerçekleştirileceği piyasalar ile varsa birlikte çalışacağı emir iletimine aracılığa ve portföy aracılığına yetkili kuruluşların listesi ile bu sürecin nasıl işleyeceğine ilişkin emir gerçekleştirme politikasını belirlemiş olması ve türev araçlara ilişkin işlemler yapılacak ise aracı kurumun ayrıca yeterli sayıda türev araçlar müşteri temsilcisi ile muhasebe ve operasyon sorumlusunu görevlendirmiş olması gerekir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 59/3-a).

Yatırım kuruluşu, işlem aracılığı faaliyetini yürütürken III-37.1 sayılı Tebliğ'de öngörülen ve yatırımcıların daha iyi korunmasını amaçlayan birtakım yükümlülüklerle de uymak zorundadırlar. İşlem aracılığı faaliyetini gerçekleştiren yatırım kuruluşu, yatırımcıdan aldığı emirleri, müşteri emirlerini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü, yatırım kuruluşunun emir gerçekleştirme politikasında veya yatırımcı ile imzaladığı çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar dahilinde yerine getirmelidir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 19/1-a). Yatırım kuruluşu bu emirleri yerine getirirken her zaman yatırımcıya karşı yükümlü olduğu özen ve sadakat borcu çerçevesinde hareket etmelidir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 19/1-b).

Borsada işlem yapan yatırım kuruluşunun borsa mevzuatındaki esaslara da uyma yükümlülüğü vardır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 19/1-b).

<sup>685</sup> Sınırlı saklama hizmeti, işlem aracılığı faaliyetinin yanı sıra portföy aracılığı ile ilgili yetkili olunan ve aracılık hizmetine konu olan sermaye piyasası araçlarının ve bireysel portföy yöneticiliğine ilişkin yönetilen portföylerin aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığına ilişkin olarak ise halka arzına aracılık edilen sermaye piyasası araçlarının saklanması ile sınırlıdır. Bkz. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 59/3-a. Genel saklama hizmeti ise yetkili olunan ve işlemi yapılan yatırım hizmet ve faaliyetlerinden bağımsız olarak sunulan saklama hizmeti sunulmasıdır.

Yatırım kuruluşu, söz konusu yatırımcı emrini portföy aracılığı faaliyetine yetkili başka bir aracı kuruma iletmek suretiyle işlem aracılığı faaliyetini yerine getirecek ise bu durumda öncelikle portföy aracılığı faaliyetine yetkili kuruluşla yazılı sözleşme imzalamalıdır. Bu sözleşmede taraflar karşılıklı hak ve yükümlülüklerini belirlemelidirler.

İşlem aracılığına yetkili yatırım kuruluşunun, yatırımcılara ait hesap ve işlemleri kendi nezdinde yatırımcı bazında izlemesi ve yatırımcı emirlerini, kendi hesabına olan ya da kendiyile ilişkili kişilerin hesabına olan aynı fiyatlı emirlerden öncelikli tutması ve yerine getirmesi gereklidir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 19/1-c). Böylece, yatırımcıyla yatırım kuruluşu arasında doğabilecek çıkar çatışmalarında yatırımcı haklarına öncelik verilmesi amaçlanmıştır.

Yatırım kuruluşu, müşteri emirlerinin gizliliğini korumakla yükümlü olup müşteriye ait emir bilgilerini herhangi bir üçüncü şahsa, müşteri aleyhine ve üçüncü şahıs lehine müşterinin bilgisi olmaksızın aktaramaz veya kullanamaz (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 19/1-f).

### **3. Portföy Aracılığı Faaliyetinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler**

Portföy aracılığı faaliyeti, yatırım kuruluşlarının, yatırımcıdan aldıkları emirleri, kendi portföylerinden karşılamak üzere işlem yapmalarıdır. İşlem aracılığı faaliyetine ek olarak, yatırımcının alım satım emirleri aracı kurum tarafından işlemin karşı tarafı olarak yerine getirilmektedir. Yatırım kuruluşlarının portföy aracılığı faaliyetinden elde ettikleri gelir aracılık faaliyetinden elde edilen komisyon geliri olmayıp alım satım fiyat farkından elde edilen gelirdir<sup>686</sup>. Bu alım satım fiyatları arasındaki farkların belirlenmesi yatırım kuruluşlarına bırakılmıştır. Yatırım kuruluşları bu belirlemeyi genel piyasa şartlarına uygun olarak ve tutarlı biçimde yapıp açıklamalıdır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30/A).

Bir yatırım kuruluşunun portföy aracılığı faaliyetinde bulunulmasına izin verilebilmesi için öncelikle Kurul'un yatırım kuruluşlarının kuruluş ve faaliyet esasları ile ilgili düzenlemelerinde faaliyete geçmek için aranan genel şartlara ve işlem aracılığı faaliyetine ilişkin aranan özel şartlara uyması gerekmektedir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 23/1). Portföy aracılığı faaliyeti için yatırım kuruluşunun, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 59/3-a uyarınca sınırlı saklama hizmeti vermek üzere faaliyet izni almış olması veya bu izni

<sup>686</sup> Önal, s. 198; Manavgat, s. 66.

almak üzere Kurul'a başvurmuş olması da aranır. Yatırım kuruluşunun ayrıca, Kurul'un aracı kurumların sermayeleri ve sermaye yeterliliği ile ilgili düzenlemelerindeki asgari özsermaye yükümlülüğünü yerine getirmiş olması da gerekir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 23/1-b). Eğer portföy aracılığı faaliyeti banka tarafından yerine getirilecek ise bu şart aranmaz (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 23/2).

Portföy aracılığı faaliyetinde bulunmak isteyen yatırım kuruluşları, bununla ilgili organizasyonel yapılarında bir risk yönetim birimi oluşturmak zorundadırlar. Risk yönetim biriminde, finans piyasalarında en az 5 yıllık tecrübeye sahip ve yapılacak işlemlerin niteliğine göre Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey veya Türev Araçlar lisansı bulunan bir yönetici ve ona bağlı çalışacak yeterli sayıda ihtisas personelini<sup>687</sup> de görevlendirmelidirler (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 23/1-c,ç). Eğer portföy aracılığı faaliyeti banka tarafından yerine getiriliyorsa, bankaların kendi kanunları uyarınca bir risk birimi bulunduğundan portföy aracılığı faaliyeti için ayrıca risk yönetim birimi kurmasına gerek yoktur. Fakat bankaların risk biriminin, portföy aracılığı faaliyetine ilişkin riskleri de incelemesi gerekmektedir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 23/2).

Yatırım kuruluşunun, işlemlerin gerçekleştirileceği piyasalar ile varsa birlikte çalışacağı emir iletimine aracılığa, işlem aracılığına ve portföy aracılığına yetkili kuruluşların listesi ile bu sürecin nasıl işleyeceğine ilişkin emir gerçekleştirme politikasını da belirlemiş olması gerekmektedir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 23/1-e).

Portföy aracılığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında yatırım kuruluşu öncelikle yukarıda değindiğimiz, işlem aracılığı faaliyeti için öngörülen tüm ilke ve esasları yerine getirmiş olmalıdır. Bunlara ek olarak, aracı kurum müşteri emirlerini, emir gerçekleştirme politikası, çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü, özen ve sadakat borcu çerçevesinde kabul ederek yerine getirir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 24/1-a). Portföy aracılığı işlemlerinin gerçekleştirileceği fiyatların genel piyasa koşulları ve gerçeğe uygun değerleri ile uyumlu olarak nesnel bir biçimde belirlenmesi gerekir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 24/1-b).

---

<sup>687</sup> “İhtisas personeli, yöneticilere bağlı olarak çalışan personeldir. İhtisas personeli, müşteri temsilcisi, türev araçlar müşteri temsilcisi, borsa üye temsilcisi, araştırma uzmanı, yatırım danışmanı, kurumsal finansman uzmanı ve portföy yöneticisi, takas ve operasyon sorumlusu ile türev araçlar muhasebe ve operasyon sorumlusundan oluşur”. Bkz. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 18/3.

### III. Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Yatırım Kuruluşunun Yatırımcıya Karşı Borçları

Yatırım kuruluşunun, yatırımcının talimatına uygun şekilde alım satım işlemini gerçekleştirmesi gerekmektedir. Ancak yatırım kuruluşunun alım satım sözleşmesine ilişkin tek borcu, alım satım işlemini gerçekleştirmek değildir. Yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasında alım satım işlemine aracılık sözleşmesinin kurulmasıyla birlikte sürekli borç ilişkisi doğuran bir hukuki ilişki oluşur. Bu hukuki ilişki, taraflar arasındaki alım satıma aracılık ilişkisinin sona ermesine kadar, başka bir deyişle tasfiyeye kadar devam eder. Yatırım kuruluşunun, yatırımcının alınmasını emrettiği sermaye piyasası araçlarını yatırımcıya teslim etmesiyle ya da yatırımcının satılmasını emrettiği sermaye piyasası araçlarının satılıp satım sonucu elde edilen değerlerin alıcıya teslim edilmesiyle iki taraf arasındaki hukuki ilişki sona erer.

Alım satıma aracılık işlemleriyle ilgili kurallar, yönetmeliklerde düzenlenmiştir. Bu kurallarla, yatırımcıların korunması amaçlanmış ve ileride doğabilecek bir uyuşmazlıkta da ispat yükünün kimde olduğu ile ilgili belirlemeler yapılmıştır. Uluslararası düzeyde kabul edilen bu meslek kuralları, sermaye piyasasının güven, istikrar ve şeffaflık içerisinde çalışması ve yatırımcıların korunması gayesiyle yatırım kuruluşlarının ve çalışanlarının çalışma esaslarını gösteren kurallardır<sup>688</sup>.

Sermaye piyasası hukukundaki meslek kurallarını evrensel düzeyde IOSCO belirlemekte ve her üye ülke bu ilkeleri kendi iç hukuklarına adapte etmektedir. IOSCO'nun 1990 yılında kabul ettiği ve yatırım kuruluşlarının uymaları gereken meslek kuralları şunlardır<sup>689</sup>: Dürüst ve Hakkaniyetli Davranma Yükümlülüğü (*Honesty and Fairness*), Özen Yükümlülüğü (*Diligence*), Mesleki Yeterlilik (*Capabilities*), Müşteriler Hakkında Bilgi (*Information About Customers*), Müşteriler İçin Bilgi (*Information For Customers*), Çıkar Çatışmalarını Önleme (*To Avoid Conflicts of Interest*), Düzenlemelere Uymak (*Compliance*).

<sup>688</sup> Ayşe **Sumer**, Aracı Kurumların Meslek Kurallarına Aykırı İşlemleri ve Sonuçları, Prof. Dr. Ömer Teoman'a 55. Yaş Günü Armağanı, Cilt I, İstanbul 2002, s. 672; Ünal **Tekinalp**, "Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasası Yatırımcısının Korunması ve Mesleki Etik Kurallar", Mesleki/Etik Kurallar & Yatırımcı Hakları, İstanbul, 6 Mart 2002, TSPAKB, s. 56; İsmail **Kayar**, Sermaye Piyasasında Mesleki ve Etik Kurallar Üzerine Bir Değerlendirme, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, S. 19, 2005/2, s. 101.

<sup>689</sup> Bkz. IOSCO'un Uluslararası Meslek Ahlakı Kuralları Raporu <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES4.pdf> (Erişim Tarihi: 14.07.2018).



TSPB de üyelerinin sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunurken uymaları gereken meslek kurallarını (TSPB Meslek Kuralları) düzenlemiştir<sup>690</sup>. Daha önce belirtildiği üzere SerPK, faaliyet izni alan bir yatırım kuruluşunun bu izni aldıktan sonra üç ay içerisinde, TSPB'ye üye olmak üzere başvuruda bulunmasını aramaktadır (SerPK m. 74). Bu sebeple, TSPB'ye yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunan tüm yatırım kuruluşlarının üye olmaları ve TSPB Meslek Kuralları'na uymaları gerekmektedir. TSPB Meslek Kuralları'nın gayesi, sermaye piyasasının geliştirmek, sermaye piyasası çalışanlarının en üst düzeyde mesleki bilgiye sahip olmalarını sağlamak, etik değerlere bağlı ve yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sağlamak ve rekabetin düzgün işlenmesi için mesleki kurallar oluşturmaktır.

TSPB tarafından yazılı hâle getirilmiş bu meslek kurallarının etik kuralı mı yoksa hukuk kuralı mı niteliğinde olduğu tartışması yapılmıştır. Öğretide *Sumer*, sermaye piyasası meslek kurallarını sadece etik kuralı olarak nitelendirmenin, muhataplarında bu kurallara uyulmasının zaruri olmadığı algısına yol açabileceği için son derece sakıncalı olduğunu belirterek, bu kuralların pozitif hukuk kuralları olduğunu ve bunlara uyulmamasının hukuki yaptırımlara yol açtığını savunmuştur<sup>691</sup>. *Kayar* ise meslek kurallarının hukuk kuralları ve ahlâk kuralları arasında yer aldığı görüşündedir. *Kayar*'a göre pozitif hukuk kuralları herkes için bağlayıcı olduğu hâlde meslek kuralları yalnızca o mesleğe ve o mesleği temsil eden birliğe katılmayı seçmiş kişiler için bağlayıcı olup, hukuk kurallarına uymamanın yaptırımı hukuki ve cezai iken meslek kurallarına uymamanın yaptırımının genellikle disiplin cezası şeklinde ortaya çıkması nedeniyle meslek kuralları pozitif hukuk kuralı olarak nitelendirilemez<sup>692</sup>.

Kanaatimizce de sermaye piyasası meslek kuralları, yasama organı tarafından kabul edilen salt pozitif hukuk kuralları olarak değerlendirilemez. Bu kurallar herkes için bağlayıcı olmayıp yalnızca sermaye piyasası aracılık mesleğinde bulunan kurumlar için öngörülmüştür. Bu kurallar, yatırım kuruluşlarının icra ettiği aracılık mesleğinin bir değerinin olduğu gerçeğinden hareket eden ve yatırım kuruluşlarının faaliyette bulunurken ilkeli davranması gerekliliğinden ileri gelen meslek kurallarıdır. Bu sebeple, söz konusu

---

<sup>690</sup> TSPB Meslek Kuralları, SerPK m. 74/2 hükmü ve 2014/5934 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe giren TSPB Statüsü'nün m. 7/1-b hükmüne dayanılarak düzenlenmiştir. Bkz. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları [https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/TSPB\\_Meslek-Kurallari-Duzenlemesi.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/TSPB_Meslek-Kurallari-Duzenlemesi.pdf) (Erişim Tarihi: 17.11.2018).

<sup>691</sup> Ayşe **Sumer**, Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, İstanbul 2001, s. 8, 9.

<sup>692</sup> **Kayar**, Mesleki ve Etik Kurallar, s. 104, 105.

kuralları salt pozitif hukuk kuralları olarak nitelendirilmek yerinde olmayacağı gibi, bu kurallar yaptırımı olmayan salt etik kuralları olarak da değerlendirilemez.

Bu başlık altında Türk sermaye piyasası hukukunda yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütürken uymaları gereken bu meslek kuralları incelenecektir.

## **A. Yatırım Kuruluşlarının Müşteri Emirleri ile İlgili Uyması Gereken Kurallar**

### **1. Müşteri Emirleri**

Bu başlık altında açıklayacağımız bilgiler, tüm sermaye piyasası araçlarına ve uygulanabildiği ölçüde türev araç işlemlerine ilişkin verilen müşteri emirlerine yöneliktir. Türev araç işlemlerine ilişkin müşteri emirleri için söz konusu olan özel düzenlemeler İkinci Bölüm, § 3, IV başlığı altında incelenmektedir.

Yatırımcılar, sermaye piyasasında doğrudan alım satım işlemleri yapamadıkları için, yapmak istedikleri alım satım işlemi ile ilgili yatırım kuruluşuna talimat niteliğini haiz emirler verirler. Buna müşteri emri denilmektedir. Müşteri emrini, vekalet sözleşmesinde müvekillin vekile verdiği talimatın özel bir hâli olarak değerlendirilir<sup>693</sup>. Vekalet sözleşmesindeki talimat, emredici, ihtiyari ve yol gösterici nitelikte olabilir<sup>694</sup>. Müşteri emirlerinin yatırım kuruluşu tarafından derhâl ve BİST Yönetmeliği m. 29/3 uyarınca gerekçeli olarak red cevabı verilerek reddedilebileceği açıklanmıştı<sup>695</sup>. Dolayısıyla, yatırım kuruluşunun belirli şartlar altında müşteri emrini uygulamaktan kaçınma imkanı olduğu için müşteri emrinin emredici bir talimat niteliğinde olduğu söylenemeyecektir. Ancak, yatırım kuruluşunun hiçbir gerekçe göstermeden bu emri uygulamaktan kaçınması da mümkün olmadığı için emrin yol gösterici nitelikte olduğu da söylenemez. Bu sebeple, müşteri emrinin ihtiyari nitelikte bir talimat olduğu kanaatindeyiz<sup>696</sup>.

Borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarıyla ilgili müşteri emirlerinin herhangi bir yatırım kuruluşuna verilmiş olması yeterli değildir. Emirlerin, borsada işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşlarına verilmesi gerekir. İşlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşları, borsaya üye yatırım kuruluşları ya da borsaya üye olmayan yatırım kuruluşları olabilir (BİST Yönetmeliği m. 4/1-i). Yatırım kuruluşlarının, işlem yapma yetkisi

<sup>693</sup> Erhan **Kotar**, Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi, Ankara 1971, s. 73; **Büker/Bayar**, s. 366; **Sönmez**, Aracı Kurum, s. 124.

<sup>694</sup> **Tandoğan**, C. II, s. 444.

<sup>695</sup> Bkz. İkinci Bölüm, § 2, II, E, 2.

<sup>696</sup> Aynı görüşte bkz. **Sönmez**, s. 129, 130.

verilmesi için BİST Yönetmeliği m. 5 hükmüne göre BİST'e başvuruda bulunmaları gerekir.

Uygulamada, yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasında çıkan uyuşmazlıkların çoğu, müşteri emirlerinden kaynaklanır. Söz konusu bu uyuşmazlıklar incelendiğinde, emir iletiminin gerçekleşip gerçekleşmediği, aracı kurum tarafından emir verilmediği hâlde işlem yapılması veya verilen emre aykırı olarak işlem yapılması<sup>697</sup> noktasında uyuşmazlıklar meydana geldiği görülmektedir<sup>698</sup>. Bu sebeple, sermaye piyasası mevzuatında müşteri emirlerine ve emirlere ilişkin ispat yüküne yönelik ayrıntılı kurallar düzenlenmiştir.

Müşteri emirlerine ilişkin belgelerin saklanmasına ve ispat yüküne ilişkin temel düzenlemeler III-45.1 sayılı Tebliğ'de yer almaktadır. Müşteri emirleri, borsada işlem yapılması amacıyla verildiğinde bunlara borsa emri denilmekte olup bu emirlere ilişkin ayrıntılı düzenlemeler ise BİST Yönetmeliği'nde yer almaktadır. Müşteriler aracı kurumlara yazılı ya da sözlü emir verebilirler (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 8/1). Yazılı emir, emrin ispatı bakımından daha avantajlı olsa da sermaye piyasasında ve borsada verilen emirler çoğunlukla hızlı alınan ve dürtüsel kararlar olduğundan sözlü emir verilmesi de mümkündür<sup>699</sup>.

Mevzuat, müşteri emirlerinin verilmesinde kullanılacak iletişim araçları için bir sınırlandırma öngörmemiştir. Telefon, faks, otomatik para çekme makinası (ATM) gibi araçlarla ya da elektronik ortamda da müşteri emri verilebilir. Bu emirler yatırımcının imzası alınmaksızın alınır ve genel hükümler uyarınca sözlü emir kapsamındadırlar.

Sözlü emir kapsamındaki emirlerin varlığını ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir<sup>700</sup> (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 8). III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmü de müşteri emirlerinin ispatı yükünü müşteride bırakan çerçeve sözleşme hükümlerinin geçersiz kabul edileceğini düzenlemiştir. Bu hükmün amacı, müşteri emirleri ile ilgili yatırım kuruluşlarında olan

---

<sup>697</sup> Yargıtay bir kararında yatırımcının "talimatı ve onayı olmadan yapılan işlemlerin belirlenip her bir işlem nedeniyle davacının zararının bulunup bulunmadığı tespit edilerek hesaplama yapılması ve oluşacak sonuç çerçevesinde karar verilmesi" yönünde hüküm kurmuştur. Bkz. 11. HD. 24.01.2017 T. 2016/12103 E., 2017/452 K., [www.lexpera.com.tr](http://www.lexpera.com.tr), (Erişim Tarihi: 04.04.2019).

<sup>698</sup> **Konuralp/Konuralp**, s. 594; **Gökyayla**, s. 185; İlhan **Ege/Önder Ege**, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması, Ankara, Kasım 2017, s. 87.

<sup>699</sup> **Kotar**, s. 77;

**Konuralp/Konuralp**, s. 593.

<sup>700</sup> Davacı aracı kurumun, davalı müşterinin hesabı üzerinden yapılan işlemlerin davalının sözlü talimatı ile gerçekleştirildiği hususunun ispatlayamaması nedeniyle davasının reddine dair bkz. Yargıtay 19. HD. 20.03.2003 T., 2002/262 E., 2003/2423 K., [www.legalbank.net](http://www.legalbank.net) (Erişim Tarihi: 28.03.2019).

ispat yükünün çerçeve sözleşmeye konulan hükümlerle müşteriye bırakılmasının önlenmesidir<sup>701</sup>.

Sözlü emirlerin ispatının daha kolay hâle getirilebilmesi için mevzuatta bu emirlerin ispatıyla ilgili özel ispat kurallarına yer verilmiştir<sup>702</sup>. Şöyle ki; telefon vasıtasıyla alınan emirlerin ses kayıtları yatırım kuruluşları tarafından tutulmalıdır. Faks yoluyla alınan emirlere ilişkin talimatla birlikte o gün içerisinde faks yoluyla alınan tüm emirlerin yatırım kuruluşuna ulaştığı tarih ve zaman bilgilerini içeren toplu kaydı alınmalıdır. İnternet üzerinden iletilen emirler de dahil olmak üzere elektronik ortamda iletilen tüm emirlere ilişkin de tarih, zaman, log kayıtları ve emri veren müşteriye ilişkin IP (internet protokol) numarası kayıtları tutulmalıdır. Eğer emirler, emir iletimine aracılığa yetkili yatırım kuruluşu tarafından işlem aracılığına ya da portföy aracılığına yetkili yatırım kuruluşuna iletilmişse bu kayıtlar, hem emir iletimine aracılığa yetkili yatırım kuruluşu hem de lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşu tarafından tutulmalı ve gerektiğinde yazılı hale dönüştürülecek şekilde hazır olmalıdır (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 8/2). Eğer işlem, sözlü alım satım emri sonucu yapılmışsa, bu sözlü emrin varlığını yatırım kuruluşu ispatlamalıdır. (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 8/3). Örneğin, müşterinin borsadaki X kodlu pay için 5,00 TL'den 2000 lot alımı için yatırım kuruluşuna telefonda emir verdiğini varsayalım. Bu durumda, sözlü emri verdiğini, telefon yoluyla alınan emirlerin ses kayıtlarını tutan yatırım kuruluşunun ispatlaması gerekmektedir. Ancak eğer müşteri bir

<sup>701</sup> **Kırca**, s. 107; ayrıca bkz. Yeşim **Atamer**, Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, İstanbul 2001, s. 285-287.

<sup>702</sup> Sözlü verilen emirlerin ispatını sağlamaya yönelik getirilen bu düzenlemeler yerindedir. Zira, müşterilerin sözlü verdiği talimatlar için işlem dekontunun talep edilmemesi nedeniyle birlikte kusurlu olduğuna yönelik eSerPK dönemine ait Yargıtay kararları mevcuttur. "...Davacının 28.02.2002 tarihinden önceki hazine bonusu ve devlet tahvili alımı ile repo işlemlerinde bankaya yazılı talimat vermediği, anılan tarihte yazılı talimat vermemesinin kusur oluşturmadığı, davalı bankanın vade sonunda müşterisi olan davacı adına hazine bonusu almamış ise bunu derhal bildirip talimat alması gerekirken kendiliğinden parayı daha az getirisi olan vadesiz hesaba aktarmasının kusurlu davranış olduğu ve davacının uğradığı zararı tazminle yükümlü bulunduğu gerekçesiyle anılan meblağın dava tarihinden itibaren faiziyle birlikte davalıdan tahsiline karar verilmiştir... Müşteriler ile bankalar arasında bu tür işlemlerin yazılı talimata dayalı olarak gerçekleşmesi asıl ise de, telefonla veya sözlü talimata dayalı işlemlerin yaygın olarak uygulandığı, 28.08.2002 tarihinden önceki dönemlere ilişkin davacı müşteriden yazılı talimat alınmaksızın benzer işlemler yapan davalı bankanın anılan tarihten sonra davacıyı haberdar etmemesi, ondan yeni bir talimat almadan parayı vadesiz hesapta bekletmesine bağlı olarak gerçekleşen zararda davalı banka asıl kusurludur... Ancak, yeni Hazine bonusu alımı için banka şubesine giderek banka görevlisine sözlü talimat verdiğini ileri süren davacının yeni itfa tarihli hazine bonusu alımına ilişkin işlem dekontunu mutaden isteyip alması gerekirken alması, 28.08.2002 tarihinden sonraki en kısa hazine bonusu vade sonu 23.10.2002 tarihi olduğu halde 07.11.2002 tarihine kadar parasının akıbetini izlememesi ve davalı banka nezdindeki yatırımını denetlememesinin tali derecede kusur oluşturduğu gözetilerek oluşan zarardan takdir edilecek kusur oranında indirirken gereğinin düşünülmemesi doğru görülmemiş, kararın bu yön bakımından davalı yararına bozulması gerekmiştir". Bkz. Yargıtay 11. HD., 28.10.2004 T., 2003/13963 E., 2004/10458 K. sayılı kararı [www.legalbank.net](http://www.legalbank.net) (Erişim Tarihi: 28.03.2019).

emir verdiğini ama bu emrin yerine getirilmediğini iddia ediyorsa, bu durumda müşterinin emri verdiğini ispatlaması gerekir (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 8/4).

Sözlü olarak verilen bu emirler için emrin alındığı anda müşteri imzası aranmaksızın yatırım kuruluşu tarafından elektronik ortamda müşteri emir formu düzenlenir. Bu emir formunda, emrin alındığı tarih ile asgari saniye bazında olmak üzere mümkün olan en küçük birimde zamanı gösteren bir ibare damga olarak veya bilgisayar marifetiyle basılmalıdır. Emir faks yoluyla iletilmişse, emirlere ilişkin talimatın faks cihazı tarafından kendiliğinden yazılan gönderenin faks numarasını, gönderim tarih ve zaman bilgilerini içermesi gerekir (III.45-1 sayılı Tebliğ m. 9/3).

Gerek yazılı şekilde gerek sözlü şekilde iletilen emirlerde, emrin alındığı sırada müşteri talep eder ise müşteriye emir alınış numarası verilmelidir (III.45-1 sayılı Tebliğ m. 9/4). Yazılı ve sözlü tüm emirler, yatırım kuruluşu tarafından bilgisayar ortamında düzenlenen müşteri emir formuna, müteselsil sıra numarasıyla kanal bazında kaydedilir. Seans öncesinde alınmış tüm müşteri emirleri, yatırım kuruluşu merkezinde elektronik ortamda düzenlenen seans takip formuna ve türev araçlar için türev piyasalar emir takip formuna zaman önceliğine göre kanal bazında otomatik olarak kaydedilir. Seans süresince alınmış tüm müşteri emirleri ise yine anılan formlara seans esnasında aktarılır. Zaman önceliği kuralına uyulmasını temin etmek adına, müşteri emirlerini alınış zamanına göre sıralayan bir altyapıyı temin etme yükümlülüğü yatırım kuruluşundadır (III.45-1 sayılı Tebliğ m. 9/5).

Günümüzde, bilgisayar kullanımının artması sebebiyle müşteri emirleri çok büyük oranda elektronik ortamda verilmektedir<sup>703</sup>. İnternet üzerinden verilen emirlerin yatırım kuruluşuna ulaşmasıyla birlikte insan müdahalesi olmaksızın tamamen elektronik ortamda değerlendirme yapılarak borsaya ulaşması ve işlemleri sonuçlandırması, insan faktöründen kaynaklanan hataları bertaraf etmekte, aynı zamanda maliyet avantajı sağlamaktadır<sup>704</sup>. İnternet üzerinden emir verilmesinin yaygınlaşmasıyla birlikte işlem hacmi artmış, ulusal sermaye piyasaları arasındaki sınırlar ortadan kalkmış ve yatırımcılar online olarak uluslararası piyasalarda da kolayca yatırım yapar hâle gelmişlerdir<sup>705</sup>. *Kara*'ya göre internet üzerinden emir verilmesinin artmasıyla birlikte aracı kurumların fonksiyonu

---

<sup>703</sup> **Kara**, s. 167.

<sup>704</sup> Tefrik **Kınık**, Elektronik Finansın Gelişimi Karşısında Aracı Kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 2002, s. 14.

<sup>705</sup> Adem **Anbar**, "Online Yatırımlar ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C. 3, S. 3, 2001, s. 1.

azalmış ve aracı kurumlar yalnızca emirlerin borsaya iletilmesine aracılık eder hâle gelmişlerdir<sup>706</sup>. Kanaatimizce, internet kullanımının yaygınlaşmasından önce de aracı kurumlar örneğin telefonla verilen emirlerin borsaya iletilmesine aracılık ettikleri için bu kurumların fonksiyonlarında bir değişiklik meydana gelmemiştir. Ancak, yazarın belirttiği üzere internet kullanımının yaygınlaşmasıyla birlikte yatırımcılar birkaç klavye tuşuyla hem ulusal hem de uluslararası sermaye piyasalarında her an, kolayca yatırım yapma imkânına erişmişlerdir. Ayrıca, işlemlerin internet vasıtasıyla kolayca gerçekleştirilebilir olması yatırım kuruluşları arasındaki rekabetin artmasına sebep olmuş ve yatırım kuruluşları düşük komisyon ücretleri sunarak ya da aldatici reklamlar vererek yatırımcıları kendilerine çekmeye çalışmaya başlamışlardır. Bu da özellikle küçük yatırımcıların fazla düşünmeksizin borsada ve tezgahüstü piyasalarda neredeyse tasarruflarının tamamını riske atacak şekilde büyük hacimli ve riskli işlemler yapmalarına sebep olmuştur. Dolayısıyla, yatırımcıların elektronik ortamda hizmet sunan yatırım kuruluşlarını seçerken ve elektronik ortamda işlem yaparken etraflıca düşünüp yatırım kuruluşlarının verdikleri hizmetleri iyi değerlendirmeleri gerekmektedir. Görüldüğü üzere sermaye piyasalarına yatırım yaparken internet kullanımının yaygınlaşması, yatırımcının korunmasının önemini de artırmıştır.

Yatırım kuruluşlarının elektronik ortamda emir alım işleminin gerçekleştirilebilmeleri için internet sitelerinin ve gerekli olan teknik altyapılarının düzgün çalışması gerekir. Yatırım kuruluşları, elektronik ortamda aldıkları emirlerin güvenliğini sağlamakla yükümlüdürler ve gerekli teknik altyapının sağlanmasından, altyapının ve internet sitesinin düzgün çalışmasından sorumludurlar. Öncelikle, yatırım kuruluşlarının elektronik ortamda aldıkları tüm emirlerin alınış zamanına göre sıralanmasına imkân verecek nitelikte bir bilgi işlem altyapısı oluşturmaları gerekmektedir (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 35/1-d,1). Bu husus, zaman önceliği kuralının uygulanabilmesi için önem taşımaktadır. III.37-1 sayılı Tebliğ m. 35/2-e hükmüne göre; elektronik ortamda emir kabul eden yatırım kuruluşları “*Bilgi işlem altyapısının kapasite ve güvenliği konusunda periyodik kontrollerini yapmakla, herhangi bir sistematik hatada verilerin güvenliğinin ve işlemlerin devamının sağlanması için işlemlerin yapıldığı kurulu alandan farklı bir yerde verilerin depolandığı sunucuların yer aldığı bir sistem kurmakla ve verileri burada yedeklemekle, platforma gelebilecek tehditleri minimum düzeye indirecek tedbirleri almakla*” yükümlüdür. Görüldüğü üzere, yatırım kuruluşlarının, yatırım hizmet ve

---

<sup>706</sup> Kara, s. 168.

faaliyetlerini gerçekleştirirken teknik elektronik altyapısını oluşturmaları, altyapının düzgün çalışmasına dair kontrolleri yaptirmaları zorunludur.

Yargıtay Hukuk Genel Kurulu 21.11.2012 tarihli bir kararında konuyu internet bankacılığı açısından incelemiştir. HGK, internet bankacılığı sisteminden kaynaklı bir sorun nedeniyle banka müşterisinin zararından bankayı sorumlu tutmuştur<sup>707</sup>. HGK, internet üzerinden yapılan işlemlerde kullanılan elektronik altyapının düzgün ve güvenli çalışmasından bankanın sorumlu olduğunu vurgulamıştır. Aynı durum, yatırım kuruluşunun yatırımcıya sağladığı elektronik sistemler için de geçerlidir.

Oysa, Yargıtay bir kararında<sup>708</sup> bir aracı kurumun elektronik teknik altyapısının arızası nedeniyle sermaye piyasası mevzuatının izin verdiği limitin üzerinde varant satın alan bir yatırımcıyı haksız bulmuştur. Şöyle ki; sermaye piyasası mevzuatı, varant işlemlerini sadece aracı kurumun uhdesindeki özkaynak miktarıyla sınırlandırmış ve kredili işlemlere (ve açığa satışa) konu edilmesini engellemiştir. Bu husus somut olaydaki aracı kurumun da bilgisi dahilinde olup aracı kurum da elektronik altyapı sisteminde meydana gelen hatadan dolayı sorunun gerçekleştiğini ikrar etmiştir. Yargıtay 11. H.D. ise “...davacı bankanın 498.278,90 TL zararının kaldığı, SPK’nın Seri V, No: 65 sayılı

---

<sup>707</sup> Yargıtay HGK, 21.11.2012 T., 2012/11-550 E., 2012/820 K.: “İnternet bankacılığında en önemli sorun, hiç kuşkusuz güvenlik sorunudur. Güvenli bir internet bankacılık hizmetinin sunulmasında, böyle bir hizmetin alınmasında, hem bankanın hem de müşterinin üzerine düşen yükümlülükler ve sorumluluklar vardır. Bu bağlamda, internet bankacılığı hizmetini müşterilerine bankalar sunduğuna göre, bu sistemin güvenliğine yönelik tüm tedbirleri almaları ve sistemi bilinen en son teknolojik gelişmeye uygun hale getirmeleri büyük önem taşımaktadır. Hiç kuşkusuz, müşterilerin de internet bankacılığında kullanılmak üzere kendilerine verilen kullanıcı adı, şifresi ve diğer bilgileri üçüncü kişilerin eline geçmesini önleyecek gerekli tedbirleri almaları ve bu konuda azami özeni göstermeleri gereklidir... İnternet bankacılığında asıl sorun, hiçbir kusuru olmayan hesap sahibinin internet bankacılığı sisteminden dolayı zarar görmesi halinde durumun ne olacağı noktasında toplanmaktadır... TTK’nun 20. maddesi hükmüne göre, banka basiretli tacirden beklenen özen derecesini de göstermek zorundadır, aksi halde hafif kusurundan dahi sorumludur... Sorumsuzluk anlaşmalarına getirilen sınırlama daha güçlü durumdaki bankalara karşı daha zayıf durumdaki kişiyi koruma (sosyal adalet) nedenine dayanmaktadır. Bankalar, bir güven kurumları olup, özel yasa ile kurulan ve kendilerine alanlarında çeşitli imtiyazlar tanınan, topladıkları mevduatı sahteciliklere karşı özenle korumak zorunda olan kuruluşlardır. Objektif özen borcu altında bulunan bankalar, hafif kusurlarından dahi sorumludurlar... ankarlar, diğer alanlarda olduğu gibi, internet ortamında yapılacak işlemlerde de sistem güvenliğini sağlama yükümlülüğü altındadırlar. Bu çerçevede, banka, mevduat sahiplerinin güvenli bir şekilde işlem yapabilmesini için gerekli güvenlik altyapısını hazırlamak zorundadır. Bu kapsamda, bankanın, interaktif bankacılık işlemleri sırasında şifre bilgilerinin üçüncü kişilerce ele geçirilmesini önleyecek bir güvenlik mekanizması oluşturması gereklidir. Sistem güvenliğinin sağlanamamasından kaynaklanan zararların sorumluluğu bankaya ait olacaktır”. Bkz. [www.legalhukuk.com](http://www.legalhukuk.com) (Erişim Tarihi: 14.03.2019).

<sup>708</sup> Yargıtay 11. H.D.’nin 20.05.2014 tarihli 2013/2712 E. ve 2014/9386 K. sayılı kararı, yayınlanmamıştır. Kararın metne alınan kısmının öncesi şu şekildedir: “...davacı-karşı davacı müşterinin, yatırım kuruluşunun 8-9 Ağustos 2011 tarihlerinde ilgili mevzuata aykırı olarak bankanın yazılım hatasından istifade suretiyle davacı banka kaynaklarını kullanarak yaptığı varant alımlarına ilişkin bedelleri mevzuatta belirlenen süre içinde ödememesinden dolayı temerrüde düştüğü, meydana gelen zararın karşılanması için banka kaynakları kullanarak alınan bu menkul kıymetlerin davacı banka tarafından İMKB ve SPK mevzuatına uygun biçimde satılarak nakde çevrildiği, satıştan elde edilen parayla davacı-karşı davacının karşı davaya konu ettiği mevduat hesabındaki paranın düşülmesi sonucunda...”.

*“Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ” hükümleri gereği meydana gelen zarardan aracı kurum müşterisi davalı-karşı davacının sorumlu olduğu, davalı-karşı davacının yazılım hatasını fark etmesine rağmen bu hatayı davacı bankaya bildirmeyip, bu hatadan istifade ile kar elde etmeye çalıştığı olayda davacı bankanın müterafık kusurunun bulunmadığı sonucuna varılarak, asıl davanın kabulü ile 498.278,90 TL'nin dava tarihinden itibaren işleyecek reeskont faiziyle birlikte davacı-karşı davalıdan tahsiline, karşı davanın ise reddine karar vermiştir” şeklinde hüküm kurarak yatırım kuruluşunun teknik altyapısında meydana gelen bir hatanın sonucunu yatırımcıya yüklemiştir. Yatırımcının bu hatayı fark etmesi ve bunu bankaya bildirmesi beklenmiştir. Oysa, III.37-1 sayılı Tebliğ m. 35/2-e hükmünün açık ifadesine göre elektronik altyapının hata vermemesi için alınabilecek her türlü önleme ilişkin sorumluluk, yatırım kuruluşuna aittir. İnternet sitesi kuran yatırım kuruluşlarının internet sitesinden kaynaklanan riskler ile başa çıkabilmesi açısından iç kontrol prosedürleri oluşturmaları gerekir. Yatırımcının teknik altyapıdan kaynaklı bir hatayı anlaması, fark etmesi kendisinden beklenemez. Bu sebeple, Yargıtay'ın, somut olayda, yatırımcı aleyhine hüküm kurması kanaatimizce sermaye piyasası mevzuatı ile örtüşmemektedir.*

Yatırım kuruluşlarının, elektronik ortamda aldıkları emirler ile yazılı ya da sözlü olarak aldıkları diğer emirler arasındaki öncelik kurallarına dikkat etmeleri gerekir. Müşterilerine, elektronik yolla emir iletimi ile diğer yollarla emir iletimi arasında kanal bazında öncelik kuralları kapsamında ortaya çıkabilecek farklılıkları açıklamalıdır. Bu farklılıklardan kaynaklanabilecek eşitsizliklere engel olmalıdırlar (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 35/1-a).

Bir yatırım kuruluşunun merkez dışı örgütlerine verilmiş emirler de o yatırım kuruluşuna verilmiş sayılır. Merkez dışı örgütlere gelen emirler de dâhil tüm müşteri emirleri için yatırım kuruluşu tarafından müşteri emir formu düzenlenmelidir. Müşteri emir formu, emrin borsaya iletildiği kanal bazında müteselsil sıra numarası ile düzenlenmelidir<sup>709</sup>.

<sup>709</sup> Türev araç ve kaldıraçlı alım satım işlemleri hariç olmak üzere borsada gerçekleştirilen işlemlere ilişkin müşteri emir formunda şu unsurların yer alması zorunludur: “a) Müşteri numarası ve hesap numarası, b) Müşterinin ve varsa müşteriye vekalet eden kişinin adı ve soyadı ya da unvanı, c) Sıra numarası, ç) İşleme konu sermaye piyasası aracı, d) Emir tipi, e) Emrin iletilme şekli (telefon, faks, internet ve benzeri), f) Emrin alım ya da satım emri olduğu, g) Emrin fiyat bilgisi veya nominal değeri, ğ) Emrin miktarı, h) Emrin alındığı ve iletildiği tarih ve zaman, ı) Emrin verildiği seans ve geçerlilik süresi, i) Emri alan yatırım kuruluşu görevlisinin adı, soyadı ve emrin yazılı olarak alınması halinde imzası, j) Emir iletilen yatırım kuruluşu, k)



Müşteri emri yazılı olarak verilmiş ise yatırım kuruluşunun elektronik olarak düzenleyeceği müşteri emir formundan yazılı bir örnek alınıp yatırım kuruluşu görevlisi tarafından imzalanarak müşteriye imzalatılmalı ve bir örneği talep ettiği takdirde müşteriye verilmelidir (III.45-1 sayılı Tebliğ m. 9/1).

Sözlü emirlerde olduğu gibi yazılı emirlere ilişkin emir formlarında da emrin alındığı tarih ile asgari saniye bazında olmak üzere mümkün olan en küçük birimde zamanı gösteren bir ibare damga olarak veya bilgisayar marifetiyle basılmalıdır. Yazılı ya da sözlü emirlerin tümünde, müşterinin talep ettiği takdirde emrin alınması esnasında emir alınış numarasının verilmesi gerekir (III.45-1 sayılı Tebliğ m. 9/4). Emirlerin tam olarak ne zaman alındığının tespiti büyük önem arz etmektedir. Zira, daha önce de belirtildiği üzere zaman önceliği kuralı uyarınca tüm emirler alınış zamanlarına göre sıralanır ve bu şekilde gerçekleştirilmek üzere borsaya iletilir. Tüm müşteri emirleri, emrin borsaya iletiildiği kanal bazında yatırım kuruluşu merkezinde düzenlenen seans takip formuna zaman önceliğine göre doğrudan kaydedilir (III.45-1 sayılı Tebliğ m. 9/5).

Emirlerin yatırım kuruluşları tarafından mutlaka kabul edilme zorunluluğu yoktur. Borsada işlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşları, müşteri emirlerini kısmen ya da tamamen kabul etmeyebilirler. Fakat daha önce de ifade edildiği gibi bu durumda müşteriye ya da temsilcisine emri kabul etmediğini derhâl gerekçesiyle birlikte bildirmelidir (BİST Yönetmeliği m. 29/3). Bu düzenlemenin amacı, çok yüksek miktarda (ve özellikle düşük hacimli) emir veren yatırımcıların, diğer yatırımcıların önüne geçmesinin önlenmesidir. Böylece yatırım kuruluşunun sisteminin bir tek yatırımcının emirleri için sürekli meşgul olmayacak ve yatırım kuruluşu tüm yatırımcılara gerekli hizmeti sağlayabilecektir. İşlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşlarının, borsadaki emirler işleme dönüşmeden önce BİST Yönetim Kurulu'nca belirlenen esaslar kapsamında emirleri değiştirme ya da iptal etme yetkisi de mevcuttur (BİST Yönetmeliği m. 29/2).

Borsaya iletilmek üzere işlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşlarına iletilen emirler kabul edilirse seans içerisinde borsanın bilgisayar sistemine aktarılır ve borsa emrine dönüşür<sup>710</sup>. Borsaya iletilen emirler, BİST Yönetim Kurulu tarafından öngörülen ve SPK tarafından onaylanan kurallar kapsamında emrin konusu yatırım aracının işlem gördüğü piyasa, pazar, platform ve sistemlerin seanslarına, ilgili seanslarda geçerli olan

---

*İşlem yapılacak borsa, pazar ve takas kurumu, 1) İşlem yapılacak para birimi (Türk lirası, ABD doları ve diğer)”. Mevzuatta öngörülen bu şartları haiz olduğu sürece müşteri emir formları her yatırım kuruluşu tarafından serbestçe düzenlenir (III.45-1 sayılı Tebliğ m. 9/1).*

<sup>710</sup> Şakar, s. 174.

emir kabul sürelerine, emir kabul esaslarına ve işlem yöntemlerine, emir-işlem kurallarına göre kabul edilirler ya da reddedilirler (BİST Yönetmeliği m. 30/2).

## 1. Emirlerin Hukuki Niteliği

Yatırımcının, sermaye piyasasında alım satım sözleşmesinin kurulması için yatırım kuruluşuna yönelttiği tek taraflı bir hukuki işlem olan müşteri emirleri, işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşu tarafından borsaya (ya da diğer organize piyasalara) iletilir. Daha açık bir anlatımla müşteri emirleri yatırımcı tarafından değil yatırımcı ad ve hesabına ya da yatırımcı hesabına kendi adına işlem yapan işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşu tarafından borsaya iletilir. Bu nedenle, alım satım sözleşmesinin tarafı yatırımcı değil işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşudur. Başka bir deyişle, sermaye piyasasındaki alım satım işlemleri için mutlaka yatırım kuruluşlarının aracılık etmesi zorunluluğu, yatırım kuruluşlarını zorunlu olarak alım satım işlemlerinin tarafı hâline getirmektedir. Bu da, sermaye piyasasındaki alım satım sözleşmelerinin, borçlar hukukundaki klâsik anlamdaki bir satım sözleşmesinden farklılıklar göstermesine neden olmaktadır<sup>711</sup>.

Borsadaki alım satım işlemleri çoğunlukla yatırım kuruluşunun kendi adına, yatırımcı hesabına hareket ederek işlem yapılmasıyla gerçekleşmektedir.

Yatırım kuruluşları tarafından borsaya iletilen müşteri emri, borsa emrine dönüşür. Borsaya iletilen bu emirler işlem kuralları çerçevesinde eşleştiklerinde ise sermaye piyasasında alım satım sözleşmesinin taahhüt aşaması gerçekleşmiş olur<sup>712</sup>.

Doktrinde, müşteri emirlerinin hukuki niteliği hususunda farklı görüşler mevcuttur. Mülga İMKBY m. 29/3 hükmüne göre yatırım kuruluşunun gerekçe belirtmeksizin müşteri emrini reddetmesi mümkün idi<sup>713</sup>. Bir kısım yazarlar, yatırımcı tarafından yatırım kuruluşuna iletilen müşteri emrinin alım satım sözleşmesinin kurulmasına yönelik icap niteliğinde olduğunu savunmuşlardır<sup>714</sup>. İcap niteliğinde olan emirlerin mülga İMKBY m. 29/3 hükmü gereği kabul edilme zorunluluğunun bulunmadığını, bu sebeple müşteri emirlerinin icap niteliğinde olduğunu savunmuşlardır<sup>715</sup>. Bir diğer kısım yazarlar ise

<sup>711</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 1.

<sup>712</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 34, 35.

<sup>713</sup> Hiçbir sebep gösterilmeksizin yatırımcı emirlerinin reddedilme imkânının olması doktrinde eleştirilmiş, bu hükmün yatırımcıların korunması açısından sakınca doğurduğu belirtilmiştir. **Kara**, emrin yerine getirilebilmesi için yatırımcı hesabında yeterli miktarda nakit ya da emre konu sermaye piyasası aracı bulunması ve borsa kurallarına uygun şekilde emir verilmiş olması hâlinde emirlerin geçerli bir sebep olmaksızın reddedilemeyeceğini savunmuştur. Bkz. **Kara**, s. 161.

<sup>714</sup> Ünal, O. K., s. 277; Gökyayla, s. 180-182.

<sup>715</sup> Gökyayla, s. 180.

çerçeve sözleşme kapsamında müşteri tarafından yatırım kuruluşuna iletilen emrin, yatırım kuruluşunun da bu emri borsaya iletmelerini talep eden tek taraflı bir irade beyanı niteliğinde olduğunu savunmuşlardır<sup>716</sup>.

Kanaatimizce, müşteri emrinin hukuki niteliğini incelemek için öncelikle müşterinin yatırım kuruluşuna ilettiği emir ile yatırım kuruluşunun müşteri emrini borsaya ilettiği emri birbirinden ayırmak gerekir. Örneğin, müşterinin borsadaki X kodlu pay için 5,00 TL'den 2000 lot alım emri vermesi için yatırım kuruluşuna emir verdiğini varsayalım. Bu emir henüz borsaya iletilmediği, dolayısıyla emrin muhatapları borsadaki mevcut yatırımcılar tarafından görülmediği için icap niteliğinde değerlendirilemez. Başka bir deyişle, buradaki müşteri emri yatırım kuruluşunun kabulüne sunulan bir emir değildir. Buradaki emir, müşteri tarafından yatırım kuruluşuna, vekalet ilişkisi uyarınca imzaladıkları çerçeve sözleşme uyarınca borsada işlem yapması için verilen bir talimattır<sup>717</sup>. Hukuki niteliği açısından ise bu emir, müşterinin yatırım kuruluşuna yönelttiği tek taraflı bir irade beyanıdır.

Müşteri tarafından yatırım kuruluşuna yöneltilen emrin yatırım kuruluşu tarafından borsaya iletilmesi durumunda ise bu müşteri emri artık bir borsa emrine dönüşecek ve hukuki niteliği açısından da icap niteliğine bürünecektir<sup>718</sup>. Zira, artık bu emir borsadaki mevcut ve belirsiz bir yatırımcı kitlesinin kabulüne sunulan bir öneridir. Örnekte verilen alım emri, borsadaki başka bir yatırımcı tarafından kabul edildiğinde, daha açık bir anlatımla emirler eşleştiğinde borsadaki alım-satım sözleşmesinin taahhüt aşaması kurulmuş olacaktır. Bu durumda, sistemde bekleyen, zaman olarak önce iletilen emirler icap niteliğinde, bu emirlerle eşleşenler ise kabul niteliğindedir.

Yatırım kuruluşu hiçbir sebep göstermeksizin müşteri emrini reddedemeyeceği için müşteri emrinin yatırım kuruluşuna ilettiği emrin hukuki niteliğini icap olarak nitelendiren görüşe en başta yürürlükteki mevzuat açısından katılmak mümkün değildir. Zira, BİST Yönetmeliği m. 29/3 hükmü karşısında emirlerin hiçbir sebep göstermeksizin kabul edilmemesi mümkün değildir. Aracı kuruma verilen emrin aracı kurum tarafından borsaya iletilmesiyle bireysel sözleşme kurulacaktır. Bireysel sözleşmenin hukuki niteliğinin kanaatimizce komisyon sözleşmesi olduğunu yukarıda açıklamıştık<sup>719</sup>. Komisyon sözleşmesine ilişkin özel hüküm bulunmadığı durumda vekalet hükümleri

<sup>716</sup> Karşlı, s. 250; Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 17; Ayhan, s. 41.

<sup>717</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 18.

<sup>718</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 19.

<sup>719</sup> Bkz. İkinci Bölüm, § 2, II, E, 2.

uygulanır (TBK m. 532/2). Vekalet ilişkisinde, vekilin iş görmeyi müvekkilin iradesine ve talimatına uygun yapma yükümlülüğü söz konusudur. Yatırımcının sözleşme kapsamında verdiği müşteri emirleri de vekalet sözleşmesinin kurulması üzerine vekilin işi nasıl yapacağına dair müvekkil tarafından verilen bir talimattır. Bu sebeple, yatırımcının yatırım kuruluşuna verdiği müşteri emrinin hukuki niteliği, müvekkilin vekile işi nasıl yapacağını talimat veren tek taraflı varması gereken irade beyanı niteliğindedir.

Yatırım kuruluşlarının müşteri emirlerini kabul etme zorunluluğu bulunmasa da reddin gerekçesinin müşteriye bildirilmesi zorunluluğu, yatırımcının korunması açısından kaaatimizce yerinde bir düzenlemedir. Böylece gerekçesiz olarak müşteri emrinin yatırım kuruluşu tarafından reddedilmesi ve yatırımcının zarara uğraması engellenecektir.

Borçlar hukukundaki klâsik bir alım satım sözleşmesinde olduğu gibi, borsaya iletilen bir emrin icap olarak nitelendirilebilmesi için, bu emrin alım-satım sözleşmesinin kurulabilmesi için gerekli olan esaslı noktaları da içermesi gerektiğini söylemek gerekir. Yukarıdaki örnek açısından ele alındığında, borsadaki bir pay alım emri için borsada işlem gören payın kodu, fiyatı ve kaç lot satın alınacağı icapta yer almalıdır. Sözleşmenin kurulabilmesi için, kabul beyanının da yapılan icaba uygun olması gerekir. Ancak, borsada kurulan alım satım sözleşmeleri, klâsik bir alım satım sözleşmesine tam olarak benzemediği için, borçlar hukukundaki sözleşmelerin kurulmasına ilişkin genel hükümler borsadaki alım satım sözleşmelerine uygun düştüğü ölçüde uygulanmalıdır<sup>720</sup>.

## 2. Emir Tipleri

Aşağıda pay piyasasına iletilebilecek emir tipleri açıklanmaktadır. Kural olarak emirler, emrin girildiği gün boyunca geçerlidir. Ancak aşağıda da görüleceği üzere belirli süreler dahilinde geçerli emirler de verilebilir. Pay piyasasında geçerli olan emir tipleri Borsa İstanbul A.Ş. Pay Yönergesi (Pay Yönergesi)<sup>721</sup>,nde düzenlenmiştir.

### a) Günlük Emir

Günlük emir, verilen emrin sadece verildiği seans süresince sistemde bekleyeceği anlamına gelir. Emir, seans süresince işlem görmediği durumda iptal edilir. Eğer emir

<sup>720</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 19.

<sup>721</sup> Yönerge, BİST Yönetim Kurulu'nun 15.10.2015 tarihli kararıyla onaylanmıştır.

seans süresince kısmen karşılanır kısmen karşılanmaz ise bu durumda emrin karşılanmayan kısmı seans süresi boyunca bekletilir<sup>722</sup>.

#### **b) Limit Fiyatlı Emirler**

Fiyat ve miktarın belirtildiği emirlerdir. Emrin gerçekleşmeyen kısmı sistemde işlem görene kadar ya da geçerlilik süresi sonuna kadar (kalanı iptal et emri olarak girilmediği sürece) bekletilir (Pay Yönergesi m. 6/1-a,1).

#### **c) Kalanı İptal Et (KİE) Emri**

İşlem görmeyi bekleyen emrin tamamının ya da bir kısmının işlem görmesi, bir kısmının işlem görmemesi durumunda emrin karşılanmayan kısmının iptal edilmesi anlamına gelen emir tipidir (Pay Yönergesi m. 6/1-a,2). Bu emrin geçerlilik süresi de tamamen ya da kısmen işlem gördüğü ana kadar olup emrin kalan kısmı iptal edilir<sup>723</sup>.

#### **d) Piyasa Emirleri (Market Orders)**

Fiyatın yazılmadığı sadece miktarın belirtildiği emir tipidir. Bu tip emirler karşı taraftaki en iyi fiyatlı emirlerle eşleşerek işleme dönüşürler. Eğer karşı tarafta eşleşecek bir emir yoksa (kalanı iptal et emri olarak girilmediği sürece) iptal edilirler (Pay Yönergesi m. 6/1-a,3).

#### **e) Piyasadan Limite Emirler**

Bu tip emirler de piyasa emirleri gibi fiyatsız olarak girilirler. Sistemde karşı taraftaki yalnızca en iyi fiyat kademesindeki emirlerle eşleşirler ve işleme dönüşürler. Emrin karşılanmayan kısmı ise gerçekleştirdiği son işlem fiyatıyla limit fiyatlı emre dönüşür ve sistemde beklemeye geçer (Pay Yönergesi m. 6/1-a,4).

---

<sup>722</sup> Şakar, s. 178.

<sup>723</sup> Şakar, s. 178; bkz. Emirler, <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi/emirler> (Erişim Tarihi: 07.12.2018).

#### **f) Koşullu Emirler**

Sistemdeki emrin aktifleşmesi ya da işleme dönüşebilmesi için bir takım koşulların o emre tanımlanabildiği emirlerdir. Miktar koşullu, fiyat koşullu, zaman koşullu ve kısmi görünme koşullu olmak üzere dört şekilde verilebilir<sup>724</sup>.

#### **g) Dengeleyici Emirler**

Tek fiyat yöntemi uygulanan tüm seans bölümlerinde, açılış ve kapanış seansları da dahil olmak üzere fiyat belirleme sürecinde hesaba katılmayan ancak belirlenen eşleşme fiyatı seviyesinde karşılanmadan kalan emirler ile işlem yapmak üzere girilen emirlerdir. Eşleşmeden kalan dengeleyici emirler iptal edilirler (Pay Yönergesi m. 6/1-a,6).

#### **h) Küsürat Emirler**

Bu tip emirlerde sadece miktar belirtilir ama fiyat belirtilmez. İşlem biriminin içerdiği miktardan daha az miktarda verilen emirlerdir (Pay Yönergesi m. 6/1-b).

#### **i) Özel Emirler**

Sermaye piyasası aracı bazında belirtilen sınırların üzerinde miktar ve fiyat içeren emirlerdir. Farklı işlem kurallarına bağlıdırlar ve ayrı bir emir defterinde işlem görürler. Bu emirlerin işlem kuralları, fiyat belirlemeleri BİST Yönetim Kurulu tarafından belirlenir (Pay Yönergesi m. 6/1-c).

#### **j) Kotasyon Emirleri**

Kotasyonu oluşturan alım ve satım emirleridir. Limit fiyatlı alım ve satım emirlerinden ve yalnızca piyasa yapıcı veya likidite sağlayıcı üyelerce girilebilen emir tipidir (Pay Yönergesi m. 6/1-ç).

---

<sup>724</sup> Koşullu emirlerin çeşitleri için bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Prosedürü, s. 84. <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/uee/pay-piyasasi-proseduru.pdf?sfvrsn=36> (Erişim Tarihi 28.02.2019).

### **k) Orta Nokta (*Mid-Point*) Emirleri**

Normal emir defterine oranla daha büyük miktarı içeren emirlerin kendi arasında eşleşmesini sağlayan ve piyasa katılımcılarına daha az maliyete sebep olan bir emir türüdür<sup>725</sup>.

### **l) Ağırlıklı Ortalama Fiyat Emirleri**

Gün sonunda ilgili sırada meydana gelen ağırlıklı ortalama fiyat ya da kapanış fiyatı gibi belirli bir fiyatın referans alınmasıyla fiyat verilen emir türüdür<sup>726</sup>.

### **m) Açığa Satış Emirleri**

SPK ve BİST düzenlemelerine göre yapılacak açığa satış işlemlerini gerçekleştirmek için girilen emirlerdir. Açığa satış emirlerinin fiyatı SPK ve BİST düzenlemeleri uyarınca öngörülen fiyat sınırlamalarına tabidir (Pay Yönergesi m. 6/1-d).

## **3. Emirlerde Geçerlilik Süreleri**

Aksi belirtilmediği sürece müşteri emirleri ilgili seans süresi boyunca (girildiği gün boyunca) geçerlidir (Pay Yönergesi m. 7). Ancak belirli süreler içerisinde geçerli emirler de verilebilir. Bunlara da emirlerde geçerlilik süresi denir. Bir üst başlıkta açıklanan günlük emir ve kalanı iptal et emri de esasen emirlerde geçerlilik süresi içerir. Borsanın bilgisayar sistemine gönderilen emirlerde, bir üst başlıkta belirtilen emir tipleriyle birlikte aşağıdaki emir geçerlilik sürelerinden birinin seçilmesi gerekmektedir<sup>727</sup>.

### **a) İptale Kadar Geçerli Emir**

Emir girildiği seansta, iptal edilmediği sürece bekletilir. Emir eşleşmedi ya da iptal edilmedi ise vade sonuna kadar bekletilip vade sonunda sistem tarafından kendiliğinden iptal edilir<sup>728</sup>.

<sup>725</sup> Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Prosedürü, s. 85. <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/uee/pay-piyasasi-proseduru.pdf?sfvrsn=36> (Erişim Tarihi 28.02.2019).

<sup>726</sup> Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Prosedürü, s. 85. <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/uee/pay-piyasasi-proseduru.pdf?sfvrsn=36> (Erişim Tarihi 28.02.2019).

<sup>727</sup> Bkz. <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi/emirler> (Erişim Tarihi: 07.12.2018).

<sup>728</sup> Bkz. <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi/emirler> (Erişim Tarihi: 07.12.2018).

## b) Gerçekleşmezse İptal Et Emri

Talimat verilen ve pasifte karşı tarafta bekleyen emrin gerçekleşmezse tamamının iptal edileceği anlamına gelen emir tipidir<sup>729</sup>.

## c) Tarihli Emir

Emir verilirken, emrin hangi tarihe kadar sistemde kalacağı belirtiliyorsa buna tarihli emir denir<sup>730</sup>. Bu emirler işlem görene kadar ya da iptal edilene kadar, belirtilen süre boyunca geçerliliğini korur. Gerçekleşmeden süresi dolan emirler sistem tarafından iptal edilir. Tarihli emirlerdeki azami süre BİST Yönetim Kurulu tarafından belirlenir<sup>731</sup>.

## 4. Emirlerin Değiştirilmesi ve İptali

Müşteri emirlerinin borsaya intikal etmeden önce her zaman değiştirilmesi ya da iptal edilmesi mümkün olduğu belirtilmiştir (Borsacılık Faaliyetleri Yönetmeliği<sup>732</sup> m. 29/2). Buna ilişkin ayrıntılar BİST tarafından hazırlanan Pay Piyasası Prosedürü'nde<sup>733</sup> yer almaktadır. Ancak prosedürde de emirlerin değiştirilmesinin ya da iptalinin emir verilme şeklinde yapılıp yapılmayacağı belirtilmemiştir. Emir değişikliği ya da iptali icapta değişiklik olarak kabul edildiğinde bunların da emir verme usulüne uygun olarak yerine getirilmesi kanaatindeyiz<sup>734</sup>.

## 5. Emirlerin Kabul Edilmesi ve Eşleştirilmesi

Yatırım kuruluşlarının, müşteri emirlerini kabul etmeye başlayabilmesi için çerçeve sözleşme imzalamaları gerektiği, bunun sonrasında müşterisi adına bir müşteri hesabı açıp müşteri numarası verebilecekleri belirtilmişti. Fakat, yatırım kuruluşlarının müşteriden emir kabul etmeye başlayabilmeleri için bu yeterli değildir. Yatırım kuruluşlarının buna ek olarak, yetkili takas ve saklama kuruluşu ve/veya Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde bir müşteri saklama alt hesabı açması ya da açılmasını sağlaması gerekir<sup>735</sup> (III-

<sup>729</sup> Bkz. <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi/emirler> (Erişim Tarihi: 07.12.2018).

<sup>730</sup> Şakar, s. 178-179.

<sup>731</sup> Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Prosedürü, s. 90. <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/uue/pay-piyasasi-proseduru.pdf?sfvrsn=36> (Erişim Tarihi 28.02.2019).

<sup>732</sup> Borsa İstanbul Anonim Şirketi Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği, 19.10.2014 tarihli ve 29150 sayılı RG'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>733</sup> Bkz. <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/uue/pay-piyasasi-proseduru.pdf?sfvrsn=36> (Erişim Tarihi: 06.03.2019).

<sup>734</sup> Ünal, O. K., s. 278; Gökyayla, s. 181.

<sup>735</sup> Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ m. 11: "(1) Yatırımcı hesabı, hak sahibi adına açılmış, nama veya hamiline yazılı olmalarına



39.1 sayılı Tebliğ m. 27/2). Buradan bir sicil numarası alınarak bu numara müşteri numarasıyla eşleştirilir. Müşteri numarası, yetkili takas ve saklama kuruluşu ve/veya MKK'dan alınmış bu sicil numarasıyla eşleştikten sonra yatırım kuruluşları müşteri hesaplarından emir kabul etmeye başlayabilirler<sup>736</sup>. Müşteriler, yatırım kuruluşlarına teslim ettikleri veya satın aldıkları sermaye piyasası araçlarını bu hesaplarında görür. Yatırımcıların, hesaplarındaki varlıkları izleyebilmesi için bu yöntem yerindedir.

Emirlerin bir yatırım kuruluşu tarafından eşleştirilmek üzere borsaya iletilebilmesi için ise mevzuata uygun olarak kurulmuş bir yatırım kuruluşunun Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği m. 24 hükmünde öngörülen hükümler uyarınca borsaya üye olarak ya da borsaya üye olmaksızın işlem yapma yetkisini almış olması gerekmektedir (BİST Yönetmeliği m. 4/1-i). Daha önce de ifade edildiği üzere borsaya üye olmayan bir yatırım kuruluşu da borsaların yönetim kurulu tarafından piyasa, pazar, platform ve sistem bazında işlem yapma yetkisine sahip ise borsada işlem yapabilir (Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği m. 24/3). Ancak bu yetkiyi almış bir yatırım kuruluşu müşteri emirlerini borsaya iletilebilir.

Borsada işlem yapma yetkisi verilenlerin, müşterilerin verdikleri emirlerin borsa düzenlemelerine ve müşteri talimatlarına uygun bir biçimde borsaya iletilmesini sağlama

---

*bakılmaksızın kaydi sermaye piyasası araçlarının izlendiği hesaptır. DİBS'ler dahil, yatırımcılara ait kaydi sermaye piyasası araçları yatırımcı hesaplarında izlenir. Bununla birlikte, Kurul tarafından her bir sermaye piyasası aracının ve/veya bu aracın konu edildiği işlemin niteliğine göre toplu olarak izleme kararı da verilebilir.*

*(2) Yatırımcı hesabı, yatırımcıların talepleri üzerine, üye sıfatını haiz yatırım kuruluşları ve merkezi takas kuruluşları tarafından MKK'ya yapılacak başvuru çerçevesinde açılır. MKK tarafından yatırımcı hesabı açılabilmesi için öncelikle, MKK tarafından belirlenen bilgilerin üyeler tarafından MKK'ya bildirilmesi gerekir.*

*(3) Anılan bilgilerin MKK'ya bildirimini takiben hesap kullanıma açılır. Yatırımcı ile ilgili tüm bilgilerin tamamlanmasıyla birlikte bir sicil numarası oluşturulur. Kurulca uygun görülen hallerde, hesabın ilgili yatırım kuruluşu tarafından açılarak kimlik bilgilerinin MKK'ya Kurulca belirlenecek ve 5 işgününi aşmayacak bir süre sonuna kadar tamamlanmasına izin verilebilir. Belirlenen sürenin bitimine kadar kimlik bilgilerinin istenen şekilde MKK'ya bildirilmemesi durumunda hesap hareketsizleştirilebilir. Hareketsizleştirme, ilgili hesaba giriş ve çıkış işlemlerinin engellenmesidir. Aynı yatırımcı bilgileri ile başka bir yatırım kuruluşu tarafından yatırımcı hesabı açılmak üzere yapılan başvurularda, aynı sicil numarası kullanılır.*

*(4) Aynı yatırımcı için birden fazla sicil numarası oluşturulduğunun daha sonra tespiti halinde, MKK tarafından yatırımcıya bildirimde bulunulması kaydıyla, tek sicil numarası verilir.*

*(5) Bu maddede yer alan bilgilerin sağlanması koşulu ile birden fazla kişinin müşterek hesap açtırma talepleri üzerine, üyeler tarafından müşterek mülkiyet yatırımcı hesabı açılır. Maliklerin iştirak oranları da kayden izlenir.*

*(6) MKK tarafından ikinci fıkra uyarınca belirlenen bilgiler, resmî kurumların veri tabanlarından elektronik ortamda temin edilebilir<sup>736</sup>.*

<sup>736</sup> III-39.1 sayılı Tebliğ m. 27/4: Kurul, bu şartta sermaye piyasası araçları türleri itibarıyla istisna tanıyabilir.

yükümlülükleri mevcuttur<sup>737</sup> (Borsa Yönetmeliği m. 8/1-h). Esasen bu kuralın temeli, vekilin müvekkilin talimatına uygun hareket etme borcudur (TBK m. 505). Zira, daha önce de belirtildiği gibi bireysel sözleşmelerin hukuki niteliği komisyon sözleşmesi olup komisyon sözleşmesine ilişkin özel hüküm bulunmadığı hâllerde vekalet sözleşmesine ilişkin hükümler uygulama alanı bulur.

Emirlerin eşleştirilmesi borsa mevzuatında öngörülen ilkeler uyarınca yapılır (BİST Yönetmeliği m. 31). Borsaya iletilen ve kabul edilen emirlere BİST sistemi bir emir numarası verir. Emir numarası verilen emirler, BİST Yönetim Kurulunun tarafından öngörülen usul ve esaslar uyarınca sistemde bekleyen diğer emirlerle eşleştirilir ve böylece borsa işlemine dönüşür.

Borsadaki alım satım emirleri, fiyat önceliği, zaman önceliği ve müşteri emirlerinin önceliği kuralları uyarınca eşleştirilir. Fiyat önceliği kuralı, borsada daha yüksek fiyatlı alım emirlerinin satım emirlerinden evvel, daha düşük fiyatlı satım emirlerinin ise daha yüksek fiyatlı alım emirlerinden evvel yerine getirilmesidir<sup>738</sup> (BİST Yönetmeliği m. 31/4). Eğer emirler arasında fiyat eşitliği söz konusu ise zaman açısından sisteme daha evvel düşen emirler, daha sonra düşen emirlerden önce yerine getirilir (BİST Yönetmeliği m. 31/4). Bu da zaman önceliği kuralı olarak adlandırılır<sup>739</sup>. Görüldüğü üzere fiyat önceliği kuralı, zaman önceliği kuralından önce uygulanır. Eğer emirler arasında zaman eşitliği de söz konusu ise müşterilerin verdiği emirler, yatırım kuruluşlarının kendi ad ve hesaplarına verdikleri emirlerden önce yerine getirilir<sup>740</sup>. Bu kurala da müşteri emirlerinin önceliği kuralı denir. Yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasındaki çıkar çatışmalarının önlenmesinde müşteri emirlerinin önceliği kuralının titizlikle uygulanması önem arz

---

<sup>737</sup> Borsa Yönetmeliği m. 8/1-1: İşlem yapma yetkisi verilen aynı zamanda “Borsa sistemine gönderdiği emirlerle ilgili olarak mevcut riskleri en aza indirecek her türlü kontrolü yapmak, izleme ve kontrol uygulamalarını oluşturmak, Borsa bilişim sistemlerinin ve piyasa, pazar, platform ve sistemlerinin işleyişinin güvenliğini test edici, tehdit edici veya tehlikeye sokabilecek nitelikte hiçbir girişimde bulunmamak, kendi çalışanlarının veya üçüncü şahısların Borsa tarafından kendilerine tahsis edilen imkânlar ve bilişim altyapısından yararlanarak Borsa bilişim sistemlerinin ve Borsa piyasa, pazar, platform ve sistemlerinin işleyişini engelleyecek, riske atacak, yanlış çalışmasına neden olabilecek her türlü girişimi engellemek üzere tüm tedbirleri almak, Borsa bilişim sistemlerine yönelik oluşabilecek yetkisiz erişim, yetkisiz bilgi dağıtım ve yetkisiz bilgi paylaşımı girişimlerinde bulunmamak, söz konusu risklerin en aza indirilmesine yönelik kontroller uygulamak” yükümlülüğü altındadır.

<sup>738</sup> Şakar, s. 174-175.

<sup>739</sup> Şakar, s. 175.

<sup>740</sup> Bkz. Vadelî İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyiş Esasları Genelgesi, s. 6 (Erişim Tarihi: <http://www.borsaistanbul.com/data/Genelge/gn433yeni.pdf>), İnceoğlu, s. 153; Kırcı, s. 121: Fiyat önceliği, zaman önceliği ve müşteri önceliği kuralı yalnızca borsadaki alım satım işlemlerinde geçerli olup müşteri emrini alan bir aracı kurum müşteri emrinde aksi belirtilmedikçe derhal bu emri yerine getirmelidir.

etmektedir. Bu kurallara uygun olarak eşleştirmenin yapılmasıyla birlikte sözleşme kurulur ve taahhüt aşaması tamamlanır<sup>741</sup>.

## **6. Yatırım Kuruluşlarının Emirleri Gerçekleştirirken Uymaları Gereken Kurallar**

Yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında imzalanan çerçeve sözleşme ve akabinde gerçekleştirilen bireysel sözleşmelerin kanaatimizce komisyon sözleşmesi niteliğinde olduğunu ifade etmiştik. Komisyon sözleşmeleri, tam iki tarafa borç yükleyen sözleşmelerden olup, tarafların birbirine karşı aslî edimleri mevcuttur<sup>742</sup>. Bu aslî edimler yatırım kuruluşunun müşteri emirlerini belirtilen kurallara uygun şekilde gerçekleştirmesi ve yatırımcının da yatırım kuruluşuna bunun karşılığında komisyon ücreti ödemesidir (TBK m. 532 vd.).

Müşteri emirlerinin gerçekleştirilmesi için yetkili yatırım kuruluşu tarafından işlem aracılığı faaliyeti ya da portföy aracılığı faaliyetinin yerine getirilmesi gerekir. Yatırım kuruluşlarının işlem aracılığı faaliyeti veya portföy aracılığı faaliyetinin gerçekleştirilmesi için müşteri emirlerini, emir gerçekleştirme politikası, çerçeve sözleşmede öngörülen hükümler, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme borcu ve özen ve sadakat borcu çerçevesinde kabul etmeleri ve yerine getirmeleri gerekir (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 19/1-a, m. 24/1-a). Yatırımcıların korunması açısından, müşteri emirlerinin gerçekleştirilmesi sırasında yatırım kuruluşları tarafından bu kurallara uygun davranılması önem arz etmektedir.

### **a) Emir Gerçekleştirme Politikası**

İşlem aracılığı ve portföy aracılığı faaliyetine yetkili her yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım ya da satım emirlerinin kabulüne, işleme konulmasına ve yerine getirilmesine yönelik genel esasları belirlediği bir emir gerçekleştirme politikası düzenlemesi gerekmektedir. Emir gerçekleştirme politikasının, yatırım kuruluşlarının internet sitelerinde yayınlanması zorunludur (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 28/2-e). Emir gerçekleştirme politikasında sermaye piyasası mevzuatına aykırı olmamak kaydıyla müşteri emirlerinin geçerliliğine ilişkin hususlar düzenlenir. Örneğin, çerçeve sözleşmede belirtilen telefon numarası dışında bir telefon numarasıyla müşteri emri verildiğinde yatırım kuruluşunun bu emri kabul edip etmeyeceğine, alım emri

<sup>741</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 23.

<sup>742</sup> Hatemi/Serozan/Arpacı, s. 458.

verildiğinde sermaye piyasası araçlarının bedellerinin en geç ne zaman müşterinin hesabında olması gerektiğine ya da müşteri emirlerinin gizliliğine ilişkin ayrıntılı düzenlemeler emir gerçekleştirme politikasında belirtilir.

#### **b) Çerçeve Sözleşmede Öngörülen Hükümler**

Emir iletimine yetkili yatırım kuruluşunun ve lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşunun (işlem aracılığı faaliyetine veya portföy aracılığı faaliyetine yetkili yatırım kuruluşunun), müşteri emirlerini kabul etmeye başlamadan önce yatırımcıyla bir çerçeve sözleşme imzalaması gerektiğini ifade etmiştik. Çerçeve sözleşmede de emirlerin nasıl eşleştirileceğine ilişkin hususlar düzenlenmektedir. İşte yatırım kuruluşunun emirleri kabul ederken ve gerçekleştirirken çerçeve sözleşmede öngörülmüş bu kurallara uyması gerekir.

#### **c) Müşteri Emrini En İyi Şekilde Gerçekleştirme Yükümlülüğü (*Best Execution Rule*)**

MiFID II, yatırım kuruluşlarının müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğünü (*best execution rule*) öngörmüştür. FINRA Kuralları<sup>743</sup>'nın “Müşteri Emirlerinin İşleme Konulması” başlıklı kısmında “En İyi Gerçekleştirme ve Aracılık” maddesinde de bu yükümlülük düzenlenmiştir (FINRA Kuralları m. 5310). Sermaye piyasası mevzuatımızda da III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30 vd.'da bu yükümlülüğe ilişkin düzenleme yapıldığı görülmektedir.

“Müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü” ya da “en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”, yatırım kuruluşlarının müşteri emirlerini işleme koyarlarken yerine getirmeleri gereken yükümlülüklerden biridir. Bu yükümlülük, yatırım kuruluşlarının müşteri emirlerini yerine getirirken bütün yeterli adımları göz önünde bulundurarak müşterilerin en lehine olacak şartlarda yerine getirmeleri olarak tanımlanmaktadır (MiFID II p. 91; III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30). Bu yükümlülük, bir yatırım kuruluşunun müşteri emrini yerine getirirken, o müşteriye mümkün olduğunca en iyi fiyatın sunulabilmesi amacıyla emre konu olan sermaye piyasası aracının alınıp satılabilmesi için yatırım kuruluşunun gerekli özeni göstererek en iyi piyasayı tespit etmesi yükümlülüğüdür (FINRA Kuralları m. 5310/1). Zira, bir sermaye piyasası aracının farklı piyasalarda alınıp satılması durumunda farklı fiyatlar uygulanabilir. Yatırım kuruluşları

<sup>743</sup>Bkz..FINRA Rules,

[http://finra.complinet.com/en/display/display\\_viewall.html?rbid=2403&element\\_id=607&record\\_id=609&filtered\\_tag](http://finra.complinet.com/en/display/display_viewall.html?rbid=2403&element_id=607&record_id=609&filtered_tag) (Erişim Tarihi: 26.01.2019).

farklı piyasalarda yaptıkları işlemlerde farklı komisyon ücretleri uyguluyor olabilirler. İşte, bir yatırım kuruluşunun müşterinin en lehine olacak şekilde fiyat verebilmesi için verilen emrin hangi piyasada gerçekleştirilmesi gerektiğine dair bir takım araştırmalar yapması ve en sonunda müşteri için en iyi piyasayı tespit ederek emrin orada uygulanmasını sağlaması lazımdır.

Bu yükümlülük yerine getirilirken yatırım kuruluşlarının fiyat, maliyet, masraflar, hız, takas, karşı taraf, saklama, piyasa<sup>744</sup> gibi işlemin gerçekleştirilmesiyle ilgili tüm unsurları göz önüne alarak müşteri emrini yatırımcının en lehine olacak şekilde gerçekleştirmesi gerekir (MiFID II m. 27/1 ve III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30/1).

### **aa) MiFID II'nin Müşteri Emrini En İyi Şekilde Gerçekleştirme Yükümlülüğü Düzenlemesi**

MiFID I'de “en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”nün yerine getirilmesi için yatırım kuruluşlarının tüm “makul” (reasonable) adımları atması bekleniyordu. MiFID II'de ise bu yükümlülüğün yerine getirilebilmesi için yatırım kuruluşlarının “makul” değil “yeterli” (*sufficient*) adımları atması beklenmektedir. Yatırım kuruluşları için “yeterli” adım, “makul” adımdan daha yüksek bir standart belirlemektedir<sup>745</sup>. Yukarıda da ifade edildiği üzere yatırım kuruluşları bu “yeterli” adımları atarken fiyat, maliyet, masraflar, hız, takas, karşı taraf, saklama, piyasa ya da müşterinin özellikleri, emrin özellikleri, finansal araç veya emir gerçekleştirme sahası gibi işlemin gerçekleştirilmesiyle ilgili tüm unsurlar göz önüne alınmalıdır.

Müşteri verdiği emirde emrin özelliklerine ilişkin belirli ve açık bir talimat veriyse, yatırım kuruluşunun bu emri talimata uygun şekilde gerçekleştirmesiyle “en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğünü” yerine getirdiği kabul edilir (MiFID m. 27). Böylece, yatırım kuruluşunun anılan yükümlülüğünün, müşterinin talimatlarına uygun davranmasını engellememesi sağlanmıştır. Müşterinin açık bir talimatı varsa, yatırım kuruluşu müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğünü öne sürerek talimattan ayrılmamalıdır.

<sup>744</sup> MiFID II'de düzenlenen *best execution* yükümlülüğünün arka planında esasen birbiriyle rekabet eden çok sayıda piyasanın yatırımcının lehine birbiriyle uyumlulaştırılması söz konusudur.

<sup>745</sup> ESMA, internet sitesinde yayınladığı “Sorular ve Cevaplar” bölümünde bu farkı açıklamaktadır. Bkz. Questions and Answers on MiFID II and MiFIR Investor Protection and Intermediaries topics [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf) (Erişim Tarihi: 07.02.2019).

Emirlerin gerçekleştirilmesi için birden fazla emir gerçekleştirme sahası olduğu dikkate alınarak, yatırım kuruluşunun genel müşterilerin en lehine olacak şekilde emirleri gerçekleştirilmesi gerekmektedir. “Müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”nün gereği gibi yerine getirilmesi için yatırım kuruluşlarının bu kapsamdaki teknolojik gelişmelerden yararlanması gerekir.

Eğer yatırım kuruluşunun emir gerçekleştirme politikasında birden fazla emir gerçekleştirme sahası listeleniyorsa, müşteri emrini gerçekleştirme maliyetinin içerisinde yatırım kuruluşunun emri gerçekleştirirken uyguladığı komisyon ücreti ve masraflara ilişkin ücret de hesaplanmalıdır. Yatırım kuruluşunun emri gerçekleştirirken uyguladığı komisyon ücreti ve masraflar dikkate alınarak müşterinin katlanacağı maliyet, emrin gerçekleştirilebileceği bu her bir emir gerçekleştirme sahasında karşılaştırılmalı ve müşteri için en az maliyetli olacak emir gerçekleştirme sahası seçilmelidir. Ancak yatırım kuruluşlarının emir gerçekleştirme politikası çerçevesinde uyguladığı komisyon ücretini ve masraflara ilişkin ücreti bir başka yatırım kuruluşunun kendi emir gerçekleştirme politikasında uyguladığı ücretlerle karşılaştırması zorunlu değildir. Çünkü, “En iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”, yatırım kuruluşunun uyguladığı fiyatları kendi rakipleriyle karşılaştırması ve rakipleri daha az ücretle aynı işi yapıyorsa kendisine gelen yatırımcıyı onlara yönlendirmesi anlamına gelmez. Aynı şekilde, bir yatırım kuruluşunun kendi emir gerçekleştirme politikası içerisinde farklı hizmetlere ilişkin uyguladığı komisyon ücreti ya da masraflara ilişkin ücretleri de karşılaştırmak ve müşteri için en az maliyetli olanı gerçekleştirmek yükümlülüğü de yoktur (MiFID II p. 93).

Yatırım kuruluşlarının emir gerçekleştirme politikalarına ilişkin sundukları bilgiler genellikle standart metinler olduğu için yatırımcıların emirlerin nasıl gerçekleştirildiğini ve buna göre yatırım kuruluşunun müşteri emirlerini en iyi şekilde gerçekleştirme politikasının ne olduğunu anlamaları zor olmaktadır. Bu sebeple, yatırımcının korunmasını temin amacıyla yatırım kuruluşlarının “en iyi şekilde gerçekleştirme” politikasıyla ilgili bilgi verirken bu politikanın ardındaki ilkeleri belirtmesi lazımdır. Bunun yanında, yatırım kuruluşlarının yıllık olarak bir önceki yıla ilişkin her bir sermaye piyasası aracı grubu için en çok işlemin gerçekleştirildiği beş emir gerçekleştirme sahasını ilan etmesi bu konuda bir rapor sunması gerekir (MiFID II’ye İlişkin Mevzuat Teknik Şartları (Regulatory Technical Standards- RTS) 27 ve 28). Yatırım kuruluşlarının bu bilgiyle birlikte emir gerçekleştirme sahaslarının emir gerçekleştirme kalitesiyle ilgili yayınladıkları bilgiyi dikkate alarak

müşteri emirlerini en iyi şekilde gerçekleştirme politikasını oluşturması gerekir (MiFID II p. 97).

“En iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”, yatırım kuruluşuyla müşteri arasında sözleşmesel ya da temsilcilik ilişkisi varsa söz konusudur (MiFID II p. 91). Bu yükümlülük, genel müşterilere, profesyonel müşterilere ya da talebe dayalı profesyonel müşterilere yönelik bir yükümlülüktür. Genel müşterilere yönelik “en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü” yerine getirilirken müşteri lehine olacak en iyi sonuç, sermaye piyasası aracının fiyatı, emrin gerçekleştirilmesi için ödenecek masraflar, netleştirme, takas için ödenecek ücretler ve üçüncü taraf kuruluşlara ödenecek her türlü ücret dikkate alınarak gerçekleştirilir (MiFID II m. 27/1). Başka bir anlatımla, genel müşterilere yönelik anılan yükümlülüğün yerine getirilmesi için fiyat açısından en iyi sonucun seçilmesi yeterli olmakla birlikte, profesyonel müşteriler için yatırımın toplam fiyatı haricindeki, hız, takas, karşı taraf vb. gibi unsurların da dikkate alınması önem arz eder.

#### **bb) III-37.1 sayılı Tebliğ’de Müşteri Emrini En İyi Şekilde Gerçekleştirme Yükümlülüğü Düzenlemesi**

Sermaye piyasası mevzuatımızda anılan yükümlülük kapsamında henüz MiFID II’deki kadar ayrıntılı bir düzenleme yapılmadığı görülmektedir. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30 vd.’da yükümlülükle ilgili temel kurallar açıklanmış, ancak uygulamaya ilişkin ayrıntılara yer verilmemiştir.

III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30’da “en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü” *“yatırım kuruluşu, alım satım aracılığı faaliyetlerinin icrası sırasında müşterilerin fiyat, maliyet, hız, takas, saklama, karşı taraf ve benzeri hususlardaki tercihlerini göz önüne alarak emir gerçekleştirme politikası çerçevesinde müşteri için mümkün olan en iyi sonucu verecek şekilde emirleri yerine getirmesi”* olarak açıklanmıştır. Bunun yanında MiFID II m. 27’deki düzenlemeye benzer bir hükmün anılan Tebliğ’de de mevcut olduğu görülmektedir. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30/2’de *“Müşteri tarafından emrin belirli bir kuruluş veya piyasaya iletilmesi yönünde açık bir talimatının bulunduğu durumda yatırım kuruluşu müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğünü yerine getirmiş sayılır”* düzenlemesi mevcuttur. Bu düzenlemeyle, eğer müşterinin, emrin belirli bir kuruluş veya piyasaya iletilmesi açısından açık ve sınırları belirli bir talimatı söz konusuysa yatırım kuruluşlarınca anılan yükümlülüğü yerine getirebilmek adına talimattan

sapılmaması ve müşterinin talep ettiği şekilde emirleri yerine getirmesi amaçlanmıştır. Bu durumda, müşterinin açık talimatlarına uygun davranan yatırım kuruluşu “en iyi şekilde yerine getirme” yükümlülüğünü ifa etmiş olacaktır. Ancak anılan Tebliğ hükmü MiFID II m. 27 düzenlemesinden daha sınırlıdır. Şöyle ki; MiFID II m. 27’de müşterinin verdiği emirde emrin her türlü özelliklerine ilişkin belirli ve açık bir talimatı söz konusuysa bu talimata uygun şekilde davranılmasının “en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğünü” yerine getirilmesi olduğu kabul edilmiştir. Anılan Tebliğ hükmündeki gibi emrin yalnızca belirli bir kuruluş ya da piyasa gibi emir gerçekleştirme sahasına iletilmesi yönünde açık bir talimat içermesi sınırlandırması mevcut değildir. Başka bir deyişle MiFID II m. 27 düzenlemesinde, emrin belirli bir kuruluş ya da piyasa gibi emir gerçekleştirme sahasına iletilmesi yanında fiyatı, zamanı vb. gibi diğer tüm unsurlar açısından da açık olmasının emrin talimata uygun şekilde yerine getirilmesi anlamına geldiği belirtilmiştir. Görüldüğü üzere, anılan Tebliğ hükmü MiFID II düzenlemesinden daha sınırlı şekilde kaleme alınmıştır. Bunun bilinçli bir tercih olup olmadığı belirli değildir. Ancak bu noktada, çok açık şekilde sınırları çizilmiş bir müşteri emrinin, aynı zamanda müşteriyi zarara da uğratabilecek bir emir olması durumunda yine de bu emrin uygulanmasının gerekip gerekmeyeceği sorusunun da kanaatimizce incelenmesi gerekmektedir. Başka bir ifadeyle, müşterinin kendisini zarara uğratabileceği bariz açık bir talimatı olduğu durumda yatırım kuruluşu yine de “müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü” uyarınca talimata uygun davranmalı mıdır?

Yukarıda da ifade edildiği üzere, yatırım kuruluşu ile müşterisi arasındaki hukuki ilişki vekalet ilişkisidir. Bu sebeple vekaletle ilişkin TBK m. 505/1 hükmünün yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki hukuki ilişkiye uygulanması gündeme gelebilir. Vekalet sözleşmesi için öngörülen bu hüküm uyarınca vekilin, vekalet verenin talimatlarına uyma borcu vardır. Ancak, belirli hâllerde vekil talimattan sapabilir<sup>746</sup>. Bu hâller, vekilin vekalet verenden izin alma olasılığı bulunmayan ancak durumu bilseydi vekilin talimattan ayrılmaya izin vereceğinin açık olduğu hâllerdir. Bu gibi hâllerde vekil, verilen talimatın müvekkilin çıkarlarına açıkça aykırı olduğu ve müvekkili bu konuda uyarırsa müvekkilin talimatını değiştireceği kanaatindedir. Bu nedenle, müvekkilin açık bir talimatı olsa dahi vekil bu durumda müvekkilin çıkarlarını değerlendirmeli, gerektiğinde müvekkili uyarmalı, bu da mümkün değil ise işin gereğine göre davranıp gerekirse talimattan sapmalıdır. Talimattan sapmak vekil için bir hak olduğu kadar aynı zamanda bir

<sup>746</sup> Eren, s. 729; Zevkliler/Gökyayla, s. 619; Sarı, s. 29, dn. 82.



yükümlülüktür<sup>747</sup>. Bunun dışındaki hâllerde ise vekil, doğacak zararı üzerine almak şartıyla talimattan ayrılabilir<sup>748</sup> (TBK m. 505/2). Buna göre, sermaye piyasası alım satım sözleşmelerinde müşterinin verdiği emir açık bir biçimde müşterinin çıkarlarına aykırı ise, örneğin verilen emrin müşteriye zarara uğratacağı açık ise yatırım kuruluşunun, söz konusu emri geri alması veya değiştirmesi yönünde müşteriye tavsiyede bulunması gerekir. Eğer yatırım kuruluşu tarafından bu tavsiyeyi yapma imkânı bulunmuyorsa ve yatırım kuruluşu tavsiyede bulunsaydı müşterinin bu tavsiyeye riayet edeceği açık ise yatırım kuruluşu müşterinin emrinden ayrılmalıdır<sup>749</sup>.

Kanaatimizce, sınırları belirli ve açık bir talimatın müşteriye zarara uğratacağı bariz ise yatırım kuruluşunun emri uygulamaya koymayıp durumu derhâl müşteriye bildirmesi ve emri değiştirmesini ya da geri almasını istemesi gerekir. Müşteri, emri değiştirmez ya da geri almazsa emir verildiği şekilde uygulanmalıdır. Ancak, müşteriye ulaşılamıyor ise bu durumda yatırım kuruluşunun bu emri “müşteri emrini en iyi gerçekleştirme yükümlülüğü” çerçevesinde uygulamaya koymaması ve emirden ayrılması gerekir. Bu, taraflar arasındaki vekalet ilişkisinin bir gereğidir. Bu durumda yatırım kuruluşunun “müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”nü ihlâl ettiği söylenemeyecektir. Çünkü, yatırım kuruluşunun müşterinin vekili olarak her zaman için onun menfaatini düşünerek hareket etme borcu vardır. Ancak yatırım kuruluşunun, emirden ayrılması sonucu müşteri zarara uğramış ise yatırım kuruluşu emri işleme koysaydı müşterinin daha fazla zarara uğrayacağını ispat etmediği sürece söz konusu zarara katlanacaktır. Örneğin emirde belirtilen limit ile işlem fiyatı arasındaki farktan sorumlu olacaktır<sup>750</sup>. Dolayısıyla, müşterinin verdiği emir uyarınca zarara uğrayacağı çok açık olduğu durumlarda, yatırım kuruluşu müşterinin açık emrini direkt uygulamamalı, öncelikle bu emrin değiştirilmesini talep etmeli, eğer bu mümkün değil ise de emri uygulamamalıdır.

Öte yandan yatırımcının verdiği talimatın yatırımcıyı zarara uğratacağı açık değil ise yatırım kuruluşunun her zaman bu talimata uygun davranması gerekir. Böylece yatırım kuruluşu “müşteri emrini en iyi gerçekleştirme yükümlülüğü”nü yerine getirmiş olacaktır.

---

<sup>747</sup> **Sarı**, s. 30.

<sup>748</sup> **Eren**, s. 730; **Zevkliler/Gökyayla**, s. 619.

<sup>749</sup> **İnceoğlu**: s. 155; **Kırca**: s. 120; **Penezoğlu**, s. 130; **Kara**, s. 221; Eraslan **Özkaya**, Vekalet Sözleşmesi ve Kötüye Kullanılması, Ankara, Mayıs 2016, s. 444.

<sup>750</sup> **Kara**, s. 222.

Tüm bu gerekçeler neticesinde kanaatimizce, anılan Tebliğ'deki hükmün, MiFID II m. 27'ye uyumlu hâle getirilmesi gerekir. Yalnızca III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30'da öngörülen şekilde emrin belirli bir kuruluş veya piyasaya iletilmesi yönünde açık bir talimat içermesi durumunda değil; fiyat, zaman vb. tüm unsurlar açısından açık bir talimat içermesi durumunda da talimata uygun davranılmasının, yatırım kuruluşu tarafından “müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”nün yerine getirilmiş sayılacağı düzenlenmelidir.

III-37.1 sayılı Tebliğ'de, anılan bu düzenlemeler haricinde “en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü” ile ilgili başkaca bir düzenlemenin henüz yer almadığı görülmektedir. Oysa, yatırım kuruluşlarının emir gerçekleştirme politikalarında anılan yükümlülüğe ilişkin MiFID II'de düzenlenen yıllık raporlara yer verilmesi ve emir gerçekleştirme sahalarının emir gerçekleştirme kalitesiyle ilgili yayınladıkları bilgiyi dikkate alarak müşteri emirlerini en iyi şekilde gerçekleştirme politikasını oluşturmasına ilişkin düzenlemeler yapılması yerinde olacaktır. Zira, “en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”, müşterinin sermaye piyasası alım satım faaliyetinde bulunması için ihtiyaç duyduğu güveni sağlayan bir yükümlülüktür. Sermaye piyasası alanında teknik bilgidен yoksun olan genel müşteriler, yatırım kuruluşlarının, müşterinin verdikleri talimatlara ilişkin müşterinin en lehine olacak şekilde uygulamada buldukları güvencesini taşıyacaklardır.

#### **d) Özen ve Sadakat Borcu**

Yatırım kuruluşlarıyla yatırımcılar arasında imzalanan çerçeve sözleşmenin hukuki niteliğinin vekalet ilişkisi olduğu kanaatinde olduğumuzu ifade etmiştik<sup>751</sup>. Bu sebeple, yatırım kuruluşlarının vekilin özen ve sadakat borcu kapsamında, müşteri emirlerinin eşleştirilmesinde yatırımcının çıkarlarını gözetir şekilde özen ve sadakat borcuna uygun davranması gerekir (TBK m. 506/2). Bu kapsamda, yatırım kuruluşunun özen borcundan ötürü sorumluluğu belirlenirken benzer işi üstlenen basiretli bir yatırım kuruluşunun göstermesi gereken objektif özen yükümlülüğü<sup>752</sup> esas alınmalıdır (TBK m. 506/3). Özen derecesinin tespitinde, yatırım kuruluşunun mesleki bilgisi, uzmanlığı ve deneyimi dikkate alınmalıdır. Yatırım kuruluşu çalışanlarının yetersiz mesleki bilgiye, eğitime ve lisansa

<sup>751</sup> Bkz. Yukarıda, 2. Bölüm, § 2, II, A.

<sup>752</sup> Vekilin sorumluluğunda subjektif özen ölçütü yerine objektif özen ölçütü aranmasının gerekçeleri için bkz. **Tandoğan**, C. II, s. 431 vd.; Cevdet **Yavuz**/Faruk **Acar**/Burak **Özen**, Borçlar Hukuku Dersleri (Özel Hükümler), İstanbul 2018, s. 649; Mustafa Alper **Gümüş**, Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu, Beta, İstanbul 2001, s. 316 vd.; **Başpınar**, s. 162 vd.

sahip olması nedeniyle yatırımcı zarara uğrarsa bu özen yükümlülüğünün ihlâli anlamına gelir. Yatırım kuruluşu, iş yükünün çokluğu ya da zamanın yetersizliği gibi şahsi sebepleri öne süremez<sup>753</sup>. Özen borcu ihlâlinden doğan talep, bu talebin sözleşmeden doğan bir talep olması nedeniyle 10 yıllık zamanaşımına tabi olur. Yatırım kuruluşunun yatırımcıya olan sadakat (bağlılık) borcu da vekalet sözleşmesi niteliğindeki alım satım aracılık sözleşmesinin güven ilişkisinden kaynaklanması nedeniyle mevcuttur. Bu borç, yatırım kuruluşunun, yatırımcının menfaatlerine uygun davranması, aracılık faaliyetini yatırımcı yararına yerine getirmesi anlamına gelir<sup>754</sup>.

## 7. Emirlerin Tasfiyesi

Sermaye piyasasında alım satım yönelik emirler borsada ya da borsa dışında verilebilir. Borsada işlem gören emirlere borsa mevzuatı uygulanır.

Borsada alım ve satım emrinin karşılaşmasından ve eşleştirilmesinden sonra tarafların bu işlemler için yükümlülüklerini yerine getirmeleri gerekir. Bilindiği üzere, borsada alım satım işlemlerinde bunlar, takas aracılığıyla yerine getirilmektedir. Takas, TBK m. 139 vd.'da öngörülen takas kurumu olmayıp borsadaki alım satım işlemlerinde tarafların yükümlülüklerinin üyeler tarafından karşılıklı olarak Takasbank tarafından öngörülen sürelerde ve şartlarda yerine getirilmesi ile tasfiye edilmesi, mübadele edilmesi anlamına gelir<sup>755</sup>. TBK m. 139'da düzenlenen takas kurumu, iki tarafın bir miktar parayı ya da özdeş türden malı birbirlerine borçlu olmaları hâlinde, bu borçlar muaccel ise taraflardan her birinin alacağını borcu oranında takas etmesidir. Oysa, borsadaki alım satım işlemlerinde tarafların aynı türden olmayan sermaye piyasası aracı ya da nakit para borçları takas edilir<sup>756</sup>.

Bu noktada, borsadaki alım satım sözleşmesinin taraflarıyla ilgili açıklama yapmakta yarar vardır. Borsaya iletilen emirlerin eşleştirilmesi aşamasında artık yatırımcı değil, yatırımcı hesabına işlem yapan yatırım kuruluşu alım satım sözleşmesine taraf olmaktadır<sup>757</sup>. Zira, yatırım kuruluşları yatırımcılar hesabına, kendi adlarına borsada işlem

<sup>753</sup> Başpınar, s. 163 vd.

<sup>754</sup> Eren, s. 733; Zevkliler/Gökyayla, s. 80.

<sup>755</sup> Korkmaz/Ceylan, Sermaye Piyasası, s. 169.

<sup>756</sup> Ayhan, s. 55.

<sup>757</sup> Bir örnekle açıklamak için borsada eşleşen bir emri düşünelim. Bir yatırımcı, X kodlu pay için 5,00 TL'den 2000 lot alım işlemi için işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşuna emir verdiğinde, yatırım kuruluşu bu alım emrini borsaya iletir. Bu alım emrinin karşısında ise emri karşılayan ve emirle eşleşen başka bir emir, satım emri olacaktır. Başka bir deyişle, X kodlu pay için 5,00 TL'den 2000 lot satım işlemi emri vermiş başka bir yatırımcı olacak ve bu yatırımcı hesabına kendi adına işlem yapan başka bir yatırım kuruluşu

yapmaktadırlar. Bunun nedeni, organize piyasalar olan borsalardaki takas ve saklama kuruluşlarının teknik ve meslekî bilgiden yoksun olabilen yatırımcılar yerine karşılarında teşkilatlanmış ve borsada aracılık etmeyi meslek edinmiş yatırım kuruluşlarını görmek istemeleridir<sup>758</sup>. Dolayısıyla, borsadaki alım satım hukuki işlemleri, netleştirme ve tasfiye işlemleri de yatırım kuruluşları, Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) arasında yapılmaktadır. Borsadaki emirler eşleştikten sonra yatırım kuruluşları elde ettikleri edimleri kendi yatırımcılarına iade borcu altındadırlar. Bu borç, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasındaki ilişkinin komisyon sözleşmesi olmasına dayanır. Dolaylı temsil hükümleri uygulanan komisyon sözleşmesinde de vekalet sözleşmesine ilişkin TBK m. 509 hükmü uygulanır<sup>759</sup>. Komisyoncu, üçüncü kişiden elde ettiği hak ve borçları müvekkile iade borcu altındadır. Bu iade borcunun ifası, yatırım kuruluşlarının işlem sonucu elde ettikleri sermaye piyasası araçlarını veya nakdi, kendi müşterileriyle aralarında olan aracılık sözleşmesi hükümleri uyarınca müşterilerinin alt hesaplarına aktarmaları yoluyla olmaktadır<sup>760</sup>. Dolayısıyla, yatırım kuruluşlarının Takasbank ve MKK nezdinde gerçekleştirdiği alım satım işlemi sonucu merkezi karşı tarafa sermaye piyasası aracını teslim veya nakdi ödeme yükümlülüğü ile yatırım kuruluşlarının takas gerçekleştikten sonra yatırımcıları adına elde ettikleri bu sermaye piyasası araçlarını yatırımcılara teslim ve nakdi yatırımcılara ödeme yükümlülüğü iki ayrı hukuki ilişkidir.

Yatırım kuruluşları nezdinde borsadaki emirlerin eşleştirilmesinden sonra merkezi karşı taraf kurumu sözleşmeye dahil olmaktadır. Daha önce de ifade edildiği üzere Takasbank bünyesindeki merkezi karşı taraf kurumu, borsadaki sözleşmede alıcı karşısındaki satıcı yerine ve aynı zamanda satıcı karşısındaki alıcı yerine geçer. Böylece, sözleşmenin tarafları yatırım kuruluşları birbirleriyle muhatap olmak yerine merkezi karşı taraf ile muhatap olurlar ve sözleşmenin taraflarının, sözleşmeden doğan borçlarını ifa edememeleri durumunda ortaya çıkabilecek riski ortadan kalkmış olur<sup>761</sup>. Bu riske, karşı taraf riski denilmektedir.

Takas işlemi, yatırım kuruluşlarının aynı cins sermaye piyasası aracı üzerinden hem alım hem satım yapmaları durumunda, alım ve satım arasındaki farkın takas merkezine

---

yatırımcının bu satım emrini borsaya iletmış olacaktır. Nihayetinde iki emir birbiriyle eşleşecektir. Bu eşleşmede kurulan sözleşmenin tarafları da yatırımcılar değil yatırım kuruluşları olacaktır.

<sup>758</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 30.

<sup>759</sup> Temel ilişkinin vekalet sözleşmesinden farklı bir sözleşme olduğu durumlarda da vekilin dolaylı temsilci olarak hareket etmesi söz konusuysa vekaletle ilişkin bu hüküm uygulanır, Yavuz, s. 168.

<sup>760</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 30; Ünal, M., s. 393.

<sup>761</sup> Korkmaz/Ceylan, s. 47.

teslim edilmesi veyahut da alım ve satım arasındaki farkın takas merkezinden teslim alınmasıdır<sup>762</sup>. Bunun nedeni, borsada çok sayıda payın işlem görmesi nedeniyle her birine ilişkin tasarruf aşaması uzun süreceği ve karışıklık yaratabileceği düşüncesidir<sup>763</sup>. Daha sonra yatırım kuruluşları takas merkezinden aldıkları bu sermaye piyasası araçlarını ya da nakdi hak sahibi yatırımcı hesaplarına aktarırlar.

Takasın yapılmasıyla borsa işlemi gerçekleşmiş olur. Borsa işlemi, sermaye piyasası aracı arz ve talebinin rekabet şartları uyarınca karşılaşması ve alım satım emirlerinin tasfiyesi ile birlikte tamamlanan işlemdir (BİST Yönetmeliği m. 34/1).

Takas sistemi ve merkezi karşı taraf kurumu yatırımcı haklarının korunması açısından önemlidir. Zira bunlar, alım satım işleminde karşı tarafın edimini yerine getireceğinin asgarantisini oluşturur. Bu şekilde borsada alım satım işlemi yapma konusunda yatırımcı güveni artmış olur. Sermaye piyasası aracının teslimi alıcıya karşı merkezi karşı taraf, bedelin ödenmesi de satıcıya karşı merkezi karşı taraf üzerinden gerçekleştirilir. Eğer alıcı ve satıcıdan herhangi biri yükümlülüğünü yerine getirmezse, merkezi karşı taraf işlemleri tamamlayarak diğer tarafın alacağına kavuşmasını sağlar. Zaten daha önce de ifade edildiği üzere bu nedenle Takasbank'ın ve MKT'nin üyelerinden teminat talep etme hakları düzenlenmiştir. Çünkü, borsada alım satım işlemlerinde takas ve merkezi karşı taraf sistemleri, işlemin taraflarından birinin temerrüde düşmesi durumunda karşı tarafın mağdur olmasını önleme ve dolayısıyla da sermaye piyasasına duyulan güveni koruma amacına hizmet ederler.

Alıcı ya da satıcı yatırımcı adına işlem yapan yatırım kuruluşlarının borsaya karşı olan yükümlülüklerini, örneğin pay piyasasında işlem yapılıyorsa pay senedini teslim ve karşılığında pay bedelinin ödenmesi yükümlülüğünü mevzuata uygun şekilde yerine getirmeleri gerekmektedir. Yükümlülüklerini yerine getirmeyen borsa üyesi yatırım kuruluşları ihtarla gerek kalmaksızın temerrüde düşerler. Temerrüdün sona erdirilmesi için gerekli işlemler de mevzuata uygun şekilde yerine getirilir (Borsa Yönetmeliği m. 35/3).

Yatırımcının yatırım kuruluşuyla yaptıkları aracılık sözleşmesi uyarınca, yatırım kuruluşunun yatırımcı adına, kendi hesabına yaptığı işlem sonucu elde ettiği varlıkları yatırımcı hesabına geçirmesi, buna karşılık yatırımcıların da yatırım kuruluşunu yüklediği borçlardan kurtarması ve masraflarını ödemesi gerekmektedir. Dolayısıyla, yatırım

---

<sup>762</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 27.

<sup>763</sup> Ayhan, s. 56.

kuruluşunun borsa işlemi sonucu elde ettiği varlıkları yatırımcıya teslim etme yükümlülüğü karşısında yatırımcının da yatırım kuruluşunu yatırımcı adına kendi hesabına yaptığı işlemlere ilişkin yüklendiği borçlardan kurtarma yükümlülüğü vardır.

**a) Borsada İşlem Gören Kaydi Sermaye Piyasası Araçlarının Devri ve MKK Kaydının Hukuki Niteliği**

Bilindiği üzere, sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esastır (SerPK m. 13/1). Dolayısıyla, sermaye piyasası alım satım işlemlerinin tasfiyesi, kaydi sistemdeki sermaye piyasası araçlarının devrinin gerçekleştirilmesiyle tamamlanır. Bu başlık altında, borsada işlem gören kaydi sermaye piyasası araçlarının devir usulü incelenecektir.

Borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının borsa içinde ya da borsa dışında doğrudan alıcı-satıcı arasındaki bir sözleşmeyle devri imkan dahilindedir<sup>764</sup>. Borsa içindeki devirler Kaydileştirme Tebliği m. 17'de düzenlenmiştir. Borsada işlem gören kaydi sermaye piyasası araçlarının borsa dışında devri ise kaydi sermaye piyasası aracının bulunduğu hesap ile MKK'daki hangi üyenin bağlantısı varsa gerekli değişikliklerle o üye tarafından yerine getirilir (Kaydileştirme Tebliği m. 17/4). Söz konusu kaydi sermaye piyasası aracının bulunduğu hesap ise, yatırımcının hesap açtığı MKK üyesi yatırım kuruluşu olacaktır. Başka bir deyişle, yatırımcı, borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarını borsa dışında devrettiğinde, yatırımcının hesap açtığı yatırım kuruluşu, MKK nezdinde devre ilişkin işlemleri gerçekleştirecektir<sup>765</sup>.

SPK tarafından kaydileştirilmesine, başka bir deyişle fizikî senet bastırılmaksızın elektronik ortamda kaydının tutulmasına izin verilen sermaye piyasası araçlarının saklanması Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından yapılır. Kaydi sistemdeki haklar, MKK tarafından izlenir ve kayıtlar, MKK tarafından oluşturulan elektronik ortamda, MKK üyeleri tarafından tutulur (SerPK m. 13/3).

Kaydi sistemdeki payların devir usulü ise senede bağlanmış bir ortaklık payının devir usulünden farklıdır. Kaydi sistemdeki sermaye piyasası araçlarında hakkın bağlı olduğu fizikî bir senet mevcut değildir. Bilindiği üzere nama yazılı bir ortaklık payının devri, alacağın temliki ile olabileceği gibi, ciro ve zilyetliğin devri yoluyla da devredilebilir. Hamiline yazılı ortaklık payları ise sadece zilyetliğin devri yoluyla

<sup>764</sup> Yanlı/Okutan Nilsson, s.1334.

<sup>765</sup> Yanlı/Okutan Nilsson, s.1334-1335.

devredilebilir<sup>766</sup>. Kaydi sermaye piyasası araçlarının devrinde, fizikî bir kıymetli evrak olan ortaklık payının devri için öngörülen devir usulleri geçerli olmaz.

Öncelikle yukarıda da ifade edildiği gibi kaydi sermaye piyasası araçları bir senede bağlı olmadığı için senet üzerinde ciro yapılması mümkün değildir.

İkinci olarak ise, kaydi sermaye piyasası araçları MKK nezdinde bulunan elektronik ortamdaki hesaplarda kayıt altına alındığından hak sahibinin kaydi sermaye piyasası araçlarının zilyetliğini karşı tarafa teslimle devretmesi mümkün olmaz.

Doktrindeki bir görüş uyarınca, kaydi paylar, çıplak payın devri<sup>767</sup> yöntemiyle devredilirler. Bu görüş, kaydi payların kıymetli evrak niteliğinde olduğunu, fiziken bir senede basılmamış olsalar da maddi varlıkları olduğunu ve eşya olarak kabul edilmesi gerektiğini savunur. Bu sebeple, borsadaki alım satım işlemlerinde sermaye piyasası araçlarının devri, Türk Medeni Kanunu'ndaki taşınır mülkiyetinin nakli için zilyetliğin devir yöntemlerinden biri olarak kabul edilen zilyetliğin havalesi<sup>768</sup> yoluyla gerçekleştirilmektedir<sup>769</sup>. Bu görüş uyarınca, taşınır mal niteliğinde olan kaydi sermaye piyasası araçlarının asli zilyetliği hak sahibindedir, ancak bu sermaye piyasası araçları MKK nezdinde tutulduğu için bunların fer'î ve dolaysız zilyetliği<sup>770</sup> MKK'dadır. MKK, kaydi sermaye piyasası araçlarını saklayan sıfatıyla hesaplarında tuttuğu için hak sahibinin zilyetliği dolaylı zilyetliktir<sup>771</sup>. Hak sahipleri, kaydi sermaye piyasası araçlarını devretmek istediklerinde buna ilişkin anlaşma ile yalnızca irade beyanlarıyla MKK'nın ferî ve vasıtasız zilyetliğinde bir değişiklik meydana getirmeksizin devrederler. Daha önce de belirttiğimiz gibi ciro ya da zilyetliğin teslimi gibi devir yolları kaydi sermaye piyasası

<sup>766</sup> Ünal, M., s. 404 vd.; Sevi, s. 209.

<sup>767</sup> Çıplak paylar, alacağın temlik kapsamında devir beyanı ve zilyetliğin devri yoluyla devredilir. Bkz. Reha Poroy/ Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu, Ortaklıklar Hukuku I, Şubat 2019, p. 767a, s. 618; Hasan Pulaşlı, Şirketler Hukuku Şerhi, C. II, Ankara 2018, § 43, N. 26, s. 1811; Arslan Kaya, "Anonim Şirket Payının Hisse Değişim Sürecinde Edinilmesi, Bilanço Düzeninde Kayda Alınması ve Kayıttan Çıkarılması Esasları ile Bu Bağlamda Temel Sorun Olarak KVK'nın 5/1-e Hükmü Uyarınca "Kurum Aktifinde Bulunma" Şartını Koşulları –Vakıa Üzerinden Bir İnceleme–", Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul, Ocak 2019, s. 656; Sevi, s. 344. Bedeli tamamen ödenmemiş olan çıplak paylar, alacağın temlik hükümleri yanında borcun nakli hükümleriyle devredilir, Bahtiyar, s. 326.

<sup>768</sup> Zilyetliğin havalesi ile ilgili bilgi için bkz. Kemal Oğuzman/ Özer Selici/Saibe Oktay Özdemir, Eşya Hukuku, 21. Baskı, İstanbul 2018, s. 73 vd.; Aydın Aybay/Hüseyin Hatemi, Eşya Hukuku, Gözden Geçirilmiş 4. Bası, İstanbul 2014, s. 44 vd.; Rona Serozan, Eşya Hukuku I, Genişletilmiş 3. Baskı, İstanbul 2014, s. 124 vd.

<sup>769</sup> Ayhan, s. 127, 128; Manavgat, Kaydi Sistem, s. 168; Ünal, M., s. 406 vd.

<sup>770</sup> Zilyet, bir şeyde bir sınırlı aynı hak veya bir kişisel hakkın kurulmasını ya da kullanılmasını sağlamak için bu şeyi başkasına teslim ederse, kendisinin yanında teslim ettiği kişi de zilyet olur. Malik sıfatıyla zilyet olana asli zilyet, diğerine ise fer'î zilyet denir (TMK m. 974).

<sup>771</sup> TTK m. 975: "Bir şeyde fîli hakimiyetini doğrudan doğruya sürdüren kimse dolaysız zilyet, başka bir kişi aracılığı ile sürdüren kimse dolaylı zilyettir".

araçlarının devrinde söz konusu değildir. Dolayısıyla, kaydi sermaye piyasası araçlarının devrinde zilyetliğin devri için, zilyetliğin teslimsiz devir usullerinden bir tanesi olan zilyetliğin havalesi uygulanır<sup>772</sup>.

Öte yandan doktrindeki diğer bir görüş, kaydi payların taşınır mal ya da eşya olarak nitelendirilemeyeceğini, çünkü TMK m. 762 hükmünde taşınır mülkiyetinin konusunu taşınır eşyanın ve doğal güçlerin oluşturacağını, bunlar haricindeki taşınır mülkiyetinin kıyasen uygulanacağı hâllerin ise özel olarak düzenlendiğini savunur. Kaydi payların taşınır eşya niteliğinde olup taşınır mülkiyetinin devrine ilişkin hükümlerin bunlara uygulanabilmesi için özel düzenleme gerektiğini, ancak böyle bir düzenlemenin mevcut olmadığına işaret eder. Bu sebeplerle, kaydi payların devrine ilişkin taşınır mülkiyetinin devri hükümlerinin uygulanamayacağını ve bu payların alacağın temlik hükümleri uyarınca devredileceğini savunur<sup>773</sup>.

Kanaatimizce, kaydi sermaye piyasası araçları, gerek borsada gerekse de borsa dışında devredilsin, bir tasarruf işlemi niteliğinde olan alacağın temlik hükümlerine göre devredilir. Hak sahibi yatırımcıların yatırım kuruluşlarına verdikleri emirler yatırım kuruluşları tarafından borsaya iletilip eşleştildiğinde, alacağın devri için gerekli olan devir beyanı, kaydi sistemdeki sermaye piyasası araçları için oluşturulmuş olur ve bu tasarruf işlemiyle birlikte mülkiyet geçer. Daha sonra ise takas kuralları uyarınca değişiklikler MKK nezdinde yapılır.

Kaydi sistemdeki kayıtların tutulmasına ilişkin esaslar II.13-1 sayılı Kaydileştirme Tebliği<sup>774</sup> m. 17'de düzenlenmiştir. Borsada bir alım ya da satım işlemi olduğunda, örneğin bir pay alımı işlemi gerçekleştirildiğinde, payın mülkiyetinin satıcı yatırımcıdan alıcı yatırımcıya geçmesi gerekir. Kaydi sistemde payın mülkiyeti satıcı yatırımcı adına kayıtlıyken bu kaydın değiştirilerek alıcı yatırımcı adına yapılması lazımdır. Burada hak sahipleri yatırımcılar olup, üyeler ise değişikliği yapacak olan yatırım kuruluşlarıdır. İşte bu değişiklikler, MKK tarafından belirlenen elektronik işlem yöntemleriyle MKK üyelerince hak sahiplerinin emirlerine uygun şekilde MKK kayıtlarında değişiklik yapılarak gerçekleştirilir. (Kaydileştirme Tebliği m. 5).

<sup>772</sup> Ayhan, H. E., s. 128; Ünal, M., s. 407; Mustafa Topaloğlu, Sermaye Piyasası Hukukuna Göre Hisse Devri, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 189.

<sup>773</sup> Esra Civelek Acar, Yasal Mal Rejiminin Tasfiyesinde Sermaye Ortaklıkları Payı, Mart 2019, İstanbul, s. 106.

<sup>774</sup> Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ 07.08.2014 tarihli ve 29081 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.



MKK nezdinde tutulacak hesaplar, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), ihraççılar, merkezi takas kuruluşları, yatırım kuruluşları ile SPK tarafından belirlenen diğer kuruluşlar itibarıyla açılır (Kaydileştirme Tebliği m. 6/1). Bu sayılanlar, MKK nezdinde üye olanlardır. Yatırım kuruluşu hesabı, devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) depo hesabı, havuz hesapları ve de yatırımcı hesaplarından meydana gelir (Kaydileştirme Tebliği m. 10/1).

Bilindiği üzere yatırım kuruluşları yatırımcı hesabına yatırımcı vekili olarak işlem yapmaktadır. İşte, yatırım kuruluşları itibarıyla açılan havuz hesapları bu sebeple, yatırım kuruluşlarının, yatırımcıların vekili sıfatıyla takas işlemlerini yerine getirebilmeleri için kullanılmaktadır (Kaydileştirme Tebliği m. 10/3).

Yatırımcı hesabı, yatırım kuruluşunun işlem yapmaya yetkili oldukları müşterileri adına açılan hesaptır (Kaydileştirme Tebliği m. 10/4). Yatırımcıların talepleri üzerine, yatırım kuruluşları ve merkezi takas kuruluşları tarafından MKK'ya başvuru yapılır ve yatırımcı hesabı bunun üzerine açılır. Bunun için de öncelikle MKK'nın talep ettiği bilgilerin yatırım kuruluşları ya da merkezi takas kuruluşu tarafından MKK'ya verilmesi gerekir. Bilgilerin verilmesi üzerine hesap açılır ve bir sicil numarası oluşturulur. Yatırımcı hesaplarında yatırımcılara ait kaydi sermaye piyasası araçları izlenir.

Hak sahiplerinin kimlik bilgilerini MKK'ya sunması üzerine de hak sahipleri adına yatırımcı ve ortak hesapları açılır. Bu iki hesap da hak sahibi ortak adına açılan hesaptır<sup>775</sup>. Bu hesaplar üzerinde işlem yapmaya yetkili üyeler ile bağlantısı sağlanır (Kaydileştirme Tebliği m. 6/2). Görüldüğü üzere yatırımcılara ait hesaplar, hak sahibi tarafından doğrudan doğruya izlenemez, MKK'nın üyelere verdiği erişim yetkisi çerçevesinde üyeler ile bağlantı kurularak izlenir<sup>776</sup>.

Ortak hesap, borsada işlem görmeyen payların kaydedildiği, yalnızca pay sahipleri için açılan hesaptır (Kaydileştirme Tebliği m. 7/4). Yatırımcı hesabı ise hak sahipleri adına açılır. Hak sahibinin nama ya da hamiline olmasından bağımsız olarak kaydi sermaye piyasası araçları izlenir ve bu hesap hak sahibi adına yatırım kuruluşu ya da merkezi takas kuruluşu tarafından açılır (Kaydileştirme Tebliği m. 11/1). Borsada işlem gören paylar yalnızca yatırımcı hesabında izlenebilir<sup>777</sup>.

<sup>775</sup> Yanlı/Okutan Nilsson, s.1332.

<sup>776</sup> Yanlı/Okutan Nilsson, s.1333; Sevi, s. 337.

<sup>777</sup> Yanlı/Okutan Nilsson, s.1333.

Merkezi takas kuruluşu da üye olarak kabul edildiğinden onun da MKK'da hesabı vardır. Bunlar; takas havuz hesabı, havuz hesabı ve yatırımcı hesabıdır.

Yatırım kuruluşlarının takas işlemleri takas havuz hesabında gerçekleştirilir. Hak sahibinin takas işlemleri ise havuz hesabında gerçekleştirilir. MTK burada vekil sıfatıyla hareket eder (Kaydileştirme Tebliği m. 6/2).

Borsadaki alım satım işlemlerinin takası, MKK nezdindeki takas havuz hesabı ve yatırım kuruluşu havuz hesaplarında gerçekleştirilmektedir (Kaydileştirme Tebliği m. 17). Şöyle ki; rehin, haciz, satış blokajı, yatırımcı blokajı ve MKK tarafından uygun görülecek diğer işlemlerin yapılması hâlinde, bu işlemlere konu haklar MKK tarafından ilgili hesaplarla bağlantılı alt hesaplar açılır ve kayıtlar burada izlenir (Kaydileştirme Tebliği m. 13). Örneğin bir pay satımı işlemi yapılmışsa yatırım kuruluşu tarafından bu payın MKK tarafından bu işlem için açılmış olan ilgili yatırımcı hesaplarının alt hesabı şeklinde açılmış olan hesaba aktarılması gerekir. Takas günü de satımı yapılan pay, yatırım kuruluşu tarafından yatırımcı hesabından yatırım kuruluşu havuz hesabına aktarılır. Bundan sonra bu pay, yatırım kuruluşu havuz hesaplarından takas havuz hesabına aktarılır ve böylece ilgili yatırım kuruluşunun takas borcu kapanmış olur (Kaydileştirme Tebliği m. 17/2). Bu sebeple, yatırımcının da en geç takasa kadar hesabında işlem konusu sermaye piyasası aracını ya da bedeli hazır bulundurması gerekir. Çünkü, borsada gerçekleştirilen alım satım işlemleri, peşin işlem esasına göre gerçekleştirilir. Peşin işlem esası, işlemin Borsa'da yapıldığı gün işlemden doğan yükümlülüklerin kesinleşmesi, sermaye piyasası aracının teslimi ile bedelin ödenmesinin ilgili mevzuatta belirtilen sürelerde ve usulle yapılmasıdır (BİST Yönetmeliği m. 35/1). Yatırımcı, en geç takasa kadar hesabında işlem konusu sermaye piyasası aracını ya da bedeli hazır bulundurmaz ise peşin işlem esası değil de açığa satış ve kredili satış esasına göre işlem gerçekleştirilmiş olur ve bununla ilgili mevzuat uygulanır.

Borsada emirlerin eşleştiği ve alım satım sözleşmesinin kurulduğu güne işlem günü (T günü<sup>778</sup>) denir. İşlem günü, alım satım sözleşmesindeki bilgiler doğrultusunda Takasbank tarafından netleştirme yapılır. Netleştirme, o işlem günü içerisinde alım satım işlemleri yapan yatırımcının bu alım satımlar sonucu elde edeceği ya da ödemekle yükümlü olduğu net miktarı tespit etmek demektir. Netleştirme sonucu yatırımcı gün içerisinde yapmış olduğu alım satımlar sonucu ortaya çıkan net farkı ödemekle yükümlü

<sup>778</sup> “T” harfi, İngilizce'deki “*transaction date*” (işlem günü), teriminin kısaltmasıdır. Bkz. <https://www.investopedia.com/ask/answers/what-do-t1-t2-and-t3-mean/> (Erişim Tarihi: 28.01.2018).

olur ya da bu net fark kadar alacaklı olur. T günü akşamında müşteri detayında söz konusu olan ve netleştirilmiş borç/alacak bilgileri Takasbank tarafından MKK'ya bildirilir<sup>779</sup>. MKK da müşteri borç/alacak bilgileri doğrultusunda hesap kontrolleri yaparak, bu bilgileri hata kodlarıyla birlikte Takasbank'ın sistemine gönderir. MKK'dan gelen bu bilgiler uyarınca üye yatırım kuruluşu ve müşteri alt hesaplarında netleştirme bilgileri, işlem gününü izleyen T+1 günü Takasbank üye ekranlarına yansıtılır. Böylece üye yatırım kuruluşları T+1 günü içerisinde bu bilgileri Takasbank üye ekranlarından inceleyip herhangi bir hata gördüklerinde düzeltme işlemlerini BİST'e bildirebilirler. BİST de hatayı Takasbank'a bildirir. Takasbank da bunun üzerine müşteri detayında tekrar netleştirme yaparak T gününde yapılan netleştirme bilgileri ile düzeltmeler sonucunda yapılan netleştirme bilgilerini karşılaştırarak aradaki farkı yeniden MKK'ya bildirir<sup>780</sup>. MKK da gelen düzeltmeler sonucu oluşan farka istinaden T gününde gerçekleştirilen takas amaçlı virman blokaj işlemleriyle talimat işlemlerinde yapması gereken güncellemeleri yaparak ve T gününde yaptığı kontrolleri tekarlayarak bunları Takasbank sistemine aktarır. MKK'dan gelen bu güncel bilgiler doğrultusunda yatırım kuruluşu ve müşteri alt hesabı detayındaki netleştirme sonuçlarının nihai hâli Takasbank üye ekranına konulur.

Borsada gerçekleştirilen işlemlerin takası, işlem gününü izleyen ikinci iş günü (T+2) yapılır (Takas Esasları Yönergesi m. 17/1). T+2 iş günü sabahında MKK nezdindeki satım işlemi gerçekleştirmiş müşteri hesabındaki satışı yapılan sermaye piyasası araçları, takas amaçlı virman blokajı hesaplarından takas havuz hesabına aktarılır<sup>781</sup>. Sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşu havuz hesaplarından takas havuz hesaplarına aktarılmasıyla ilgili yatırım kuruluşunun sermaye piyasası aracı teslim borcu ifa edilmiş olur (Kaydileştirme Tebliği m. 17/2).

Borsada satımı yapılan pay, takas havuz hesabından alım işlemini gerçekleştiren yatırımcının çalıştığı yatırım kuruluşunun havuz hesabına aktarılır. O yatırım kuruluşu da payı, payı satın alan müşterisinin yatırımcı hesabına aktarır (Kaydileştirme Tebliği m. 17/2).

T+2 günü, yatırım kuruluşunun takastan olan nakdi alacaklarının ödenebilmesi ancak yatırım kuruluşunun Takasbank'a olan borçlarını ödediğinde mümkün olur. Zira,

<sup>779</sup> Ayhan, s. 87; ayrıca bkz. Pay Alım Satım Klavuzu s. 8, bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Pay Alım Satım Klavuzu [https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay\\_alim\\_satim\\_kilavuzu.pdf](https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay_alim_satim_kilavuzu.pdf) (Erişim Tarihi: 28.01.2018).

<sup>780</sup> Ayhan, s. 88.

<sup>781</sup> Pay Alım Satım Klavuzu s. 8, bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Pay Alım Satım Klavuzu [https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay\\_alim\\_satim\\_kilavuzu.pdf](https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay_alim_satim_kilavuzu.pdf); Sumer, s. 88.

teslim karşılığı ödeme prensibi söz konusudur (Takas Esasları Yönergesi m. 21). Bu prensibe göre, takas gününde takas borcunu yerine getirmeyen Takasbank üyesi yatırım kuruluşlarına takas alacakları ödenmez<sup>782</sup>. Bunların kapatılan takas borçları oranında takas alacakları serbestleşir ve MKK'ya pay alacaklarının dağıtılması amacıyla elektronik alacak dağıtım mesajı gönderilir. İlgili sermaye piyasası aracı teslim edildikten (takas havuz hesabına aktarıldıktan) sonra, borcun karşılığı olan nakit ödemeler sözleşmenin diğer tarafındaki yatırım kuruluşunun havuz hesabından takas havuz hesabına aktarılır ve buradan da alacaklı olan yatırım kuruluşunun havuz hesabına aktarılır. Daha sonra bunlar yatırım kuruluşu tarafından müşteri hesabına dağıtılır.

Görüldüğü üzere, kaydi sermaye piyasası araçları üzerinde hak sahipliği, taraflar karşı karşıya gelmeksizin, MKK tarafından tamamıyla bir elektronik sistem üzerinde teknik bir devir işlemi neticesinde el değiştirmektedir<sup>783</sup>.

Sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesini düzenleyen SerPK m. 13 hükmü, kaydi sermaye piyasası araçlarının MKK sisteminde elektronik ortamda kaydedileceğini öngörür. Hüküm, kaydi sermaye piyasası araçları üzerinde tesis edilen hakların üçüncü kişilere karşı öne sürülmesinde, MKK'ya yapılan bildirim tarihinin esas alınacağını belirtir (SerPK m. 13/5). Hüküm, kaydi payların devrinin ise TTK çerçevesinde ortaklık tarafından pay defterine kaydında<sup>784</sup>, ilgililerin başvurusunu değil MKK nezdinde izlenen kayıtları esas alır.

SerPK m. 13/5 hükmü uyarınca MKK nezdinde yapılan bu kaydın kurucu nitelikte mi yoksa açıklayıcı nitelikte mi olduğuna ilişkin doktrinde görüş ayrılığı mevcuttur. MKK'daki kayıtların kurucu nitelikte olduğunu savunan görüş<sup>785</sup>, SerPK m. 13/5 hükmünde, kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde bildirim tarihinin esas alınacağını belirtilmesini öne sürer. Bu görüşün taraftarları, SerPK m. 13/5 ve m. 13/6 hükümleri birlikte yorumlandığında, kaydi sermaye piyasası araçlarının devrinde ortaklık pay defterine kayıt anında devreden ve devralanın yaptıkları başvuruların ve beyanların değil de MKK kayıtlarının esas alınması nedeniyle MKK'daki kayıtların kurucu olduğunu savunur.

---

<sup>782</sup> Cem **Suca**, Türkiye'de Takas Sistemi ve Sistemin Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2004, s. 5.

<sup>783</sup> **Sevi**, s. 338.

<sup>784</sup> Kaydileştirilmiş payların pay defterine kaydına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **Yanlı/Okutan Nilsson**, s. 1328 vd.

<sup>785</sup> Asuman **Turanboy**, "2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 4487 sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi", AÜHFD, C. 48, S. 1-4, 1999, s. 51; **Sevi**, s. 338.

MKK kayıtlarının açıklayıcı nitelikte olduğunu savunan görüş ise hakkın kayıtlı doğacağına ilişkin açık ifadenin SerPK m. 13/5 hükmünde yer almaması nedeniyle kayıtların kurucu nitelikte olduğunun savunulamayacağını, kaydi sermaye piyasası araçlarının devrinde, hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde MKK kayıtlarının esas alınacağına belirtilmesinin devrin geçerliliği için söz konusu olmadığını savunur<sup>786</sup>. Bu görüş uyarınca, SerPK m. 13/5 hükmü, kaydi sermaye piyasası araçlarının MKK dışında alım satımının MKK kayıtlarına yansıtılabilmesi amacıyla getirilmiş bir hükümdür. MKK dışında kazanılan hakların MKK'ya bildirimine öncelik verir ve böylece borsadaki alım satım işlemlerinin MKK dışında yürümesinin işlem güvenliği bakımından sakınca doğurmasını bertaraf etmek amacıyla getirilmiştir<sup>787</sup>.

Kanaatimizce kaydi sistemdeki sermaye piyasası araçlarının devrinde hakkın doğumu açısından MKK'daki kayıtlar açıklayıcı etkiye sahiptir. Kanun'da, kurucu etkinin doğabilmesi için gerekli olan hakkın MKK'ya kayıtlı doğması ya da kaydın silinmesi ile sona ermesi ya da MKK'daki kayıtlara iyiniyetle güvenen üçüncü kişinin hakkı elde etmesi gibi düzenlemeler yer almamaktadır<sup>788</sup>. Nitekim, kaydi payların devrinin tasarruf işlemi niteliğindeki alacağın temlik hükümleri uyarınca gerçekleşmesi görüşümüz de bunu desteklemektedir. Zira, taraflar arasında yapılan alacağın temlik sözleşmesiyle kaydi payların mülkiyeti alıcıya geçer ve sonrasında MKK kayıtlarında yapılan değişiklik mülkiyetin geçişi açısından kurucu etki taşımaz. Kaldı ki, MKK kayıtlarının açıklayıcı olması sistemi, kaydi sistemden önce Takasbank'ta uygulanmış sistemle de aynıdır. Mevzuatta açık bir düzenleme yer olmadığından, daha sonra bu açıklayıcı sistemin değiştirildiği söylenemeyecektir<sup>789</sup>.

SerPK m. 13/5 hükmünde, kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde bildirim tarihinin esas alınacağına belirtilmesi ise MKK dışında gerçekleştirilebilecek kayıtlarda işlem güvenliğinin

---

<sup>786</sup> Ünal **Tekinalp**, Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde, Merkezi Kayıt Kuruluşu Kayıtlarının Etkisi, Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s. 543; **Manavgat**, Kaydi Sistem, s. 182; **Bahtiyar**, Sermaye Piyasası, s. 75; **Bahtiyar**, Ortaklıklar, s. 325; Ümit **Yayla**, "Menkul Kıymetlerin Kaydileştirilmesi", Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu, İstanbul 2011, s. 114; Serap **Boğa**, Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri, İstanbul 2010, s. 177; Fatih **Aydoğan**, "Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı ve Kaydileştirilmesi", Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), İstanbul 2019, s. 137; Necdet **Uzel**, Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, İstanbul, Nisan 2013, s. 40; Tuğba **Semerci Vuraloğlu**, Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı, İstanbul, Kasım 2018, s. 213, dn. 685.

<sup>787</sup> **Yayla**, s. 114.

<sup>788</sup> **Yayla**, s. 114.

<sup>789</sup> **Yayla**, s. 114.

sağlanması amacıyla öngörülmüştür<sup>790</sup>. Zira, kaydi paylar taraflar arasında MKK dışında el değiştirdiğinde bunun usulüne uygun şekilde MKK'ya bildirilmesi ve kayıtlara işlenmesi gerçek hak sahibinin MKK kayıtlarında yer alması açısından önemlidir. Dolayısıyla, MKK'daki kayıtlar, hakkın doğumunun üçüncü kişilere bildirilmesi amacıyla yapılan açıklayıcı nitelikte bir işlemdir.

#### **b) Yatırım Kuruluşunun Yatırımcı Alacaklarını Müşteri Hesabına Aktarmasının Hukuki Niteliği**

Önceki açıklamalarımızda, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında imzalanan çerçeve sözleşmenin hukuki niteliğinin vekalet sözleşmesi olduğu, yatırımcının bu çerçeve sözleşmeye dayanarak yatırım kuruluşuna verdiği talimatlar dahilinde kurulan bireysel sözleşmelerin hukuki niteliğinin ise komisyon sözleşmesi olduğu görüşünde olduğumuzu belirtmiştik<sup>791</sup>. Bireysel sözleşmeler komisyon sözleşmesi niteliğinde olduğundan bu sözleşmelerde yatırım kuruluşu yatırımcı hesabına kendi adına, dolaylı temsil hükümlerine göre hareket eder. Bu başlık altında, yatırım kuruluşunun yatırımcıyla kurduğu bu bireysel sözleşmeler neticesinde üçüncü kişiden elde ettiği hak ve borçları yatırımcıya ne şekilde aktaracağını inceleyeceğiz.

Komisyon sözleşmesinde komisyoncu üçüncü kişilerle müvekkili hesabına kendi adına işlemler yaptığı, dolaylı temsil hükümleri uyarınca hareket ettiği için bu işlemlerden doğan hak ve alacaklar da komisyoncunun kendisine ait olur<sup>792</sup>. Bu hak ve borçların müvekkilin malvarlığında doğabilmesi için komisyoncunun müvekkile ait hak ve borçları ikincil bir işlemle (alacağın devri ya da borcun nakli) ona devretmesi gerekir<sup>793</sup> (TBK m. 40/3). Komisyon sözleşmesinde meydana gelen boşluklara vekalet sözleşmesine ilişkin hükümler uygulandığı için bu durum, vekaletin ifası sebebiyle vekilin elde ettiği alacak haklarını müvekkile devretmesidir<sup>794</sup>. Vekilin bu borcu bir verme borcu olup, götürülmesi gereken bir borçtur. Aynı zamanda, çoğunlukla bir para borcu ya da çeşit (nevi) borcudur. Vekilin aldıklarını müvekkile devretmesi ise taşınmazlarda tescili tapuda müvekkili adına

<sup>790</sup> **Yayla**, s. 114.

<sup>791</sup> Bkz. İkinci Bölüm, § 2, II, E, 2.

<sup>792</sup> **Arkan**, s. 243; **Bahtiyar**, Ticari İşletme, s. 243, 245; Fatma **Hızır**, “Türk Borçlar Kanunu Kapsamında Alım ve Satım Komisyoncusunun Temsil Yetkisi”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 2871.

<sup>793</sup> **Arkan**, s. 243; **Bahtiyar**, Ticari İşletme, s. 245; Şener **Akyol**, Türk Medeni Hukukunda Temsil, İstanbul 2009, s. 60, 61; **Hızır**, s. 2871.

<sup>794</sup> **Tandoğan**, C. II, s. 495.

yaparak, taşınırlarda zilyetliği devrederek, alacak haklarında alacağın devri anlaşmasıyla yerine getirilir<sup>795</sup>.

Sermaye piyasası alım satım sözleşmelerinde yatırım kuruluşunun örneğin üçüncü kişiden elde ettiği payları yatırımcıya verme borcu bir çeşit borcu niteliğinde olduğundan yatırım kuruluşunun belirli numaralı payları vermesi değil paylardan sözleşme konusu miktarı yatırımcıya vermesi yeterli olur<sup>796</sup>. Bu sözleşmelerde, yatırımcının alacaklarının sözleşmenin diğer tarafındaki yatırım kuruluşunun havuz hesabından takas havuz hesabına aktarıldığını ve oradan da alacaklı olan yatırım kuruluşunun havuz hesabına aktarılıp bunların yatırım kuruluşu tarafından müşteri hesabına dağıtıldığını belirtmiştik. Dolayısıyla, sermaye piyasası alım satım sözleşmelerinde yatırım kuruluşu, yatırımcıya ait hakları kendi havuz hesabından yatırımcı hesabına aktardığında müvekkiline ait hakları ona devretme borcunu ifa etmiş olur. Görüldüğü üzere, sermaye piyasası alım satım aracılık faaliyetlerinde ifanın şekli özellik arz etmekle birlikte hukuki niteliği, vekalet sözleşmesindeki alacak haklarının devri için öngörülen alacağın devridir.

Yatırım kuruluşunun bu borcu, yatırımcının aslî menfaati üçüncü kişilerden elde edilen varlıkların kendisine iadesi olduğu için aslî edim yükümlülüğü niteliğindedir<sup>797</sup>. Yatırım kuruluşlarının bu borçlarını yerine getirememeleri ya da getirmemelerine ilişkin SerPK'da da önemli düzenlemelere yer verilmiştir. SerPK m. 96 uyarınca mevzuata aykırılık oluşturan bu durumda SPK yatırım kuruluşlarının faaliyetlerini kısmen ya da tamamen iptal edebilir veyahut başka tedbirler alabilir. Borcun ifa edilmemesinde sorumluluğu olduğu tespit edilen yöneticilere ve çalışanlara ilişkin de çeşitli önlemler öngörülmüştür (SerPK m. 96/2). Bunun dışında, anılan borcun yerine getirilmemesi durumunda SPK'nın ilgili yatırım kuruluşu hakkında tedrici tasfiye kararı verme, yatırımcıları tazmin kararı verme veyahut da iflasını isteme yetkileri de vardır (SerPK m. 97/1 ve m. 82/1). Genel hükümler uyarınca ise yatırımcı tarafından özen yükümlülüğünü yerine getirmemesi nedeniyle her zaman yatırım kuruluşunun sorumluluğuna gidilebilecektir.

TBK m. 40/2 uyarınca, temsilci bir hukuki işlem yaptığında kendisiyle sözleşme akdedilen üçüncü kişi, temsil ilişkisinin mevcut olduğunu hâlden anlar ise veya üçüncü kişinin, bu hukuki işlemi temsilci ya da temsil olunan ile yapması fark yaratmıyor ise bu

<sup>795</sup> Tandoğan, C. II, s. 495, 496.

<sup>796</sup> Tandoğan, C. II, s. 491.

<sup>797</sup> Gümüüş, Özen Borcu, s. 176; Sarı, s. 292.

hukuki işlemin sonuçları doğrudan doğruya temsil olunana ait olur<sup>798</sup>. Bu hüküm doğrudan temsil, başka bir deyişle temsilcinin temsil olunan adına ve hesabına işlem yaptığı durumda uygulama alanı bulur (TBK m. 40/1). Komisyon sözleşmesinde müvekkilin, TBK m. 40'taki imkândan faydalanması ise kanaatimizce söz konusu olmaz<sup>799</sup>. Zira daha önce de belirtildiği üzere komisyon sözleşmesinde dolaylı temsil hükümleri uygulanır. TBK m. 40 hükmü ise doğrudan temsili düzenlemiştir ve dolaylı temsil hükümlerine uygulanmaz<sup>800</sup>.

## **B. Yatırım Kuruluşlarının Alım Satıma Aracılık Faaliyetini Yerine Getirirken Yatırımcıya Karşı Borçları ve Uymaları Gereken Kurallar**

Vekalet ilişkisinde vekilin müvekkiline karşı olan borçları, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütürken yatırımcılara olan borçları olarak uygulanır.

Vekalette, vekil ile müvekkil arasındaki ilişki özel bir güvene dayanır<sup>801</sup>. Bunun sebeplerinden biri, vekalet sözleşmesinde vekilin müvekkil adına iş görmesi ile müvekkilin menfaati belirli olmakla birlikte bu menfaatin gerçekleştirilebilmesi için izlenecek yolun sözleşme imzalanırken henüz belirli olmamasıdır. Belirsizlik nedeniyle, müvekkilin nihai amacına ulaşabilmesi için vekalet ilişkisi süresince vekile talimat verme hakkı tanınmıştır<sup>802</sup>. Gerçekten de bir sermaye piyasası alım satıma aracılık faaliyeti sözleşmesinde yatırımcının temel ve nihai amacı kâr elde etmek iken bunun için hangi yolu izleyeceği, hangi sermaye piyasası aracı için alım ya da satım emri vereceği vekalet sözleşmesi oluşturulurken henüz objektif olarak belirli olmaz. Sermaye piyasasındaki an be an farklılık gösteren gelişmelere göre yatırımcının talimatları şekillenir. Yatırımcı da vekalet ilişkisinin içeriğini, piyasadaki gelişmeler ışığında talimat hakkını kullanma yoluyla belirler. Dolayısıyla, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasındaki güvenin, vekalet ilişkisinin devamı boyunca varolması gerekir.

Vekalet sözleşmesinin güven ilişkisine dayanmasının ikinci nedeni ise iş görmenin uzmanlık gerektiren bir alan olması ve müvekkilin bu konuda uzman olmamasıdır. Bu sebeple, müvekkil çoğu zaman vekilin faaliyetlerini denetleme imkânından yoksun olup müvekkilin alanında uzman olduğuna inandığı bu vekile güvenmekten başka seçeneği

<sup>798</sup> Arkan, s. 243; Bahtiyar, s. 243.

<sup>799</sup> Karş. Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 31.

<sup>800</sup> Şener Akyol, Türk Medeni Hukukunda Temsil, İstanbul 2009, s. 58.

<sup>801</sup> Suat Sarı, Vekalet Sözleşmesinin Tek Taraflı Sona Erdirilmesi, İstanbul 2004, s. 28, dn. 76.

<sup>802</sup> Sarı, s. 29.



olmaz. Sermaye piyasası alım satım aracılık faaliyetleri açısından, küçük yatırımcının çoğu zaman teknik bilgiden yoksun olduğunu ve bu alanda mesleki bilgiye sahip yatırım kuruluşlarına güvenerek sermaye piyasasında yatırım yaptıklarını belirtmiştik.

Vekalet sözleşmesinin güvene dayanmasının üçüncü nedeni olarak ise vekilin, müvekkilin kişisel veya ticari hayatındaki bir iş görmeyi gerçekleştirmesi sebebiyle müvekkile ait kişisel ya da ticari bilgileri öğrenmesinin zorunlu olması gösterilmektedir<sup>803</sup>. Yatırım kuruluşları da kendilerine güvenen yatırımcılara ait kişisel ve malî bilgileri öğrenmekte olup bu konuda sır saklama yükümlülükleri bulunmaktadır.

Aşağıda, yatırım kuruluşunun yatırımcı ile arasındaki bu güvene dayalı vekalet sözleşmesi niteliğindeki hukuki ilişkiden doğan yükümlülükleri incelenecektir.

### **1. Dürüst, Hakkaniyetli ve Özenli Davranma**

Yatırım kuruluşlarının faaliyetlerini yerine getirirken basiretli bir tacir gibi davranmaları yükümlülüğü ve aracılık hizmeti faaliyetinin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri ve bu kapsamda gerekli önlemleri almaları yükümlülüğü söz konusudur. Yatırım kuruluşlarının bu yükümlülüğü hem yatırımcılara hem de piyasanın kendisine karşı bulunmaktadır. TSPB Meslek Kuralları m. 6'da yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütürken müşteri çıkarlarını ve piyasanın onurunu ve işleyişini göz önüne alarak dürüst ve adil davranmaları gerektiği belirtilmiş, iş ilişkilerinde ve işlemlerinde doğru beyanda bulunmaları, mesleğin gereklerine uygun davranmaları, zamanında ve tam hareket etmeleri gerektiği düzenlenmiştir. Yatırım kuruluşlarının faaliyetlerini yerine getirirken haksız rekabete yol açabilecek davranışlarda bulunmamaları toplumsal faydayı gözeterek hareket etmeleri de lazımdır (TSPB Meslek Kuralları m. 11).

Türk Medeni Kanunu'ndaki "dürüst davranma" kuralının bir yansıması olan bu yükümlülük, yatırım kuruluşlarının faaliyetlerini icra ederken basiretli bir tacir gibi hareket etmeleri anlamına gelir (TMK m. 2, TTK m. 18/2). Basiretli tacir gibi davranma yükümlülüğü, tacirin kendi yetenek ve özelliklerine göre kendisinden beklenen özen yükümlülüğü, başka bir deyişle subjektif özen yükümlülüğü değil, aynı işletme konusunda faaliyet gösteren tedbirli ve öngörülü tacirden beklenen özen yükümlülüğü, diğer bir deyişle objektif özen yükümlülüğüdür<sup>804</sup>. Bu sebeple, bir anonim ortaklık şeklinde kurulan

<sup>803</sup> **Sarı**, s. 33.

<sup>804</sup> **Arkan**, s. 147; Reha **Poroy/Hamdi Yasaman**, Ticari İşletme Hukuku, 16. Baskı, İstanbul, Eylül 2018, s. 159;

ve tüzel kişi tacir olan yatırım kuruluşlarının da basiretli tacir gibi davranma yükümlülüğüne uyması ve subjektif ölçütlere göre değil objektif ölçütlere göre hareket etmeleri gerekir. Daha açık bir anlatımla, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunan tedbirli ve öngörülü bir yatırım kuruluşu nasıl hareket ediyorsa öyle hareket etmeleri beklenir<sup>805</sup>. Dolayısıyla, yatırım kuruluşunun yatırım hizmet ve faaliyetlerini yerine getirirken kendi yetenek ve imkânlarına göre kendisinden beklenebilecek özeni değil, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunan tedbirli, öngörülü bir yatırım kuruluşundan beklenen özeni göstermesi gerekmektedir.

Yatırım kuruluşlarının müşteri emirlerini değerlendirirken yatırımcılara karşı özenli ve sadakat içerisinde davranma yükümlülüğü ikincil mevzuatta da mevcuttur. Daha önce de belirttiğimiz üzere, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 19 ve m. 24 düzenlemelerinde, müşteri emirleri, emir gerçekleştirme politikası, çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü ve özen ve sadakat borcu çerçevesinde kabul edilerek yerine getirileceğini düzenleyerek yatırım kuruluşlarının özen ve sadakat yükümlülüğünün altını çizmiştir.

Ancak, yatırım kuruluşunun özen borcunun sınırını dikkatli çizmek önem arzeder. Zira, sermaye piyasasında piyasadan kaynaklı riskler hâli hazırda mevcut olup bu piyasada yatırım yapanlar her an zarara uğrama riskiyle karşı karşıyalardır. Eğer yatırımcılar, anılan şekilde piyasanın işleyişi ve piyasadaki mevcut riskler nedeniyle zarara uğramışlarsa burada yatırım kuruluşunun özenli davranma yükümlülüğüne aykırı davrandığı söylenemez. Örneğin, yatırımcıların satım işlemlerinde müşteri emrinde verdiği fiyattan sermaye piyasası araçlarına talep gelmeyebilir. Alım işlemlerinde de müşteri emrinin yatırım kuruluşu tarafından gerçekleştirilebilmesi için yatırımcının borsada talep ettiği fiyattan yeterli sermaye piyasası araçlarının işlem görmesi gerekmektedir. Bu sebeple, alım işlemlerinde de yatırımcının verdiği fiyattan sermaye piyasası aracı alımı gerçekleşmeyebilir. Bu durumlarda emir işlemi gerçekleşmeyebilir ve müşteri zarara uğrayabilir. Ancak bu durum, yatırım kuruluşunun özen borcunu yerine getirmemesi

---

**Bahtiyar**, Ticari İşletme, s. 115; **Nomer Ertan** (Ülgen), Ticari İşletme Hukuku, s. 285; **Bozkurt**, s. 196, 197; Mustafa Alper **Gümüş**, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) m. 18/II’de Yer Alan “Basiretli İş Adamı (Tacir) Davranışı” Ölçütünün İyiniyetin (TMK m. 3) Varlığının Belirlenmesindeki İşlevi”, Cevdet Yavuz’a Armağan, C. II, İstanbul, 2016, s. 1225.

<sup>805</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s.88; **Sönmez**, Aracı Kurum, s. 137; Kırca, s.125; **Sumer**, Meslek Kuralları, s. 99; Ayşe **Sumer**, Aracı Kurumlar, s. 679; Günal, Sermaye Piyasası Faaliyetleri, s.281; Oğuz Kürşat **Ünal**, “Tacirin Basiretli İş Adamı Gibi Hareket Mükellefiyeti”, Maliye Postası, Ankara 1988, s. 56.

nedeniyle müşterinin zarara uğraması anlamına gelmez<sup>806</sup>. Çünkü, buradaki zarar, piyasanın kendi işleyişinden kaynaklanmaktadır.

Yatırım kuruluşunun, müşterinin vakit kaybından ötürü herhangi bir zarara uğramamasını sağlama borcu özen yükümlülüğü kapsamındadır. Müşterinin verdiği emirlerin derhâl borsaya iletilmesi gerekir. Daha önce de ifade edildiği üzere, emirleri kısmen veya tamamen kabul etmeyen yatırım kuruluşunun bunu derhâl gerekçesiyle birlikte yatırımcıya iletmesi zorunludur (BİST Yönetmeliği m. 29/3). Aksi halde müşteri herhangi bir zarara uğrarsa bundan yatırım kuruluşu sorumlu olur<sup>807</sup>.

Daha önce de ifade edildiği üzere, yatırım kuruluşu ile müşterisi arasındaki temel ilişki vekalet ilişkisi olduğu için TBK m. 505/1 hükmünün yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki hukuki ilişkiye uygulanması da söz konusudur<sup>808</sup>. Vekalet sözleşmesi için öngörülen bu hüküm uyarınca vekilin, vekalet verenin talimatlarına uyma borcu vardır. Ancak, belirli hâllerde vekil talimattan sapabilir<sup>809</sup>. Bu hâller, vekilin vekalet verenden izin alma olasılığı bulunmayan ancak durumu bilseydi vekilin talimattan ayrılmaya izin vereceği açık olan hâllerdir. Bunun dışındaki hâllerde ise vekil, doğacak zararı üzerine almak şartıyla talimattan ayrılabilir<sup>810</sup> (TBK m. 505/2). Buna göre, sermaye piyasası alım satım sözleşmelerinde müşterinin verdiği emir açık bir biçimde müşterinin çıkarlarına aykırı ise söz konusu emri geri alması veya değiştirmesi yatırım kuruluşu tarafından müşterisine tavsiye edilmelidir. Eğer yatırım kuruluşu tarafından bu tavsiyeyi yapma imkânı bulunmuyorsa ve yatırım kuruluşu tavsiyede bulunsaydı müşterinin bu tavsiyeye riayet edeceği açık ise yatırım kuruluşu müşterinin emrinden ayrılmalıdır<sup>811</sup>. Yatırım kuruluşunun bu yükümlülüğü de dürüst ve özenli davranma yükümlülüğünün bir gereğidir.

Bu istisna haricinde TBK m. 505/2 uyarınca yatırım kuruluşunun müşteri emrinden ayrılmaması gerekir. Aksi hâlde müşterinin uğradığı zararı tazmin eder<sup>812</sup>. Vekalet

<sup>806</sup> Kırca, s.124; İncoğlu, s.152; Kara, s. 177.

<sup>807</sup> Kırca, s. 121.

<sup>808</sup> Bkz. Yukarıda, 2. Bölüm, § 2, II, A.

<sup>809</sup> Eren, s. 729; Zevkliler/Gökyayla, s. 619.

<sup>810</sup> Eren, s. 730; Zevkliler/Gökyayla, s. 619; Yavuz, Özel Hükümler, s. 693.

<sup>811</sup> İncoğlu: s. 155; Kırca: s. 120; Özkaya, s. 444.

<sup>812</sup> Örneğin, yatırımcı X kodlu pay için 5,00 TL'den 2000 lot alım işlemi için işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşuna emir vermiş ve yatırım kuruluşu X kodlu payın ileride daha çok değerleneceği şahsi düşüncesiyle talimattan ayrılarak 20000 lot alım emrini borsaya iletmişse, yatırımcının kendi emri uygulansaydı ödeyeceği 10.000 TL ile yatırım kuruluşunun talimata uymayarak borsaya iletildiği ve ödenmesi gereken 100.000 TL arasındaki fark yatırımcının zararını oluşturur. Bu zararın yatırım kuruluşu tarafından karşılanması gerekir. Aksi hâlde yatırım kuruluşu vekalet borcunu ifa etmiş olmaz.

yetkisinin aşıldığı durumda da yatırım kuruluşunun müşteri emrinden ayrılmış olduğu kabul edilir<sup>813</sup>.

Yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki vekalet ilişkisi gereği yatırım kuruluşunun aynı zamanda sır saklama yükümlülüğü de söz konusudur<sup>814</sup>. Yatırım kuruluşu ve çalışanları ile yatırım kuruluşuna dışarıdan hizmet veren kişiler, müşteriler hakkında öğrendikleri bilgileri açıklayamazlar ve kendilerinin veya üçüncü kişilerin çıkarına kullanamazlar. Müşteriye ait kimlik bilgileri, müşterinin ekonomik durumuna ilişkin hesabında bulundurduğu sermaye piyasası araçları ve nakit miktarı, yatırım tercihleri, yatırım hesabından yapılan ödemeler ve işlem yapma sıklığı gibi yatırım hizmet ve faaliyetleri sebebiyle öğrendikleri her çeşit bilgi bu kapsamdadır<sup>815</sup>. Yatırım kuruluşunun müşteriler hakkında sır saklama yükümlülüğünün içeriği objektif şekilde belirlenir ve bu içeriğe müşteriye ait her çeşit kişisel ve ticari vakıalar, olumlu ve olumsuz vakıalar dahildir<sup>816</sup>. Örneğin müşterinin belirli bir alım-satım işleminden kazanç elde edememiş olması da sır saklama yükümlülüğü kapsamında yatırım kuruluşu tarafından korunmalıdır. Yatırım kuruluşları bu sırları kanunda açıkça yetkili kılınmış mercilerden başka üçüncü kişilerle paylaşamazlar (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 23/1; TSPB Meslek Kuralları m. 18).

Yatırım kuruluşunun müşteri sırlarını üçüncü kişilerle paylaşması ihtimalinde bu durum öncelikle çerçeve sözleşmenin de ihlal edilmesi anlamına gelir. Aynı zamanda bu durum Medeni Kanun m. 24 ve m. 25 hükümleri uyarınca kişilik hakkına saldırı anlamına da gelir ve müşteri haksız fiil hükümleri uyarınca tazminat talep edebilir<sup>817</sup>.

Yatırım kuruluşunun sır saklama yükümlülüğünün istisnası ise kamunun aydınlatılması amacıyla yapılan açıklamalar açısından söz konusu olur. İhraççının ya da yatırım kuruluşunun kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirmesi gereken durumlar<sup>818</sup>, müşteriye karşı sır saklama yükümlülüğü kapsamında değildir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 23/2).

---

<sup>813</sup> **Tanör**, 1. Cilt, s. 256.

<sup>814</sup> **İnceoğlu**, s. 144; **Battal**, s. 212.

<sup>815</sup> **Kara**, s. 177, 178.

<sup>816</sup> Atilla **Altop**, Türk, İsviçre ve Alman Hukuklarında Bankaların Verdikleri Banka Bilgilerinden Dolayı Hukuki Sorumlulukları, İstanbul 1996, s. 41.

<sup>817</sup> İbrahim **Kaplan**, "Bankanın Sır Saklama Borcu", BATİDER 1990, C. XV, S. 4, s. 11; **Kara**, s. 179.

<sup>818</sup> **Kabaalioğlu**, Kamuyu Aydınlatma, s. 68.

## 2. Müşteri Hakkında Bilgi Toplama

Yatırım kuruluşlarının müşterilerle iş ilişkisi kurmalarından önce müşterinin kimlik bilgilerini almalarının yanında onların ekonomik durumları, yatırım tercihleri ve amaçları, risk potansiyelleri konusunda bilgi toplamaları, bu hususta gerekli testleri müşterilere uygulamaları ve bu bilgileri daima güncellemeleri gerekmektedir (TSPB Meslek Kuralları m. 13).

Görüldüğü üzere yatırım kuruluşlarının müşteri hakkında bilgi toplama yükümlülüğü iki yönlü ortaya çıkmaktadır. Bir yatırım kuruluşunun öncelikle kara paranın aklanması ve terörün finansmanının önlenmesine yönelik öngörülen mevzuat gereği müşterinin gerçek kimliğinin tespiti amacıyla müşteriye ilişkin bilgileri elde etmesi gerekmektedir<sup>819</sup>. Müşteriyi tanıma kuralı olarak nitelendirilen bu kurala ilişkin hem SPK'nın III-39.1 sayılı Tebliğ'inde, hem 11/10/2006 tarihli ve 5549 sayılı Suç Gelirlerinin Aklanmasının Önlenmesi Hakkında Kanun ve ilgili mevzuatta hem de TSPB Meslek Kuralları'nda düzenleme yapılmıştır.

Buna ek olarak, bir yatırım kuruluşunun müşterinin mali yapısına en uygun yatırımın yapılabilmesi amacıyla da müşterinin mali yapısı ve risk iştahı hakkında bilgi edinmesi gerekmektedir.

### a) Müşteriyi Tanıma

TSPB Meslek Kuralları uyarınca yatırım kuruluşlarının, kara paranın aklanması suçu ile mücadele etmesi, yolsuzlukla ilgili işlemlerin tespit edilmesi için mevzuat uyarınca öngörülen önlemleri alması, bu açıdan gerekli kurum ve kuruluşlarla işbirliği yapması ve gerekli tedbirleri alması düzenlenmiştir (TSPB Meslek Kuralları m. 12).

Türk Ceza Kanunu'nda düzenlenen suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama suçu (kara paranın aklanması suçu), kanun dışı yollardan elde edilen kazancın değerini olabildiğince koruyarak yasal bir hâle büründürülmesi ya da başka varlıklara dönüştürülmesidir (TCK m. 282). Bu suçun öngörülme amacı, meşru yollarla elde edilmemiş kazancın gayrimenkul, motorlu taşıtlar, sermaye piyasası araçları, döviz gibi varlıklara dönüştürülerek ekonomik sistem içine dahil edilmesinin önlenmesidir<sup>820</sup>. Kanun

<sup>819</sup> Kişisel verilerin işlenmesine ilişkin ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. 6698 sayılı Kişisel Verileri Koruma Kanunu m. 4 vd.; Elif **Küzeci**, Kişisel Verilerin Korunması, Ankara, Şubat 2019.

<sup>820</sup> Suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama suçuyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Sacit **Yılmaz**, "Suçtan Kaynaklanan Malvarlığı Değerlerini Aklama Suçu", Ankara Barosu Dergisi, 2011/2, s. 71-95.

dışı yollardan elde edilen gelirlerin kanuni hâle dönüştürülme yolları, bu gelirlerin meşru yollarla kazanıldığı saikiyle hareket edilerek sermaye piyasası araçlarına yatırılması, gelirlerin birden çok hesaba paylaştırılarak yatırılması, başka bir kimse adına yatırılmasıdır<sup>821</sup>. Bu sebeple, yatırım kuruluşlarının müşterileriyle ilgili işlem yaparken müşterilerinin kimliğini iyi analiz etmeleri, müşterinin TCK m. 282 kapsamında suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama suçunu işliyor olabileceğine dair şüphe duydukları konuda yetkili mercilere derhâl haber vermeleri gerekmektedir. Yatırım kuruluşlarının personelini de bu konuda bilgilendirmesi ve eğitmesi gerekmektedir.

Mali Eylem Görev Gücü (*Financial Action Task Force – FATF*) de, OECD bünyesinde terörün finanse edilmesinin ve kara paranın aklanması suçunun önüne geçerek uluslararası finansın işleyişinin sağlıklı bir şekilde devamı amacıyla oluşturulmuş ve bağlayıcı olmayan kurallar ihdas etmiştir<sup>822</sup>. Türkiye de FATF üyesi olup FATF'nin yayınladığı önerileri uygulamaya geçirmek adına Mali Suçları Araştırma Kurulu<sup>823</sup> (MASAK)'nu kurmuş ve 11/10/2006 tarihli ve 5549 sayılı Suç Gelirlerinin Aklanmasının Önlenmesi Hakkında Kanun<sup>824</sup> ve bu kanuna dayanarak çıkarılan Suç Gelirlerinin Aklanmasının ve Terörün Finansmanının Önlenmesine Dair Tedbirler Hakkında Yönetmelik (Tedbirler Yönetmeliği) başta olmak üzere düzenlemeler yapmıştır. Bu düzenlemelerde, sermaye piyasasında faaliyet gösteren yatırım kuruluşlarının yerine getirmesi gereken yükümlülükler de mevcuttur.

5549 sayılı Kanun m. 3 uyarınca aracılık işlemlerinde bulunanlar, kendileri nezdinde yapılan veya aracılık ettikleri işlemlerde işlem yapılmadan önce, işlem yapanlar ile nam veya hesaplarına işlem yapılanların kimliklerini tespit etmek zorundadırlar.

Sermaye piyasası alanında faaliyet gösteren yatırım kuruluşları da bu mevzuata tabi olup mevzuat anlamında “yükümlü” kabul edilirler (5549 sayılı Kanun m. 2/1-d ve Tedbirler Yönetmeliği m. 4/1-d). Bu husus III-39.1 sayılı Tebliğ m. 29'da aracı kurumun, 5549 sayılı Kanun ve Tedbirler Yönetmeliği uyarınca müşterinin kimlik bilgilerini alması gerektiği düzenlemesiyle de açıkça belirtilmiştir.

---

<sup>821</sup> **Yılmaz, S.**, s. 83.

<sup>822</sup> **Tütüncü**, s. 751; Bkz. FATF Who We Are?, <http://www.fatf-gafi.org/about/> (Erişim Tarihi: 18.11.2018).

<sup>823</sup> MASAK, 19.11.1996 tarihinde yürürlüğe giren 4208 sayılı Kararın Aklanmasının Önlenmesine Dair Kanun'a dayanarak kurulmuştur. MASAK'ın görev ve yetkileri 5549 sayılı Kanun ile yeniden düzenlenmiştir. Bkz. MASAK Görevler ve Yetkiler, <http://www.masak.gov.tr/tr/content/gorev-ve-yetkiler/39> (Erişim Tarihi: 18.11.2018).

<sup>824</sup> 11.10.2006 tarihli ve 26323 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Yükümlülerin, hangi durumlarda kimlik tespitinde bulunacakları Tedbirler Yönetmeliği m. 5'te düzenlenmiştir. Bu hükme göre yükümlülüğün söz konusu olacağı hâllerden biri de yükümlü ile müşteri arasında sürekli iş ilişkisi kurulmuş olmasıdır. Sürekli iş ilişkisi tesisinde, yapılan işlemin tutarına bakılmaksızın müşterinin kimliğine yönelik bilgilerin yükümlü tarafından alınması ve bu bilgilerin doğruluğunu teyit ederek müşterinin kimliğinin tespit edilmesi gerekir. Eğer yükümlü ile sürekli iş ilişkisini tesis eden kişi müşterinin temsilcisi ise temsilcinin de kimliğinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Tedbirler Yönetmeliği'nde sürekli iş ilişkisi, “*yükümlü ile müşteri arasında hesap açılması, kredi veya kredi kartı verilmesi, kiralık kasa, finansman, faktoring, finansal kiralama, hayat sigortası veya bireysel emeklilik gibi hizmetler nedeniyle kurulan, niteliği itibarıyla devamlılık unsuru taşıyan iş ilişkisi*” olarak tanımlanmıştır (Tedbirler Yönetmeliği m. 3/1-i).

Sermaye piyasasında alım satıma aracılık faaliyetinin gerçekleştirilebilmesi için imzalanan çerçeve sözleşmeyle birlikte yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasında sürekli borç ilişkisi doğuran hukuki ilişkinin kurulduğunu ve ancak çerçeve sözleşmenin müşteri tarafından imzalanması ile yatırım kuruluşu nezdinde müşteri hesabı açılacağını ve böylece yatırım kuruluşunun müşteri emirlerini kabul edebileceğini belirtmiştik<sup>825</sup>. Görüldüğü üzere, Tedbirler Yönetmeliği'ndeki sürekli iş ilişkisi tanımı uyarınca, alım satıma aracılık faaliyetinde yükümlü yatırım kuruluşu ile müşteri arasında hesap açılması söz konusu olmakta ve yatırım kuruluşunun müşterinin veya müşterinin temsilcisinin kimliğini tespit etmesi gerekmektedir. Kimlik tespiti, iş ilişkisi kurulmadan veya işlem yapılmadan önce tamamlanmalıdır. Dolayısıyla, müşteri ile çerçeve sözleşme yapılmadan evvel müşteriye ve varsa temsilcisine ait kimlik tespitinin yatırım kuruluşu tarafından yapılmış olması gerekir. Ayrıca yatırım kuruluşu, sürekli iş ilişkisinin amacı ve mahiyetiyle ilgili müşteriden bilgi de almalıdır (Tedbirler Yönetmeliği m. 5).

#### **b) Müşterinin Mali Yapısı Hakkında Bilgi Edinme**

Yatırım kuruluşunun “müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme borcu” uyarınca, alım satıma aracılık faaliyetini icra ederken, yatırımcının fiyat, maliyet, hız, takas, saklama,

<sup>825</sup> Bkz. Yukarıda, İkinci Bölüm, § 2, II.

karşı taraf vb. hususlarla ilgili tercih ve taleplerini dinleyerek ve bunları dikkate alarak yatırımcı için mümkün olan en iyi sonucu verecek şekilde emirleri yerine getirmesi gerektiği yukarıda açıklanmıştı<sup>826</sup> (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30). İşte, yatırım kuruluşu müşteriden topladığı bu bilgilerden hareketle müşteriye genel müşteri ya da profesyonel müşteri olarak sınıflandırması ve bu sınıflandırmaya uygun olarak hizmet vermesi gerekir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 30).

Yatırım kuruluşları, yaptıkları sınıflandırma sonucu genel müşteri sınıfına giren müşterilerine uygunluk testi<sup>827</sup> yapmak zorundadırlar. Uygunluk testi yatırım kuruluşu tarafından sunulan ya da müşteri tarafından satın alınmak istenen ürün ya da hizmetin o müşteri için uygun olup olmadığının anlaşılabilmesi için gereklidir. Müşterilerin, talep ettikleri ürün veya hizmeti satın aldıkları durumda karşılaşılabilecekleri riskleri anlayabilecek deneyim ve bilgiye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir<sup>828</sup> (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 33/1). Bu sebeple, yatırımcıların da yatırım kuruluşları tarafından talep edilen bu bilgileri doğru ve eksiksiz şekilde sağlamaları gerekir. Müşterinin ekonomik durumu, risk-getiri tercihi, yatırım amaçları ve süresi hakkında doğru bilgi vermediğinin ya da eksik veya güncel olmayan bilgi verdiğinin anlaşılması hâlinde yatırım kuruluşları hangi sermaye piyasası araçlarının ve hizmetlerinin müşteriye uygunluğunun tespit edilemediğini belirterek müşteriye uyarırlar (TSPB Meslek Kuralları m. 13). Bilgilerin yanlış ya da eksik verildiğinin tespiti durumunda müşteriye hizmet verilmemesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz. Zira, mevzuatın öngördüğü durumlarda gerekli teknik bilgidен yoksun olduğu kabul edilen genel müşterinin kendisine karşı da korunması, yanlış ve eksik bilgi sunan yatırımcının işlemlerinin gerçekleştirilmemesi gerekmektedir.

<sup>826</sup> Bkz. Yukarıda, İkinci Bölüm, § 2, III, A, 6, c.

<sup>827</sup> Yatırım kuruluşlarının genel müşterileri için uygunluk testi hazırlama yükümlülüğünün istisnasını yatırım fonu katılma payları ile Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören kamu borçlanma araçları oluşturur. Eğer yatırım kuruluşu ürün ya da hizmeti, müşterinin kendi talebi neticesinde sunmuş ve bu sayılan sermaye piyasası araçları için uygunluk testi yapmakla yükümlü olmadığını müşteriye bildirmişse, sayılan sermaye piyasası araçları için uygunluk testi yapmak zorunda değildir. Bildirime ilişkin ispat yükü yatırım kuruluşundadır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 33/2).

<sup>828</sup> Uygunluk testi için TSPB'nin sağladığı ve Kurul'un onay verdiği standart bir form kullanılır. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 33: "Uygunluk testi kapsamında asgari olarak aşağıda yer alan hususlarda bilgi alınır:

a) Müşterinin yatırım amaçlarına ilişkin olarak; yatırım süresi ile risk ve getiri tercihleri  
b) Müşterinin portföyünde veya hesabında gerçekleştirilecek işlemlere ilişkin riskleri anlayacak bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığına ilişkin olarak; müşterinin yaşı ve mesleği, eğitim durumu, geçmişte gerçekleştirdiği sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerin türü, niteliği, hacmi, sıklığı".



### 3. Müşterilere Bilgi ve Hesap Verme

Sermaye piyasasına yatırım yapan küçük yatırımcıların piyasa hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıklarının, mesleki ve teknik bilgiden yoksun olduğu kabul edildiği daha önce ifade edilmişti. Bu nedenle, yatırımcının korunmasının en önemli sacayaklarından birini, yatırımcının bilgilendirilmesi ve meydana gelen sonuçtan haberdar edilmesi oluşturur. Bu sebeple, yatırım kuruluşlarının uymaları gereken mesleki kurallarının en önemlilerinden birini yatırımcıyı ilgilendiren tüm hususlarda yatırımcıya gerekli bilgilendirmeyi yapmış olmaları oluşturur (TSPB Meslek Kuralları m. 15). Bu düzenleme, IOSCO raporundaki “müşteriler için bilgi” ilkesinin karşılığıdır. Yatırım kuruluşlarının kamunun aydınlatılması için yapmaları gereken ve ayrıntılı olarak düzenlenmiş açıklamalar, yatırımcıya vermeleri gereken bu bilgiden hariç tutulmaktadır. Bu başlık altında düzenlenen ve yatırım kuruluşları tarafından yatırımcıya verilmesi gereken bilgi ise yatırımcının doğru tercihte bulunması için gerekli olan bilgidir<sup>829</sup>.

Yatırımcıya bilgi verilmesi gereken bu hususların en başında kaydi sistem ve yatırımcıyı korumaya yönelik düzenlemeler gelmektedir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 24/1-ç). Bilindiği üzere kaydi sistem, sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın bilgisayar ortamından izlenmesi ve kayıt altına alınmasıdır. Yatırımcıların hak sahibi oldukları sermaye piyasası araçlarına ilişkin fizikî bir senet olmayacağına ve yatırımcıların hak sahipliğinin MKK nezdinde bilgisayar sistemine girilen verilerle kazanılacağına ilişkin yatırımcılara bilgi verilmelidir. Yatırımcının, mülkiyetindeki sermaye piyasası araçlarını izleyebileceği MKK nezdinde hesap açtırabileceği, bunun için yatırımcıya özel bir sicil numarası oluşturulacağı açıklanmalıdır<sup>830</sup>.

Kaydi sistem yanında yatırımcıyı korumaya yönelik düzenlemeler hususunda da yatırımcıya bilgi verilmelidir. YTM'nin yürüttüğü yatırımcı tazmin sistemi ve yatırımcının hangi zararlarına karşı ne tür bir usul ile hangi limitler dahilinde koruma sağladığı yatırımcıya açıklanmalıdır<sup>831</sup>. Bilgilerin ortalama bir yatırımcı için açık ve anlaşılır olması ölçüt olarak alınır<sup>832</sup>.

Yatırım kuruluşu, alım satım aracılık hizmetine başlamadan ve yatırımcıyla çerçeve sözleşme imzalamadan evvel öncelikle genel müşteri sıfatını haiz müşterilerine

<sup>829</sup> Sumer, Meslek Kuralları, s. 103.

<sup>830</sup> Kaydi sistemle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Yukarıda, İkinci Bölüm, § 2, II, H, 3.

<sup>831</sup> Yatırımcı tazmin sistemiyle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Aşağıda, Üçüncü Bölüm, § 3.

<sup>832</sup> Sumer, Aracı Kurumlar, s. 672.

"Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu"nun bir örneğini vermek ve bu formun genel müşteri tarafından okunup anlaşıldığına ilişkin yazılı beyanını almak mecburiyetindedir. Zira, yatırımcı sermaye piyasası araçlarıyla ilgili gerekli bilgiyi edindikten, sermaye piyasasında yatırım yapmanın riskine vakıf olduktan sonra yatırım kuruluşuyla çerçeve sözleşme imzalamalıdır.

"Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu"nun genel müşteriye verilip yazılı beyanının alınması (genel risk bildiriminin yapılması) yanında yatırım kuruluşu tarafından genel müşterilerine yatırım işlemine konu sermaye piyasası araçlarının riskleri açıklanmalıdır<sup>833</sup>.

Yatırım kuruluşu tarafından yatırımcılara sağlanan bu bilgilerin somut örneklerle ve istatistiklere dayalı olması gerekir. Açıklamaların genel müşteri tarafından okunup anlaşıldığına dair yazılı belge alınmalıdır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 25/2).

Bu açıklamalardaki bilgilerde değişiklik meydana gelirse bu değişikliğin yatırım kuruluşu tarafından öğrenilmesini takip eden 3 iş günü içinde, açıklamanın yapıldığı müşterilere değişiklik hakkında güncellemede bulunulması ve bu konuda müşterinin yazılı beyanının alınması gerekmektedir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 25/5). Bu hususlar hakkında açıklamalar yapılırken, genel ve muğlak ifadeler ya da düzenlemelere yapılan atıflarla yetinilmemelidir. Olabildiğince sayısal veya somut örnekler kullanılarak açıklama yapılmalıdır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 25/3).

Yatırım kuruluşunun müşterileri genel ya da profesyonel müşteri olarak sınıflandırdığı ifade edilmişti. Yatırım kuruluşunun bu sınıflandırma hakkında ve müşterinin sınıflandırmayı değiştirme hakkıyla ilgili de bilgi verme yükümlülüğü bulunmaktadır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 30/2).

Yatırım kuruluşu, genel müşteriler hakkında bilgi toplamak amacıyla yaptığı uygunluk testi neticesinde bir ürün ya da hizmetin o müşteriye uygun olmadığına karar

---

<sup>833</sup> Bu açıklamaların asgari olarak aşağıdaki bilgileri içermesi gerekir: "a) İşlemlere ilişkin her türlü komisyon, ücret ve vergi tutar veya oranları, b) İlgili sermaye piyasası aracının ikincil piyasasının olup olmadığı, c) İşleme konu sermaye piyasası aracının karşı taraf riski, likidite riski ve piyasa riskini içerecek şekilde risk profili, ç) Tezgaüstü türev ürünlerin genel olarak nasıl yapılandırıldığı ve fiyatlandırıldığı, d) Varsa piyasa yapıcısı ve ihraççı, e) Sermaye piyasası araçlarına ilişkin risk takibinin nasıl yapılacağı, f) Yurt dışı piyasalarda gerçekleştirilen işlemler için ayrıca, 1) Paranın yurt dışına nasıl transfer edildiği, 2) İşlem yapılan borsa ve platformlar, 3) Sermaye piyasası aracının veya müşteri varlığının nerede saklandığı, 4) İşlem tezgahüstü piyasalarda yapılıyorsa karşı taraf hakkında bilgi, 5) İşlem yapılan piyasalarda yatırımcı tazmin sistemi olup olmadığı ve varsa tazminin kapsamı hakkında bilgiler" (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 25/3).

verirse, bu konu hakkında da müşteriye bilgi vermek ve müşteriye yazılı olarak uyararak zorundadır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 33/9). Bu durumda yatırım kuruluşu, söz konusu bu ürün ya da hizmete yönelik olarak müşteriye genel yatırım tavsiyesinde bulunamayacaktır.

Yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasında doğabilecek bir çıkar çatışması var ancak bu çıkar çatışmasının önlenmesi piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul sebeplerden ötürü mümkün değilse, yatırım kuruluşu ortaya çıkabilecek bu çıkar çatışmasının içeriği ve nedenleriyle ilgili de yatırımcıya bilgi vermelidir. Bu bilgi, ilgili yatırım hizmeti yatırımcıya sunulmadan önce verilmeli ve yatırımcının bu çıkar çatışmasına rağmen yatırım hizmeti almak isteyip istemediği anlaşılmalıdır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 11/3).

Yapılan açıklamalara ilişkin yatırım kuruluşu tarafından yazılı beyan alınması yerindedir; zira yapılan açıklamaların ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 25/6). Tüm bu açıklamalar müşterinin anlayabileceği düzeyde açık ve anlaşılır olmak zorundadır.

İnternet üzerinden alım satım işlemlerinin yapılmasının artması nedeniyle, yatırımcıların internet üzerinden yaptıkları işlemlerle ilgili internet üzerinden dolandırıcılığa uğramalarının önüne geçmek adına da bilgilendirilmeleri gerekmektedir. Müşteri, internet üzerinden yapılabilecek dolandırıcılıklara ilişkin özel olarak uyarılmadıkça habersizdir<sup>834</sup>. Bu sebeple, yatırım kuruluşlarının müşterilerini internet şifrelerini korumaları, kimseyle paylaşmamaları gibi hususlarda aydınlatma yükümlülüğü de bulunmaktadır<sup>835</sup>. Bunun karşılığında müşterinin de hesabına ilişkin şifre/parola gibi bilgilerini gizli tutması ve üçüncü kişilerle paylaşmaması lazımdır. Müşterinin bu yükümlülüğü, “koruma yükümlülüğü” olarak nitelendirilmekte olup İkinci Bölüm, § 2, IV, D başlığı altında incelenmektedir.

#### **4. Çıkar Çatışmalarını Önleme**

Çıkar çatışması, yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasında meydana gelebileceği gibi bir yatırım kuruluşunun yatırımcıları arasında da meydana gelebilir. Yatırım kuruluşunun her iki tür çıkar çatışmasını da önleme yükümlülüğü vardır.

---

<sup>834</sup> Yeşim **Atamer**, “İnternet Bankacılığının Üçüncü Kişiler Tarafından Hukuka Aykırı Kullanımı Nedeniyle Doğan Zararı Kim Taşır?”, Banka Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu (8 Haziran 2007), Ankara 2007, s. 25.

<sup>835</sup> **Atamer**, İnternet Bankacılığı, s. 26.

Bir yatırım kuruluşunun organizasyon yapısını oluştururken yatırımcılarla arasındaki ya da yatırımcıların kendi aralarındaki çıkar çatışmalarına uygun şekilde bir yapı ve politika oluşturması, bu konuyla ilgili gerekli idari tedbirleri alması ve faaliyetlerini sunarken yatırımcıların çıkarlarını ve piyasa bütünlüğünü gözetmesi gerekir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 10/1-d ve m. 11/1). Bunun için yatırım kuruluşu tarafından yazılı bir çıkar çatışması politikası hazırlanması gerekir<sup>836</sup> (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 11/4). Çıkar çatışması politikası, yatırım kuruluşu ile müşteri arasında ya da yatırım kuruluşunun iki veya daha fazla müşterisi arasında çıkar çatışması söz konusu olduğunda, bu çatışmanın nasıl engelleneceğini düzenleyen ve eğer çıkar çatışması engellenemiyor ise bu durumda yatırım kuruluşunun nasıl bir usul izleyeceğini içeren bir rehberdir<sup>837</sup>.

#### a) Yatırım Kuruluşu ile Yatırımcı Arasındaki Çıkar Çatışmaları

Yatırım kuruluşları, sermaye piyasası hizmet ve faaliyetlerini yerine getirirken, kendi menfaatleri ile yatırımcıların menfaatleri çatışabilmektedir. Bu durumda yatırım kuruluşlarının önceliği yatırımcıların menfaatlerinin korunmasına vermeleri gerekir<sup>838</sup>.

Yatırım kuruluşları, müşterileriyle aralarında doğabilecek çıkar çatışmalarını önleyebilmek için gerekli her türlü önlemi almalıdırlar. Eğer çıkar çatışmaları bir yatırım kuruluşunun müşterileri arasında meydana gelmişse, yatırım kuruluşunun müşterilerine tarafsız ve adil yaklaşması gerekir (TSPB Meslek Kuralları m. 17).

Piyanın işleyişinden kaynaklanan sebeplerle bazen yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasındaki çıkar çatışmasının önlenmesi mümkün olmayabilir. Bu durumda dahi yatırım

<sup>836</sup> III-39.1 sayılı Tebliğ m. 12/1: “Yatırım kuruluşunun bir şirketler topluluğunun üyesi olması durumunda çıkar çatışması politikası, şirketler topluluğunun organizasyon yapısı ve diğer üyelerinin faaliyetleri de dikkate alınarak oluşturulur”; SerPK m. 45/5: “Yatırım kuruluşları, faaliyetleri nedeniyle oluşabilecek riskleri de dikkate alacak şekilde sundukları yatırım hizmet ve faaliyetlerine uygun, yatırımcı hak ve yararlarını gözeterek ve bu hizmet ve faaliyetlerden doğan yatırımcı şikâyetlerinin takibi ve sonuçlanmasını sağlamak üzere gerekli iç kontrol birim ve sistemlerini oluşturmakla yükümlüdürler”.

<sup>837</sup> III-39.1 sayılı Tebliğ m. 12/4: “Olası çıkar çatışmalarının önlenmesi için kabul edilen tedbirler ile çıkar çatışmalarının önlenemediği durumlarda takip edilecek prosedürlerin asgari olarak aşağıdaki hususları içermesi gerekir:

a) Yatırım kuruluşu içinde veya şirketler topluluğunun üyeleri arasında bilgi akışının önlenmesi veya yönetilmesine dair tedbirler.

b) Yatırım kuruluşunun çıkar çatışmasına konu olan birimleri ile bu birimlerde çalışanların gözetimine dair tedbirler.

c) Yatırım kuruluşunun çıkar çatışmasına konu olan birimlerinde çalışanların ücretlendirilmesine dair tedbirler.

ç) Yatırım kuruluşu çalışanlarının görev yerlerinin çıkar çatışmasına yol açmayacak şekilde belirlenmesine dair tedbirler”.

<sup>838</sup> Tüzel kişi tacir statüsünde olan ve iktisadi gayeler güden aracı kurumun müşterilerin menfaatlerini kendi menfaatlerinden önde tutması iş ahlâkı ve işletme sahiplerinin sosyal sorumlulukları ile açıklanmaktadır, **Sumer**, Meslek Kuralları, s. 101; **Aytaç**, Mesleki/Etik Kurallar, s. 65.

kuruluşu bu çıkar çatışmasıyla ilgili yatırımcıya bilgi vermeli ve yatırımcı bu bilgiye vakıf olduktan sonra yatırım kuruluşu ilgili yatırım hizmetini sunmalıdır. Gerekli bilginin verildiğine dair ispat yükü de yatırım kuruluşu üzerindedir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 11/3). Daha önce, borsaya intikal eden emirler karşılanırken fiyat önceliği, zaman önceliği ve müşteri emirlerinin önceliği kuralından söz edilmişti<sup>839</sup>. Müşteri emirlerinin önceliği kuralı, emirler arasında fiyat eşitliği ve zaman eşitliği söz konusu ise müşterilerin verdiği emirlerin yatırım kuruluşlarının kendi ad ve hesaplarına verdikleri emirlerden evvel yerine getirilmesi kuralıdır<sup>840</sup> (BİST Yönetmeliği m. 31/4). Müşteri emirleri yerine getirilirken yatırım kuruluşuyla doğabilecek herhangi bir çıkar çatışmasında müşterilerin çıkarlarına öncelik verilmesi ikincil mevzuatta açıkça düzenlenmiştir. Kaldı ki, bir yatırım kuruluşunun, piyasadaki bir sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek orandaki bir müşteri emrini gerçekleştirmeden önce kendisi alım ya da satım yaparsa ve bundan kazanç elde ederse bu eylemi “önceden işlem” (*frontrunning*)<sup>841</sup> olarak nitelendirilir ve bilgi suistimali suçunu oluşturur (SerPK m. 106).

Sermaye piyasasında alım satım işlemlerinde, müşteriler bir yatırım kuruluşunda yatırım hesabı açtıktan sonra boş ordinoları<sup>842</sup> imzalayarak işlemlerin yapılmasından önce ya da talimatsız yapılan işlemlerde bu işlemlerin yapılmasından sonra yatırım kuruluşuna verebilir. Bu durum, yatırım kuruluşunun daha fazla kurtaj ücreti (komisyon ücreti) elde etmek için daha çok sayıda işlem yapmak amacıyla müşteriye yönlendirmesi olabilir. Dolayısıyla, bu durumda yatırım kuruluşu yatırımcıdan daha fazla miktarda kurtaj ödemesi alırken yatırımcı yapılan işlemlerden ötürü zarar görebilir<sup>843</sup>. Zarar eden yatırımcı, önceden ordinoları imzalamış olduğu için yapılan işlemlere de itiraz edemeyecektir. Provizyon avcılığı (*churning*) olarak tabir edilen bu durumda yatırım kuruluşu daha yüksek miktarda aracılık ücreti kazanabilmek için müşterinin çıkarına aykırı olarak çok fazla sayıda alım

<sup>839</sup> Bkz. Yukarıda, İkinci Bölüm, § 2, III, A, 5.

<sup>840</sup> Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyiş Esasları Genelgesi, s. 6 (Erişim Tarihi: <http://www.borsaistanbul.com/data/Genelge/gn433yeni.pdf>), İnceoğlu, s. 153; Kırca, s. 121.

<sup>841</sup> “Önceden işlem” eylemine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Pınar **Gürel**, Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanların Sorumluluğu, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2003; Oral **Erdoğan**/Ethem **Sancak**, “Türk Sermaye Piyasasında Önceden İşlemlere Karşı Yeni Yaklaşımlar ve Yeni Yaklaşımların Piyasa Üzerinde Olası Etkileri, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi”, C. 8, S. 14, Ocak 2016, s. 103-124; **Kalkan/Onur**, s. 74.

<sup>842</sup> Ordino, İtalyanca kökenli bir sözcük olup müşterilerin yatırım kuruluşlarına verdikleri alım satım emirlerini içeren imzalı belgedir. Bkz. Piyasa Rehberi Sözlüğü, <http://piyasarehberi.org/sozluk/ordino> (Erişim Tarihi: 19.07.2018).

<sup>843</sup> **Kara**, s. 182.

satıma işlemi yapmaktadır<sup>844</sup>. Müşteri, eğer gerçek durumu bilseydi yapmayacağı işlemlerin masraflarına katlanmak zorunda bırakılmaktadır. Yatırım kuruluşu çıkar çatışması politikası hazırlarken bu hususa da dikkat etmelidir. Çıkar politikasında, yatırım kuruluşu ya da yatırım kuruluşuyla ilgili kişilerin<sup>845</sup> müşteri aleyhine ya da müşteriye hiçbir getirisi olmayacağı halde mali kazanç elde etmeleri engellenmelidir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 12/3-a,b).

Yatırım kuruluşunun, çıkar çatışması politikasında yer verdiği önlemler, bir müşteri veya bir müşteri grubu ile yatırım kuruluşu arasındaki çıkar çatışmasının yönetilmesi konusunda yeterli değil ise ve/veya bu önlemler uygulanmıyorsa, bu durumu tespit eden SPK, o aracı kurum bazında önlemler ile ek önlemler alınmasını talep edebilir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 12/6).

Yatırımcı hesapları, gün içinde bir müşteri emrine konu olmayan ve gün sonu itibariyle alacak bakiye veren yatırımcı hesaplarında nakit mevcut olabilir. Bu nakitler, III.37-1 sayılı Tebliğ m. 66 hükmüne göre, eğer çerçeve sözleşmede yatırım kuruluşuna yetki verilmişse tüm yatırımcılar açısından toplu olarak veya ayrı ayrı yatırımcı bazında işleme konulabilir. Ancak bu işlem, aracı kurumun yetkili olduğu faaliyetler, işletme politikası ve yatırımcının tercihleri doğrultusunda olmalıdır. Eğer bu nakitler, tüm yatırımcılar açısından toplu olarak değerlendirilmişse buradan elde edilen gelir de yatırımcı hesaplarına oransal olarak dağıtılmalıdır.

Eğer çerçeve sözleşmede hüküm varsa, yatırımcı hesaplarında kalan nakit alacak bakiyelerinin kullanımındaki alt limit yatırım kuruluşu tarafından belirlenebilir. Bu alt limitte herhangi bir değişiklik söz konusu olursa yatırım kuruluşu tarafından yatırımcıya yazılı olarak veya derhâl haber verilmelidir. Herhangi bir ihtilaf halinde, belirlenen bu alt limitteki değişikliklere ilişkin ispat yükü yatırım kuruluşundadır (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 66/3). Belirlenen bu alt limitin altında kalan müşteri nakitleri çerçeve sözleşmedeki hüküm gereği, getiri talep etmeyen müşterilerin nakitleri ise müşteriden ayrı olarak alınacak yazılı onay ile getiri aracı kurumda kalacak şekilde anapara zarara uğratılmaması koşuluyla değerlendirilebilir (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 66/4). Kanaatimizce aracı kurumun menfaat

---

<sup>844</sup> **Gürel**, s. 2. Provizyon avcılığı ABD’de 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu §240.15c1-7 hükmü ile yasaklanmıştır. Bkz. [https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?mc=true&node=se17.4.240\\_115c1\\_67&rgn=div8](https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?mc=true&node=se17.4.240_115c1_67&rgn=div8) (Erişim Tarihi: 18.07.2018).

<sup>845</sup> Aracı kurumla ilgili kişiler, ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili bulunan kişilerdir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 12/3).

elde etmesini sağlayacak ve yatırımcı ile çıkar çatışması doğurabilecek bu hususun ayrıntılı olarak düzenlenmesi yatırımcının korunması açısından yerinde olmuştur.

Yatırım kuruluşlarının müşterilerine ait sermaye piyasası araçlarını ya da nakiti ödünç alma ya da yatırım kuruluşlarının kendilerinin ya da grup şirketlerinin aldıkları krediler için teminat olarak gösterme gibi yollarla izinsiz kullanmaları söz konusu olabilmektedir<sup>846</sup>. Oysa bu durum yatırım kuruluşlarının müşteri varlıklarını izinsiz kullanmaları olup yasaklanmıştır. III.37-1 sayılı Tebliğ m. 66/5 uyarınca, *“Bankalar nezdinde tutulmakta olan müşteri nakitlerinin aracı kurum müşterileri için açılacak olan münferit bir hesapta, aracı kurumun kendi nakit varlığından ayrı olarak izlenmesi esastır. Müşteriler adına açılacak olan hesap açıkça ilgili aracı kurum müşterilerine ait olduğu belirtilecek şekilde tanımlanır ve amacı dışında kullanılamaz. Müşteri nakit varlıklarının saklandığı hesaplar kredi teminatı olarak gösterilemez, bu hesaplar üzerinde aracı kurum lehine blokaj, rehin ve benzeri takyidat tesis edilemez”*. Görüldüğü üzere anılan hükümde, bankalardaki müşteri nakitlerinin yatırım kuruluşunun kendi nakit varlığından ayrı bir hesapta tutulması öngörülmüş ve amacı dışında kullanımı yasaklanmıştır.

Müşterinin yatırım kuruluşu nezdindeki sermaye piyasası araçları ve nakit malvarlığı korunarak yatırım kuruluşunun bunlar üzerinde yetkisi olmaksızın tasarrufla bulunması engellenmiştir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 56/1-f). Aksi halde, yatırım kuruluşu müşterinin malvarlığında meydana gelen zarardan sorumlu olur. Bankalarda tutulmakta olan yatırımcı nakitleri de aracı kurumun yatırımcıları için açılacak olan münferit bir hesapta ve aracı kurumun kendi nakit varlığından ayrı olarak izlenmelidir. Bu hesabın, açıkça ilgili aracı kurum müşterilerine ait olduğu belirtilecek şekilde tanımlanmalı ve bu amaç haricinde kullanılmamalıdır. Aracı kurumun ilgili bankadaki kendi malvarlığı ile yatırımcının malvarlığı birbirine karıştırılmamalıdır. Aracı kurum tarafından bankaya söz konusu hesaptaki paranın aracı kurumun yatırımcısına ait olduğu ve bu hesabın herhangi bir şekilde aracı kurumun kendi hesabı ile birleştirilmemesi gerektiği yazılı olarak bildirilmeli ve akabinde de bankadan bu bildirim yapıldığına ilişkin onay alınmalıdır. Eğer banka tarafından bildirim yapıldığına ilişkin 15 iş günü içinde onay verilmez ise aracı kurum yatırımcısına ait hesaptaki tutarı başka bir bankaya aktarmalıdır. Aynı şekilde, yatırımcının nakit varlıklarının saklandığı hesaplar kredi teminatı olarak gösterilemez, bu hesaplar üzerinde aracı kurum lehine blokaj, rehin ve benzeri sınırlamalar kurulamaz (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 66/5-6). Böylece aracı kurum tüzel kişiliğinin bankadaki

---

<sup>846</sup> Kalkan/Onur, s. 73.

malvarlığıyla yatırımcının aynı bankadaki malvarlığı kesin çizgilerle birbirinden ayrılmaya ve aracı kurumun yatırımcı malvarlığını suistimal etmesi önlenmeye çalışılmıştır.

Yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında doğabilecek çıkar çatışması, yatırım kuruluşunun tüzel kişiliği yanında, yatırım kuruluşunun ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bu kişilerle doğrudan ya da dolaylı ilişkisi bulunan kişiler ile yatırımcılar arasında doğabilecek çıkar çatışmalarını da kapsar (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 11/2). Yatırım kuruluşu, bir şirketler topluluğunu oluşturan şirketlerden biri ise bu durumda çıkar çatışması politikası, şirketler topluluğunun organizasyon yapısı ve diğer üyelerinin faaliyetleri de dikkate alınarak oluşturulur (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 12/1). Organizasyon yapısının oluşturulması, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında imzalanacak çerçeve sözleşmelerin hazırlanması, alım satım işlemlerinin takip edilmesi, hesapların açık ve güvenilir olması amacıyla çalışmalar yapılmasıdır<sup>847</sup>. Bunun için yatırım kuruluşu gerekli bilgisayar alt yapısını oluşturmalı, müşterilerin kolayca işlem yapabilmesi için gerekli altyapı kontrolünü ve onarımını yaptırmalıdır.

#### **b) Yatırımcıların Kendi Aralarındaki Çıkar Çatışmaları**

Yatırım kuruluşunun müşterilerinin kendi aralarında çıkar çatışması var ise yatırım kuruluşu her müşterisine eşit ve adil davranmalıdır<sup>848</sup>. Yatırım kuruluşu, çıkar çatışması politikası hazırlarken bir müşteri ya da müşteri grubunun diğer bir müşteri veya müşteri grubuna tercih edilmesi sonucunda çıkar elde edecekleri durumları göz önünde bulundurmalıdır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 12/3-c).

Eğer müşterilerin verdiği emirler arasında eşitlik varsa, yukarıda açıklanan fiyat önceliği ve zaman önceliği kurallarına göre eşleştirme yapılmalıdır. Bu kurallar gözetilmeksizin, yatırım kuruluşunun belirli müşterilerine öncelik vermesi durumunda zarar gören müşteri aracı kurumdan tazminat talep edebilir. Bir başka ihtimalde ise yatırım kuruluşunun iki müşterisi arasında aynı sermaye piyasası aracına ilişkin birinin alım emri, diğerinin ise satım emri verdiği durumlarda müşteriler arasında çıkar çatışması doğabilir. Bu olasılıkta, söz konusu sermaye piyasası aracının fiyatının yatırım kuruluşunun belirli bir müşterisi lehine inmesi ya da çıkması için beklenmeden yatırım kuruluşu tarafından derhâl işlem yapılmalıdır<sup>849</sup>.

<sup>847</sup> Sumer, Meslek Kuralları, s. 101.

<sup>848</sup> Sumer, Meslek Kuralları, s. 102.

<sup>849</sup> Kara, s. 184.



## 5. Kaynaklarını Etkin Şekilde Kullanma

Yatırım kuruluşlarının faaliyetlerinin devamlılığının sağlanması ve yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için hem mali, hem teknolojiye ilişkin hem de personele ilişkin kaynaklarını verimli ve etkin şekilde kullanmaları gerekir (TSPB Meslek Kuralları m. 10). Yatırım kuruluşları hizmetlerini yerine getirmek için sahip oldukları kaynakları özenli ve etkili biçimde kullanma yükümlülüğü altındadır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 24).

Aracı kurumların kuruluş şartlarını açıklarken belirli sermaye yeterliliğine sahip olmaları gerektiğini, aracı kurum kurucularının da belirli mali yeterlilikte olmalarının arandığını ve SPK gerekli görürse aracı kurumlardan belirli oranda bir teminat yatırmasını isteyebileceğini belirtmiştik. Aracı kurumların sermayeleriyle ilgili uymaları gereken bu yeterliliklere ve kurallara yalnızca kuruldukları anda değil faaliyet gösterdikleri süre boyunca uymaları ve bunun için de kaynaklarını etkin şekilde kullanmaları gerekir. Aracı kurumların mali yeterliliği, IOSCO'nun aradığı yatırım kuruluşlarının mesleki yeterliliğinin bulunması zorunluluğu kapsamında değerlendirilmektedir<sup>850</sup>. Tüm bunların nedeni, yatırım kuruluşlarının kaynaklarının yetersiz hâle gelerek yatırımcıların çıkarlarının zarar görmesinin önlenmesidir.

## 6. Şeffaf Olma

Yatırım kuruluşlarının, alım satıma aracılık faaliyetlerinde yatırımcılar başta olmak üzere Takasbank, MKK gibi işlemleri yürüten tüm kurumları, SPK gibi kamu kurum ve kuruluşları mevzuatın öngördüğü şekilde doğru, eksiksiz ve hızlı şekilde eşit olarak bilgilendirmesi gerekir (TSPB Meslek Kuralları m. 9) Bu, şeffaflık (saydamlık) ilkesinin gereğidir.

Aracı kurumun kuruluş şartları arasında ortaklık yapısının şeffaf ve açık olmasının aranması da bu yükümlülüğün bir sonucudur (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 5/1-f). Aynı husus, aracı kuruma dışarıdan hizmet sağlayan kuruluşlar için de geçerlidir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 53/1-a). Aracılık işlemleri güven ilişkisi temelinde kurulduğundan, alâde bir anonim ortaklığın aksine bir yatırım kuruluşunun yatırımcıya güven verecek şekilde mümkün olduğunca şeffaf olması aranmaktadır. Bu sebeple, yatırım kuruluşlarının müşterileriyle ilişkilerinde yeterli bilgilendirme yapmalarının yanında şeffaflığı da sağlamaları gerekir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 24/1-ç).

<sup>850</sup> Sumer, Meslek Kuralları, s. 102.

Esasen şeffaflık ilkesi, müşterilere bilgi verme ilkesiyle doğrudan ilgilidir. Zira, yatırım kuruluşlarının “müşterileriyle olan ilişkilerinde kaydi sistem ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriye ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları” gerekir. Görüldüğü üzere, yatırım kuruluşlarının müşterileriyle olan ilişkilerinde yatırımcının korunmasına ve kaydi sisteme ilişkin yeterli bilgilendirmenin yapılması, şeffaflığın sağlanmasıyla özdeşleştirilmiştir.

#### **IV. Alım Satım Aracılık Sözleşmesinde Yatırımcının Yatırım Kuruluşuna Karşı Borçları**

Daha önce de ifade edildiği üzere, sermaye piyasası alım satım işlemleri mutlaka bir yatırım kuruluşu aracılığıyla yerine getirildiğinden, yatırımcının, yatırım kuruluşuna karşı olan çerçeve sözleşmeden doğan borçlarıyla yatırım kuruluşunun alım satım işleminin diğer tarafına karşı olan borçlarını birbirinden ayırmak gerekir. Yatırımcı, yatırım kuruluşuna karşı olan taahhütlerini yerine getirmediği durumda yatırım kuruluşu da alım satım sözleşmesinin diğer tarafına karşı olan taahhütlerini yerine getiremeyecektir.

##### **A. Ücret ve Masrafları Ödeme Borcu**

Alım satım komisyonculuğu ücret karşılığında yapılır (TBK m. 532/1). Bu ücret genellikle alım ya da satım bedelinin belirli bir yüzdesi şeklinde öngörülür<sup>851</sup>. Yatırım kuruluşunun, alım satım komisyonculuğu nedeniyle aldığı bu ücrete kurtaj ücreti denir. Kurtaj ücreti, yatırımcı ve yatırım kuruluşu arasında serbestçe belirlenir<sup>852</sup>. Yatırım kuruluşunun risk bildirim formu yanında sermaye piyasası araçlarının risklerini ve sermaye piyasası işlemlerine yönelik her tür ücret, komisyon, vergi tutarı ve oranını da müşteriye açıklaması, açıklamaların anlaşıldığına dair müşterinin yazılı onayını alması gerektiğini belirtmiştik (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 25). İşte, yatırım kuruluşunun müşteriye açıkladığı işlemler için ücret, komisyon ve her türlü verginin ödenmesi, yatırımcının yatırım kuruluşuna karşı olan borçlarından biridir.

Komisyon sözleşmesi uyarınca, komisyoncunun ücretini talep edebilmesi için öncelikle işi yapması gerekir (TBK m. 539/1). Başka bir deyişle, müşteri hesabına yapılan alım satım işlemi sonucu komisyoncu olan yatırım kuruluşuna elde edilen sermaye piyasası

<sup>851</sup> Arkan, s. 245; Bahtiyar, Ticari İşletme, s. 245.

<sup>852</sup> Borsa İstanbul Yatırımcı Danışma Merkezi tarafından hazırlanan “Pay Alım Satım Klavuzu” s. 5 [https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay\\_alim\\_satim\\_kilavuzu.pdf](https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay_alim_satim_kilavuzu.pdf) (Erişim Tarihi: 26.01.2019).

aracının teslim edilmiş olması ya da nakdin ödenmiş olması gerekir<sup>853</sup>. Yatırım kuruluşu bu borcunu ifa ettikten sonra yatırımcının ücret ödeme borcu doğacaktır. Başka bir anlatımla, yatırım kuruluşu ve müşteri arasında geçerli olarak akdedilmiş bir sözleşme var ise ve yatırım kuruluşu bu sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirmiş ise yatırımcı da yatırım kuruluşuna kurtaj ve ayrıca işlemin gerçekleşmesi için yapılan masrafları ödemek zorundadır<sup>854</sup>. Masraflar, alım satım aracılık işleminin gerçekleşmesi için yatırım kuruluşunun ödemiş olduğu tüm ücretlerdir. Yatırım kuruluşunun çalışanlarına ödediği ücret ise masraflara dahil değildir.

Komisyoncu niteliğindeki yatırım kuruluşu, dürüstlük kurallarına aykırı davranırsa, örneğin daha fazla komisyon ücretine hak kazanmak için müşteriye yanlış bilgilendirme yaparsa, ücret isteyemez (TBK m. 540/1). Komisyon sözleşmesi için öngörülen ve komisyoncunun satın aldığından fazla ya da sattığından eksik bir bedel bildirmesi, yani bedelin gerçekleşen bedelden farklı gösterilmesi durumunda müvekkilin tamamen aradan çıkarak komisyoncu, satılanın alıcısı ya da satıcısı sayma hakkı burada da geçerlidir (TBK md. 540/II). Bu durumda yatırım kuruluşu yatırımcı hesabına kendi adına hareket etmiş olmaz, kendi ad ve hesabına hareket etmiş olur. Bu ihtimalde de yatırım kuruluşu komisyon ücretine hak kazanamaz<sup>855</sup>.

## **B. Sermaye Piyasası Aracının veya Nakdin Teslimi Borcu**

Borsada gerçekleştirilen işlemlerde, müşteriler tarafından borsada alım emri verildiği durumda nakit ödemenin, satım emri verildiği durumda ise sermaye piyasası aracını teslimin zamanında yapılmaması durumunda borsa üyesi yatırım kuruluşları borsa mevzuatı uyarınca sorumluluk altına girmektedirler<sup>856</sup>. Yukarıda, borsadaki alım satım işlemlerini yatırımcıların değil yatırımcı hesabına kendi adlarına hareket eden yatırım kuruluşlarının gerçekleştirdikleri ifade edilmişti. Bu sebeple, yatırım kuruluşlarının borsa nezdinde yatırımcı hesabına borçlandıkları yükümlülüklerini yerine getirmeleri için yatırımcı tarafından alım veya satım emri verildikten itibaren en geç takas anına kadar işlem konusu sermaye piyasası araçlarını teslim etmesi ya da nakdi tevdi etmesi gerekmektedir<sup>857</sup>. Ancak günümüzde sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi esas olduğundan ve kaydi sermaye piyasası araçları MKK nezdinde kaydi sistemle

<sup>853</sup> Kırca, s. 149.

<sup>854</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 93.

<sup>855</sup> Kaya (Ülgen), Ticari İşletme, s. 754-755; Bahtiyar, s. 243; Hızır, s. 2873.

<sup>856</sup> Konuralp/Konuralp, s. 597.

<sup>857</sup> Çetin, Alım Satım İşlemleri, s. 30.

izlendiğinden sermaye piyasası araçlarının fiziken teslim yükümlülüğünün pratik anlamı kalmamıştır.

### C. Bilgi Verme Borcu

Müşterinin yatırım kuruluşuna vermesi gereken bilgiler arasında, müşterinin portföyünde veya hesabında gerçekleştirilecek işlemlere ilişkin riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığına ilişkin olarak; yaşı ve mesleği, eğitim durumu, geçmişte gerçekleştirdiği işlemlere konu olan sermaye piyasası araçları, söz konusu işlemlerin türü, niteliği, hacmi ve sıklığına dair bilgi de alır<sup>858</sup>. Zira, bu bilgiler ışığında yatırımcının genel müşteri ya da profesyonel müşteri olarak sınıflandırılması söz konusu olacaktır. Yukarıda açıklandığı üzere yatırımcıların profesyonel müşteri – genel müşteri olarak sınıflandırılması, her bir yatırımcı grubu için özel yükümlülüklerin ve koruma mekanizmalarının belirlenmesi için önemlidir<sup>859</sup>. Profesyonel müşteri – genel müşteri sınıflandırmasıyla ilgili olarak, yatırım kuruluşlarının müşterilerine yer aldıkları sınıfla ve bu sınıfa değiştirme haklarıyla ilgili bilgi verme yükümlülüğü olduğu kadar müşterilerin de tabi oldukları sınıflandırmayı etkileyebilecek bir değişiklik meydana geldiğinde bunu yatırım kuruluşuna bildirmesi, güncellenen durumlarla ilgili yatırım kuruluşunu bilgilendirmesi gerekmektedir. Aksi halde, müşterinin yanlış sınıflandırılmasıyla ilgili doğabilecek zararlardan müşteri sorumlu olur (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 30). Esasen müşterinin kendi yararına olan bu yükümlülük hakkında da yatırım kuruluşu tarafından önceden bilgilendirme yapılması gerektiği, aksi hâlde meydana gelen zarardan sorumlu olmayacağı kanaatindeyiz.

Yatırımcının doğru, eksiksiz ve zamanında bilgi verme yükümlülüğünde kendisinin menfaati olduğu kadar yatırım kuruluşunun da mesleki kariyeri açısından menfaati de bulunmaktadır. Örneğin uygunluk testinde yatırımcıya sorulan sorulara yatırımcının yaşı, eğitim durumu, mesleği, ne kadar süreyle sermaye piyasasında yatırımlarını değerlendirmeyi düşündüğü, düşük, orta veya yüksek riskli/getirili yatırımlardan hangisini tercih ettiği, daha önceden sermaye piyasasında yatırım yapıp yapmadığı veya yapmış ise hangi risk/getiri grubunda, hangi sıklıkta ve hangi işlem hacmi ile yatırım yaptığı sorularına yanlış cevap vermesi nedeniyle yatırım kuruluşunun yatırımcıyı yüksek

---

<sup>858</sup> Bu bilgiler, yatırım kuruluşuyla çerçeve sözleşme imzalanmadan evvel yapılması gereken uygunluk testinde sorulan sorulara yatırımcının verdiği cevaplar üzerinden alınır. Bkz. Yukarıda, Birinci Bölüm, § 1, IV, A, 2.

<sup>859</sup> Bkz. Yukarıda, Birinci Bölüm, § 1, IV, A, 2.

riskli/getirili yatırımlara yönlendirmiş olması durumunda yatırımcı zarara uğramış olabilir. Bu durumda, yatırımcının bilgi verme yükümlülüğüne aykırı davranması nedeniyle yatırım kuruluşunun yatırımcıyı zarara uğratması ve yatırım kuruluşunun mesleki şöhretinin zedelenmesi gündeme gelebilir<sup>860</sup>.

#### **D. İnternet Üzerinden Yapılan İşlemlere İlişkin Bilgilerini Koruma Yükümlülüğü**

İnternet aracılığıyla yatırım kuruluşuna alım satım emri verilen hâllerde yatırımcının, internet hesabına ait şifreyi/bilgileri koruma yükümlülüğü mevcuttur<sup>861</sup>. Yatırımcının hesap bilgilerini kullanarak bir üçüncü kişinin işlem yapmış olması durumunda, yatırımcının bilgilerini koruma yükümlülüğüne aykırı davrandığı ve bu nedenle üçüncü kişinin işlem yaptığı iddiasında olan yatırım kuruluşunun, bu iddiasını ispatlama yükümlülüğü söz konusudur<sup>862</sup>.

Yatırımcının bilgilerini koruma yükümlülüğüne aykırı davrandığının ispatı, sözleşmeden doğan asli borçlarını ifa etmediğinin ispatına oranla daha güçtür<sup>863</sup>. Bu sebeple, yatırım kuruluşunun, yatırımcının koruma yükümlülüğünü yerine getirmediğini doğrudan ispat etmesini aramak yerine ilk görünüş ispatını (emarelere dayanan ispatını) aramanın yerinde olduğu savunulmaktadır. Bu durumda, yatırımcıya ait doğru şifreyle sisteme giriş yapıp talimat verilmişse yatırımcının koruma yükümlülüğüne aykırı davrandığı ve şifresini başkasıyla paylaştığı sonucunun bir ilk görünüş ispatı olarak kabul edilip edilmeyeceği ise tartışmalıdır. Ancak, internet üzerinden yapılan işlemlerde kesin ve net olarak güvenlik sağlanamadığı için, yatırımcıya ait doğru şifreyle üçüncü bir kişinin işlem yaptığı hallerde doğrudan doğruya yatırımcının koruma yükümlülüğüne aykırı davrandığını iddia etmek yerinde olmaz<sup>864</sup>.

---

<sup>860</sup> **Sarı**, s. 33-34.

<sup>861</sup> Benzer yükümlülük, banka kartlarının kullanımında kart hamili için de söz konusudur. Ayrıntılı bilgi için bkz. Mehmet **Bahtiyar**, “Banka Kartları ve Kredi Kartları Kanununa Göre Kartın Haksız Kullanımından Dolayı Hukuki Sorumluluk”, Makaleler III, İstanbul, 2014, s. 337-338.

<sup>862</sup> **Atamer**, İnternet Bankacılığı, s. 27.

<sup>863</sup> **Atamer**, İnternet Bankacılığı, s. 28.

<sup>864</sup> **Atamer**, İnternet Bankacılığı, s. 27-28.

### § 3. TÜREV ARAÇ TÜRLERİ ve TÜREV ARAÇ ALIM SATIMINA ARACILIK FAALİYETİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI

Çalışmamızın birinci bölümünde sermaye piyasası araçları açıklanırken türev araçların tanımı verilmiş, işlevleri açıklanmış ve türev araç türleri sayılmıştı. Bu bölümde ise türev araçların türleri ve sermaye piyasası mevzuatında türev araçların alım satımında yatırımcının korunmasına ilişkin mevcut olan düzenlemeler açıklanacaktır.

Daha önce de belirtildiği üzere, türev araçların karmaşık yapıları nedeniyle yatırımcılar, diğer sermaye piyasası araçlarıyla ilgili işlemlere oranla daha fazla risk altındadırlar. Yatırımcıların, hâli hazırda tüm sermaye piyasası araçları açısından karşı karşıya oldukları bilgi eksikliği ve yatırım kuruluşları ile aralarındaki menfaat çatışmalarından kaynaklı riskler, türev araçların diğer sermaye piyasası araçlarına oranla daha karmaşık yapıda olması nedeniyle daha sık ortaya çıkmaktadır<sup>865</sup>. Bu sebeple, sermaye piyasası alım satım aracılık faaliyetleri açısından türev araçların alım satımında yatırımcının korunmasıyla ilgili düzenlemelerin de incelenmesi önem arz etmektedir.

Vadeli işlem (futures) sözleşmeleri, forward sözleşmeler, opsiyon ve swap sözleşmeleri en çok kullanılan türev araç türleridir<sup>866</sup>. Vadeli işlem sözleşmeleri organize piyasalarda, forward sözleşmeler tezgahüstü piyasalarda, opsiyon sözleşmeleri hem organize hem de tezgahüstü piyasalarda, swap sözleşmeleri ise tezgahüstü piyasada işlem görmektedirler<sup>867</sup>. Son yıllarda swap sözleşmeleri de organize piyasalarda işlem görmeye başlamıştır<sup>868</sup>.

#### I. Türev Araç Türleri

##### A. Vadeli İşlem (Futures) Sözleşmeleri

Vadeli işlem sözleşmeleri, sözleşmenin taraflarından birine, belirli bir varlığa ilişkin ileriki bir tarihte (vadede), tarafların daha önceden (sözleşme kuruluş tarihinde) belirledikleri fiyattan satın almak zorunluluğu yükleyen sözleşmeler olarak

<sup>865</sup> Kaya/Demir, s. 181-183.

<sup>866</sup> A. Naci Arıkan, Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu, İstanbul 2000, s. 9; Yavilioğlu/Delice, s. 67; Kaygısız, s. 2; Adıgüzel, Sermaye Piyasası Aracı, s. 4; Batı, s. 1218; Anbar/Karabıyık, s. 73.

<sup>867</sup> Ülkemizde vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyon sözleşmeleri BİST bünyesindeki Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda işlem görmektedirler.

<sup>868</sup> Borsa İstanbul A.Ş. Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, <https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf> (Erişim Tarihi: 11.03.2019).

tanımlanmaktadır<sup>869</sup>. Vadeli işlem sözleşmelerinin bir tarafında riskten korunmak isteyenler (hedger), diğer tarafında riski kabul edenler ve riskli işlemi gelir kaynağı olarak görerek kâr elde etme amacıyla olanlar (spekülatörler) yer alır<sup>870</sup>.

Vadeli işlemlere konu olan mallar, tarihte öncelikle tarım ürünlerinden oluşmuştur. Bunun nedeni, bir çiftçinin ürettiği ürünlerini satabilmek için hasat zamanına kadar beklemek istememesi ve herhangi bir zamanda geleceğe ilişkin bir sözleşme yapmak istemesidir<sup>871</sup>. Çünkü, bir vadeli işlem piyasasının temel koşulu, malın fiyatlarının çok değişken olması ve risk transferi yapılmasını zorunlu kılmasıdır. Tarım ürünlerinin fiyatları da bu değişkenliği taşıdığı için ilk vadeli işlem piyasaları tarım ürünlerinin vadeli olarak alım satımına konu olmuştur<sup>872</sup>. Dünyada, döviz piyasasında, 1971 yılı öncesinde vadeli işlemler yapılmamasının nedeni de budur. Zira, 1971 yılı öncesinde dövizde sabit kur sistemi mevcut olduğu için vadeli işlem piyasasına gerek duyulmamıştır. 1971 yılından sonra ise esnek kur sistemine geçilmesiyle döviz fiyatlarında değişiklik meydana gelmiş, risk transferi yapılması talebi oluşmuş ve dövizde de vadeli işlemlere geçilmiştir<sup>873</sup>.

## B. Forward Sözleşmeleri

Türü ve nitelikleri taraflarca tespit edilen bir varlığın belirli bir miktarının, kararlaştırılan vadede kararlaştırılan fiyattan teslimini öngören sözleşmeler forward (*alivre*) sözleşmelerdir<sup>874</sup>. Başka bir deyişle, bu tür sözleşmelerde ticari ürünün veya finansal aracın miktarı ve fiyatı bugünden sabitlenmekte ancak sözleşmenin ifası sabitlenmiş fiyat üzerinden ileri bir tarihte gerçekleşmektedir. Forward sözleşmeler de esasen vadeli işlem sözleşmeleriyle aynı amaca hizmet etmektedirler. Ancak, futures

<sup>869</sup> Siegel/Siegel, s. 12; Önce, s. 12; Keith Redhead, Financial Derivatives, An Introduction to Futures, Forwards, Options and Swaps, 1997, s. 3; Madura, s. 310; İhsan Ersan, Finansal Türevler, İstanbul 1997, s. 7; Erol, s. 1; Frank J. Fabozzi/Franco Modigliani/Frank J. Jones/Michael G. Ferri, Foundations of Financial Markets and Institutions, Third Edition, Prentice Hall, 2002, s. 497; John J. Hull, Options, Futures & Other Derivatives, Prentice-Hall, Inc. 2012, s. 7; Penezoğlu, s. 9; Emin Akçaoğlu, Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi, Ankara 2002, s. 23; Yakup Selvi, Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, İstanbul 2000, s. 14; Hacıoğlu/Dinçer, s. 242; Özşahin, Vadeli İşlem, s. 10; Anbar/Karabıyık, s. 106.

<sup>870</sup> Sönmez, Aracı Kurumlar, s. 72; Erol, s. 3; Madura, s. 312; Ümit Hacıoğlu/Hasan Dinçer, Finansa Giriş, İstanbul 2009, s. 240.

<sup>871</sup> İlk vadeli işlem piyasası 1848 yılında ABD’de Chicago Ticaret Odası’nda (*Chicago Board of Trade – CBT*) oluşturulmuştur, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 21. Basım, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul 2011, s. 477; Erol, s. 1.

<sup>872</sup> Ersan, s. 9; Erol, s. 2; Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu: 21. Basım, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul 2011, s. 475.

<sup>873</sup> Ersan, s. 10; Erol, s. 2.

<sup>874</sup> Don M. Chance, An Introduction to Option and Futures, The Dryden Press, Florida, 1989, s. 20; Selvi, s. 8; Hull, s. 5; Fabozzi/Modigliani/Jones/Ferri, s. 512; A. Naci Arıkan, “Dövizde Dayalı Olarak Yapılan Forward İşlemlerinin İşleyişi ve Vergi Usul Kanunu Açısından Değerlemesi”, Vergi Dünyası, S. 259, Mart 2003, s. 55; Batı, s. 1219; Anbar/Karabıyık, s. 93.

sözleşmelerden farklı olarak forward sözleşmeleri organize piyasalarda değil, tezgahüstü piyasalarda yapılmaktadır<sup>875</sup>. Bu sebeple, forward sözleşmelerde tarafın edimini yerine getirmemesi riskine karşı takas kurumu garanti sağlamaz<sup>876</sup>. Dolayısıyla forward sözleşmeler, yatırımcının vadeli işlem sözleşmelerine oranla daha çok riskle karşı karşıya kaldığı bir sözleşme türüdür. Forward sözleşmelerin, vadeli işlem sözleşmelerinden birinci farkı budur.

Forward sözleşmelerin vadeli işlem sözleşmelerinden diğer bir farkı ise vadeli işlem sözleşmeleri koşulları önceden belirlenmiş standart sözleşme şeklinde yapılabilirken<sup>877</sup>, forward sözleşmelerin, borsa ürünlerinin tabi olduğu standardizasyona tabi olmaması ve bu sebeple yatırımcıların edimin miktarı, fiyatı ya da sözleşmenin vadesi açısından borsada işlem gören ürünlere oranla daha esnek davranabilmesidir<sup>878</sup>. Organize piyasalarda işlem yapılan ve standart sözleşmelere tabi olan vadeli işlem sözleşmelerinde malın kalitesi, miktarı, vadesi ve teslim yeri standart sözleşme içerisinde önceden belirli iken sözleşmenin belirli olmayan tek unsuru fiyattır. Zira fiyat değişken olup borsada alım satım anında belirlenmektedir. Oysa, organize piyasalarda işlem görmeyen ve dolayısıyla standart sözleşme formatına tabi olmayan forward sözleşmelerde malın kalitesi, miktarı, vadesi, teslim yeri ve bedeli taraflarca serbestçe kararlaştırılabilmekte, tarafların ihtiyaçlarına göre kişiselleştirilebilmektedir<sup>879</sup>.

### C. Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmelerinde<sup>880</sup> (cayılabilir vadeli işlem sözleşmeleri) ise taraflardan biri diğerine bir varlığı tarafların kararlaştırdıkları fiyattan gelecekteki bir tarihte satma

<sup>875</sup> **Fabozzi/Modigliani/Jones/Ferri**, s. 512.

<sup>876</sup> **Önce**, s. 17; **Erol**, s. 4.

<sup>877</sup> **Siegel/Siegel**, s. 12; **Önce**, s. 15; **Yavilioğlu/Delice**, s. 68;

bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf> (Erişim Tarihi: 15.10.2018).

<sup>878</sup> **Akalın**, s. 2; **Batı**, s. 1219.

<sup>879</sup> **Siegel/Siegel**, s. 12; **Ersan**, s. 8; **Erol**, s. 4.

<sup>880</sup> Opsiyon sözleşmesinin hukuki niteliği ile ilgili çeşitli görüşler mevcuttur. Bunlar, ön sözleşme teorisi, icap teorisi, şart teorisi ve yenilik doğuran hak teorisidir. Önsözleşme teorisine göre opsiyon sözleşmesi, taraflardan birinin ya da ikisinin, ilerideki bir tarihte bir sözleşme yapması taahhüdünü içeren bir önsözleşmedir. İcap teorisine göre opsiyon sözleşmesi, opsiyon satıcısının opsiyon alıcısına karşı yönelttiği, normal sürenin dışında uzun süreli bağlayıcılığı haiz bir icap niteliğindedir. Şart teorisine göre opsiyon sözleşmesi, opsiyon hakkının kullanılmasıyla birlikte kurulacak sözleşmeyle beraber şarta bağlı tek bir sözleşme olarak nitelendirilir. Başka bir anlatımla, opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulacak olan sözleşme esasen opsiyon sözleşmesiyle birlikte kurulmakta fakat hüküm ve sonuçlarını doğurması opsiyon hakkının kullanılmasıyla meydana gelmektedir. Teorilere ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **Kırca**, s. 187 vd. Çoğunluk görüşü, opsiyon sözleşmelerini yenilik doğuran hak teorisi ile açıklamaktadır. Bkz. **Kırca**, s. 191; **Kaya/Demir**, s. 186. Bu teori uyarınca taraflar arasında kurulan opsiyon sözleşmesiyle birlikte bir taraf diğer tarafa yenilik doğuran hak tanıma borcu altına girmektedir. Eğer taraf, opsiyon sözleşmesinin kendisine



hakkını ya da o varlığı kararlaştırılan fiyattan gelecekteki bir tarihte satın alma hakkını (opsiyon hakkını) elinde tutmaktadır<sup>881</sup>. Bu hakka karşılık diğer tarafa prim olarak nitelendirilen bir miktar para ödenmektedir. Opsiyon sözleşmesi, opsiyon hakkı sahibine belirli bir varlığı, önceden belirlenmiş fiyat üzerinden ileriki bir tarihte satın alma hakkı sağlıyorsa alım opsiyonu (*call option*), önceden belirlenmiş varlığı belirlenmiş fiyat üzerinden gelecekteki bir tarihte satma hakkı veriyor ise de satım opsiyonu (*put option*) olarak adlandırılır<sup>882</sup>.

Opsiyon hakkı sahibi, kendisine tanınan süre içerisinde bu hakkı kullanmazsa, karşı tarafa ödediği prim oranında zarar etmiş olur. Bu açıdan opsiyon sözleşmesini satın alan taraf, opsiyon sözleşmesini satan tarafa nazaran daha az risk altındadır<sup>883</sup>. Zira, opsiyon sözleşmesi satan taraf, varlığın fiyatının düştüğü bir olasılıkta, opsiyon hakkı sahibinin (opsiyon sözleşmesi alan tarafın) opsiyon hakkını kullanmasıyla daha yüksek miktarda zarara uğrama riskini taşımaktadır. Bu sebeple uygulamada yatırımcılar opsiyon sözleşmesi satmak yerine almak yolunu tercih ederek kendilerini riskten korumaya çalışmaktadırlar<sup>884</sup>.

Opsiyon sözleşmelerinin, organize piyasalarda da tezgahüstü piyasalarda da işlem gördüğünü belirtmiştik. Organize piyasalarda işlem gören borsa opsiyonları, vadeli işlem sözleşmeleri gibi standart sözleşmelerden oluşur. Tezgahüstü piyasa (OTC) opsiyonları ise tezgahüstü piyasalarda işlem görürler ve yatırımcı ve opsiyon satıcısı arasındaki anlaşmaya göre farklı miktar ve fiyatta, farklı vadede düzenlenebildiğinden yatırımcılara esneklik sağlarlar<sup>885</sup>.

---

tanımış olduğu bu yenilik doğuran hakkını kullanırsa, taraflar arasında alım ya da satım sözleşmesi kurulacaktır. Bu sebeple, bu teoriye göre opsiyon sözleşmesi, opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulacak sözleşmeden bağımsız bir sözleşme olup ortada iki adet sözleşme bulunmaktadır. Bkz. **Kırca**, s. 190.

<sup>881</sup> Saim Önce, Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar için Muhasebeleştirme Şekilleri, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No:192, Eskişehir 1995, s. 34; **Fabozzi/Modigliani/Jones/Ferri**, s. 517, 518; Herbert Mayo, Basic Investments, Ohio 2006, s. 371; **Penezoğlu**, s. 8; **Kırca**, s. 186; **Akçaoğlu**, s. 28; Ahmet Kırman, Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Ankara 1998, s. 717; **Ersan**, s. 94; **Yavilioğlu/Delice**, s. 68; **Kaya/Demir**, s. 184.

<sup>882</sup> **Redhead**, s. 7; **Önce**, s. 35; **Fabozzi/Modigliani/Jones/Ferri**, s. 518; **Kaya/Demir**, s. 184. Opsiyonların, Avrupa tipi opsiyon, Amerikan tipi opsiyon, warrant, OTC opsiyonlar gibi türleri vardır. Ancak opsiyonlar sınırlı sayıda olmayıp iki tarafın dilediği şekilde opsiyon sözleşmesi yaratabilmesi mümkündür. Çeşitli opsiyon sözleşmesi türleri için bkz. **Önce**, s. 35 vd.; **Kaya/Demir**, s. 185 vd.

<sup>883</sup> **Mayo**, s. 371; **Yılmaz**, s. 4; **Akalın**, s. 3.

<sup>884</sup> **Yılmaz**, s. 4; **Mayo**, s. 371.

<sup>885</sup> **Önce**, s. 36; **Akalın**, s. 3.

## D. Swap Sözleşmeleri

Swap<sup>886</sup> sözleşmeler (vadeli değiş-tokuş sözleşmeleri), tarafların bir miktar ve nitelikteki para, döviz, mali araç, alacak veya mal gibi varlığa ilişkin yükümlülüklerinin, önceden kararlaştırılan tarihte, miktarda ve koşullarda değiş tokuş edilmesi için yaptıkları vadeli işlemlerdir<sup>887</sup>. Swap, belirli bir miktar ve nitelikteki para, döviz, mali araç, alacak, mal gibi varlıklarla yükümlülüklerin, önceden belirlenen fiyat ve koşullara göre, gelecekteki bir tarihte ve banka şeklinde organize olan bir piyasada değiş-tokuşunu kapsamına alan bir vadeli işlem olarak tanımlanmaktadır. Swap sözleşmelerinin esas amacı da faiz oranı, döviz kuru ve başka fiyat iniş çıkışlarından kaynaklanan zararları en aza indirmek ya da yok etmektir<sup>888</sup>.

Swap sözleşmelerinin tarafları, yatırımcılar ya da aracıardan oluşabilmektedir. Yatırımcılar, finansal sebeplere dayalı olarak faiz oranı ve döviz kuru riskini indirmek için swap sözleşmelerin tarafı olurlarken, aracılar kâr elde etmek veya komisyon alabilmek amacıyla swap sözleşmesi tarafı olmaktadır<sup>889</sup>.

## E. Kaldıraçlı İşlem Sözleşmeleri

Kaldıraçlı işlemler de Kanun'da "türev araç" kapsamındadır (SerPK m. 3/1-u,3). Kaldıraçlı işlem sözleşmeleri tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir. III-37.1 sayılı Tebliğ'e göre kaldıraçlı işlem sözleşmelerinin alım satım işlemleri portföy aracılığı faaliyeti iznine sahip aracı kurumlarca oluşturulan platformlarda, işlemin karşı tarafı bu portföy aracılığı faaliyetine yetkili aracı kurum olacak şekilde yürütülmektedir.

Döviz ve kıymetli madenler ile SPK tarafından belirlenecek diğer varlıklar üzerine kaldıraçlı olarak elektronik ortamda alım satım işlemi kaldıraçlı işlem olarak tanımlanmaktadır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 3/1-g). Bu işlemlerde alım satım konusu olan şey, ülkelerin para birimlerinin birbirine ya da emtia ve kıymetli madenlerinin ülke para birimlerine göre değerleridir. Kaldıraçlı işlemlerde yatırımcılar, teminat miktarı karşılığında çeşitli ülkelerin para birimleri, emtia, kıymetli maden, sermaye piyasası

<sup>886</sup> Swap, İngilizce kökenli bir sözcük olup değiş-tokuş, trampa ve takas anlamına gelmektedir.

<sup>887</sup> Hull, s. 148; Penezoğlu, s. 9; Remzi Örtten, Finansal Türev Ürünler ve Muhasebe İlkeleri, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, C. 2, S. 2, Haziran 2000, s.4; Hacıoğlu/Dinçer, s. 262; Anbar/Karabıyık, s. 74.

<sup>888</sup> Ayşe Dilşad Keskin, Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği, Ankara 2008, s. 45; Baki Yılmaz/İ. Erem Şahin, Türev Ürünlerinden Swap İşlemlerinin Mali Risk Yönetiminde Kullanımı, Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi, C. 9, S. 17, Ocak 2009, s. 394.

<sup>889</sup> Önce, s. 23; Selvi, s. 23.

tarafından öngörülen diğer varlıkların değişimi üzerinden kâr elde etmek istemektedirler<sup>890</sup>. Kaldıraçlı işlemler piyasasında, iki ayrı ülke para biriminin birbirine veya petrol, altın gibi emtia ve kıymetli madenlerin bir ülke para birimine göre gelecekte oluşacak olan değer farkı üzerinden yatırımcılara, yatırdıkları teminatın belirli bir katına kadar işlem yapma imkânı verilmektedir. Bu orana kaldıraç oranı denir. Kaldıraç oranı, işlem yapmak için yatırımcının yatırdığı teminatın karşılığında alınabilecek pozisyon tutarını belirten orandır. Kaldıraç oranı uluslararası kaldıraçlı işlemler piyasalarında 1'e 50, 1'e 100 ya da 1'e 400 oranlarında olabilmektedir<sup>891</sup>. Ülkemizde ise küçük yatırımcıların korunması için aşağıda belirtileceği üzere gerek kaldıraç oranlarında gerek asgari teminat tutarında sınırlandırmalar yapılmıştır.

Kaldıraçlı işlemler piyasasında yatırımcılara, yatırdıkları teminatın belirli bir katına kadar işlem yapma olanağı tanınmaktadır<sup>892</sup>. Kaldıraçlı işlemleri yatırımcılar açısından cazip kılan unsur, az miktarda birikimlerini kısa sürede katlayarak yüksek kâr elde etmeleri ihtimalidir<sup>893</sup>. Aracı kurumlar da yatırımcıların bu yöndeki ümitlerini, kaldıraçlı işlemler ile zarar etmeksizin sadece kâr elde edilebileceği gibi gerçeğe aykırı ve aldatıcı ilanlar, duyurular ve reklamlarla besleyerek yatırımcıların ellerindeki sınırlı miktardaki tasarruflarını da kaybetmelerine sebep olmaktadır<sup>894</sup>. Yatırımcıların az miktarda teminat olarak gösterdikleri birikimlerini kısa sürede katlayarak yüksek gelir elde etme ihtimalinin cazibesi yanında, kaldıraçlı işlem piyasalarının katılım kolaylığı sağlaması da bu

<sup>890</sup> Beyhan **Yashdağ**, Forex Piyasası İşlemleri, Ankara, Nisan 2014, 11; **Adıgüzel**, s. 132; **Tekinalp/Çamoğlu**, s. 48.

<sup>891</sup> SPK Kaldıraçlı İşlemlere İlişkin Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı, s. 1 bkz. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/836> (Erişim Tarihi: 02.11.2018); **Adıgüzel**, s. 132.

<sup>892</sup> SPK'nın Kaldıraçlı İşlemlere İlişkin Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/836> (Erişim Tarihi: 02.11.2018). Bir örnekle izah etmek gerekirse, 1 ABD Doları'nın 5 TL olduğu bir piyasada kaldıraçsız bir işlemle elindeki 1000 TL ile dolar cinsinden döviz satın alan bir yatırımcı 200 ABD Doları satın almış olur. İleride belirli bir tarihte 1 ABD Doları 6 TL olursa elindeki 200 ABD Doları'nı satarak 1200 TL elde eder, böylece 200 TL yatırımcının kârıdır. Eğer bu işlem kaldıraçlı olarak yapılırsa, örneğin yatırımcı 1'e 100 oranında kaldıraç kullandıran bir yatırım kuruluşuyla anlaşarak aynı işlemi yapmak isterse 1000 TL ile 100 katı oranında yani 100.000 TL'lik işlem yapar. Ancak yatırım kuruluşu yapılan işlem sonucu elde edilen doları banknot olarak yatırımcıya vermez, yalnızca eğer yatırımcı ABD Doları'nın TL karşısında yükselmesi sonucu kâr ederse onu yatırımcıya öder. Farzedelim ki, yukarıda verdiğimiz örnekteki gibi 1 ABD Doları 5 TL iken 1'e 100 oranındaki bu kaldıraçlı işlem sonucu 1000 TL anapara koyarak bunun 100 katı kadar işlem yapan yatırımcı 20.000 ABD Doları satın almış olsun. 1 ABD Doları'nın 6 TL olduğu durumda 20.000 ABD Doları 120.000 TL'ye tekabül edeceğinden yatırımcı 20.000 TL kâr etmiş olacaktır. Yatırım kuruluşu da yatırımcıya 20.000 TL'yi yani sadece kârını ödeyecektir. Böylece yatırımcı, 1000 TL ile kaldıraçlı işlem sonucu 20.000 TL kâr elde etmiş olacaktır. Ancak ABD Doları TL karşısında yatırımcının beklediği şekilde hareket etmez ve düşerse bu durumda yatırımcı elindeki 1000 TL'yi kaybetmiş olacaktır. Örneğin, 1 ABD Doları'nın 4 TL'ye düştüğü olasılığında, yatırımcının 20.000 ABD Doları 80.000 TL'ye tekabül edeceğinden yatırımcı zarar etmiş olacaktır. Kurun düşüşü kademeli şekilde olduğundan yatırımcının 1000 TL'lik teminatı tükenir tükenmez yatırımcının pozisyonu kapatılacak ve yatırımcı zarar etmiş olacaktır.

<sup>893</sup> **Yashdağ**, s. 15.

<sup>894</sup> SPK'nın Kaldıraçlı İşlemlere İlişkin Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı, s. 3.

piyasaların tercih edilme sebeplerinden bir diğeri olarak görülmektedir. Tezgahestü piyasa olan kaldıraçlı işlem piyasalarında yatırımcılar yer ve zaman serbestliğine sahip olup ulusal ve uluslararası piyasalarda 5 gün 24 saat boyunca elektronik ortamda kolayca işlem yapabilirler. Zira, bu piyasada emirlerin gerçekleştirildiği fizikî bir mekân ya da merkez de bulunmamaktadır. Bütün piyasa katılımcıları bilgisayarlar aracılığıyla internet ağıyla birbirleriyle bağlantı hâlinedirler. Kaldıraçlı işlemler piyasası homojen bir yapıda olduğu için tüm yatırımcılar aynı fiyatlar üzerinden işlem yapmaktadırlar. Bu faktörler de kaldıraçlı işlemler piyasasını yatırımcılar gözünde cazip hâle getirmektedir<sup>895</sup>. Tüm bu sebeplerle, aşağıda inceleneceği üzere, yatırımcıların kaldıraçlı işlemlerde korunabilmesi için özel düzenlemeler getirilmiştir.

## II. Türev Araç Alım Satımına Aracılık Sözleşmesi ve Sözleşmenin Tarafları

Vadeli işlem yapmak isteyen yatırımcıların da emirlerinin borsaya iletebilmesi için, pay piyasasında olduğu gibi vadeli işlem piyasasında işlem yapma yetkisine sahip yatırım kuruluşu ile türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesi yapması gerekmektedir (III-39.1 sayılı Tebiğ m. 26). Bu sözleşme de genel bir alım satma aracılık sözleşmesinde olduğu gibi bir çerçeve sözleşmedir. Yatırımcı, ancak bu sözleşme imzalandıktan, adına hesap açıldıktan ve gerekli teminatı yatırdıktan sonra türev araçlara ilişkin alım-satım emri verebilir. Yukarıda alım satım aracılık çerçeve sözleşmesinin şekline ilişkin açıklamalarımız bu başlık altında da geçerlidir<sup>896</sup>.

Türev araçlar piyasasında işlem yapma yetkisine sahip yatırım kuruluşu, yatırımcının risk-getiri tercihini belirler ve türev araçların taşıdığı riskler konusunda yatırımcıyı bilgilendirir<sup>897</sup>. Çerçeve sözleşmenin imzalanmasının yanında, vadeli işlem ve opsiyon piyasasında işlem yapmak isteyen tüm gerçek ve tüzel kişiler, Kurul tarafından belirlenen risk bildirim formunu da imzalamak zorundadırlar<sup>898</sup>. Bunun üzerine yatırım kuruluşu temsilcileri müşterilerinin emirlerini BİST'e bilgisayarları aracılığıyla uzaktan iletirler<sup>899</sup>.

Türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesinde yetkili yatırım kuruluşu türev araçlara ilişkin emirleri doğrudan veya temsilci sıfatıyla, başkası nam ve hesabına hareket

<sup>895</sup> **Yashdağ**, s. 15.

<sup>896</sup> Bkz. Yukarıda, İkinci Bölüm, § 2, II.

<sup>897</sup> <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf>

<sup>898</sup> <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf>

<sup>899</sup> <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf>

ederek kabul etmektedir<sup>900</sup>. Bu nedenle türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesi öğretide sui generis bir vekalet sözleşmesi olarak nitelendirilmektedir<sup>901</sup>. Dolayısıyla, türev araçların alım satımına aracılık sözleşmelerinde müşteri talimatına uygun davranma, iyi niyetle görevin ifası, sır saklama ve risk açıklama gibi yükümlülükler vekâlet sözleşmesinin ifası niteliği taşımaktadır.

Türev araç alım satımına aracılık sözleşmesinin bir tarafını türev araç alım satımında bulunmak isteyen ve bu amaçla yatırım kuruluşunda yatırım hesabı açtıran yatırımcı oluşturur. Tüm türev araç alım satımı sözleşmelerine ilişkin sözleşmenin diğer tarafı ise bir aracı kurum ya da kalkınma ve yatırım bankası olabilirken, pay endekslerine ya da paya dayalı türev araçların alım satımında<sup>902</sup> mevduat ve katılım bankalarının sözleşme tarafı olmaları mümkün değildir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 17/1-c). Türev araçlardan kaldıraçlı işlemlere ilişkin yapılacak alım satım aracılık sözleşmesine ise yalnızca aracı kurumlar taraf olabilirler. Bankaların kaldıraçlı alım satım işlemlerinde bulunması yasaklanmıştır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 17/b,c).

Türev araçların, yatırım kuruluşu nam ve hesabına satılması durumunda, başka bir deyişle portföy aracılığı faaliyetinde bulunulması durumunda tüm türev araçların alım satımına ilişkin aracılık sözleşmesine aracı kurumlar taraf olabilirler. Yatırım ve kalkınma bankaları, kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere tüm türev araçlara ilişkin ancak halka açık olmayan bir aracı kurumun tüm faaliyet izinlerinin iptali için talepte bulunarak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmesi şartıyla sözleşmeye taraf olabilirler. Mevduat ve katılım bankaları ise paylar, kaldıraçlı işlemler ile paylara dayalı türev araçlar hariç olmak üzere sermaye piyasası araçları üzerindeki portföy aracılığı işlemlerine taraf olabilirler.

## **II. Türev Araç Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerindeki Bireysel Sözleşmeler ve Bireysel Sözleşmelerin Hukuki Niteği**

Türev araçların alım satımına aracılık çerçeve sözleşmesi imzalandıktan sonra yatırım kuruluşları müşterinin türev araç alım satımına ilişkin emirlerini kabul etmeye başlayabilecektir. Bu emirlerin yetkili yatırım kuruluşları tarafından kabul edilmesiyle birlikte bireysel sözleşmeler kurulmuş olacaktır.

---

<sup>900</sup> Kara, s. 202.

<sup>901</sup> Sumer, Meslek Kuralları, s.64; Penezoğlu, s.102-103; İnceoğlu, s.172.

<sup>902</sup> Mevduat ve katılım bankalarının pay endekslerine ya da paya dayalı türev araçların alım satımında taraf olamamalarının nedenleri için bkz. Yukarıda, Birinci Bölüm, § 1, IV, B, 3.

Türev araçlar haricindeki sermaye piyasası araçlarının alım satımı işlemlerindeki bireysel sözleşmelerin hukuki niteliğinin komisyon sözleşmesi olduğu kanaatinde olduğumuzu yukarıda açıklamıştık<sup>903</sup>. Türev araçlar gibi menkul kıymet veya kıymetli evrak niteliğinde olmayan sermaye piyasası araçlarının alım satımında da kanaatimizce komisyon sözleşmesi hükümleri uygulanabilir<sup>904</sup>. Çünkü, TBK m. 546/2 uyarınca, “*alım ve satım komisyonculuğu sayılmayan işleri, ücret karşılığında kendi adına ve vekâlet verenin hesabına üstlenen alım ve satım komisyoncusu ile komisyon işlerini kendisine meslek edinmeyip arada bir üstlenen tacir hakkında da bu bölüm hükümleri uygulanır*”.

Doktrinde *Kırca*, 818 sayılı mülga Borçlar Kanunu m. 416/1 hükmünde (TBK m. 532/1) sadece menkul mal ve kıymetli evrakın alım satımında komisyon sözleşmesi hükümlerinin uygulanacağını hükmedildiğini ve bu sebeple türev araçlardan olan opsiyon sözleşmelerinin alım satımında esasen vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulanmasının gündeme gelebileceğini belirtmiş, fakat yine de menkul mal ya da kıymetli evrak niteliğinde olmayan opsiyon sözleşmelerine de komisyon sözleşmesi hükümlerinin uygulanmasının daha yerinde olacağına kanaat getirmiştir. Çünkü, *Kırca*'ya göre borsa üyesi ile müşteri arasındaki hukuki ilişki nitelendirilirken opsiyon borsaları ile menkul kıymet borsaları arasında fark yaratılmasının ve menkul kıymet borsalarındaki alım satıma aracılık sözleşmelerinde komisyon sözleşmesi hükümleri uygulanırken opsiyon borsalarındaki alım satıma aracılık sözleşmelerinde vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulanmasının haklı bir nedeni olmaz. Ayrıca, dünyada varakasız kıymetli evrakın yaygınlaşmasından ötürü kaydî sistem uygulaması ağırlık kazanmış ve kıymetli evraka bağlanmamış borsada işlem gören payların alım satımını konu alan sözleşmeleri vekalet sözleşmesi hükümlerine bağlamanın yerindeliği tartışılır olmuştur. Kaydî sistemdeki sermaye piyasası araçlarının da kıymetli evraka bağlı borsada işlem gören payların alım satımı gibi komisyon sözleşmesi hükümlerine tabi olması gerektiğini belirtmiştir<sup>905</sup>. Kaldı ki, TBK m. 546/2 (eBK m. 430/2) hükmü karşısında böyle bir yorum yapmanın gereği de bulunmamaktadır. Zira, alım satım komisyonculuğu işi sayılmayan işler ücret mukabilinde kendi adına müvekkili hesabına yapıldığında komisyon sözleşmesi hükümlerine tabidir.

Kanaatimizce de TBK m. 546/2 hükmü uyarınca alım ve satım komisyonculuğu sayılmayan işlerde dahi komisyon sözleşmesi hükümleri uygulandığından, kıymetli evraka bağlanmayan sermaye piyasası araçlarına ya da taşınır mal veya kıymetli evrak niteliğinde

<sup>903</sup> Bkz. Yukarıda, İkinci Bölüm, § 2, II, E, 2.

<sup>904</sup> **Kırca**, s. 96; **İnceoğlu**, s. 174; **Kara**, s. 207.

<sup>905</sup> **Kırca**, s. 95-97.

olmayan türev araç sözleşmelerine öncelikle komisyon sözleşmesi hükümleri uygulanmalıdır. Vekalet sözleşmesinin özel bir türü olan komisyon sözleşmesinde özel düzenlemeler bulunmadığı takdirde vekalet sözleşmesi hükümleri uygulanacaktır<sup>906</sup> (TBK m. 532/2).

### **III. Türev Araç Alım Satımına Aracılık Sözleşmesinde Yatırımcının Korunmasına İlişkin Özel Düzenlemeler**

Türev araçlar harici alım satım işlemlerinde yatırımcının korunmasıyla ilgili hükümleri ve yatırım kuruluşunun işlemleri gerçekleştirirken uyması gereken yükümlülükleri yukarıda incelemiştik. O düzenlemeler bu başlık altında da geçerli olmakla birlikte bu başlık altında ayrıca yalnızca türev araçların alım satımına ilişkin öngörülen özel hükümler incelenecektir.

Kaldıraçlı işlemler haricinde türev araçlara ilişkin aracılık faaliyetleri bu işlemlerin niteliğine göre borsalarda ve diğer organize piyasalarda veya tezgahüstü piyasalarda yapılabileceğini daha önce ifade etmiştik (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 25). Buna göre organize piyasa olan BİST'te gerçekleştirilen türev araç işlemlerinde hangi dayanak varlıkların kullanılacağına ve dayanak varlıkların asgari unsurlarına BİST Yönetim Kurulu'nun önerisi ile SPK karar verir (BİST Yönetmeliği m. 24/2).

BİST bünyesinde bulunan VIOP'ta işlem yapmak isteyen yatırımcıların da risk bildirim formunu imzalamaları gerekir. Daha sonra alım ya da satım kararı verip gerekli teminatı hesaplarında bulundurmaları gerekir. Yatırımcının, türev araç alım satımında bulunabilmesi için gerekli olan teminat hesabında bulunmuyorsa yatırımcıya teminat tamamlama çağrısında bulunulur. Sonrasında ise yatırımcının, alım ya da satım emrini, hangi sözleşmeyi hangi miktarda ve fiyatla alıp sattığını, emir türü, yöntemi ve süresiyle birlikte yatırım kuruluşuna bildirmesi gerekir<sup>907</sup>.

Türev araçlara ilişkin portföy aracılığı faaliyetine yetkili yatırım kuruluşlarının birim yöneticisinin ve ihtisas personelinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar lisansına sahip olması gerekir (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 23/1-d).

<sup>906</sup> Alım satım komisyon sözleşmesinin vekalet sözleşmesinden benzer ve farklı yönleri için bkz. **Özkaya**, s. 1222 vd.

<sup>907</sup> Borsa İstanbul A.Ş. Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, <https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf> (Erişim Tarihi: 11.03.2019).

Türev araçlara ilişkin işlem aracılığı faaliyetinde bulunacak yatırım kuruluşu, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 18'deki şartların yanı sıra yeterli sayıda türev araçlar müşteri temsilcisi<sup>908</sup> ile muhasebe ve operasyon sorumlusunu<sup>909</sup> da görevlendirmiş olmalıdır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 18/1-ç).

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem gördüğü vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında, kaldıraçlı işlem piyasalarından farklı olarak Takasbank'ın yanı sıra MKT sistemi<sup>910</sup> de garanti sağlamaktadır<sup>911</sup>. VİOP'ta vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alımı ya da satımı için, Takasbank nezdinde açılan saklama ya da işlem ve saklama hesaplarına işlem teminatı yatırılır (İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'nin Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda Yürüteceği Merkezi Karşı Taraf Hizmeti ve Bu hizmete İlişkin Takas Esasları Prosedürü m. 4/h). VİOP'ta portföy bazlı teminatlandırma yöntemini kullanır. VİOP'ta her işlem sonrası hesap bazında teminat yeterliliği kontrolü yapılır ve kullanılabilir teminatı yetersiz hesapların yalnızca pozisyon kapatıcı emir vermesine müsaade edilir. VİOP'ta Hesap bazında teminat kontrolü yapılması ve işlemlerin merkezi karşı taraf garantisinde bulunması bu piyasanın kaldıraçlı piyasalara oranla daha güvenli ve şeffaf bir piyasa olmasını sağlar.

## A. Tezgahüstü Türev Araç Alım Satımına İlişkin Özel Düzenlemeler

<sup>908</sup> “Müşteri temsilcisi, merkez dışı örgütler, seans salonları ve çağrı merkezleri de dahil olmak üzere yatırım kuruluşlarında, müşteri emirlerini alan, emirleri ilgili piyasa veya kuruluşlara ileten, müşterilere genel yatırım tavsiyesi veya finansal bilgi sunan, emir alma sürecinde müşteri risklerini ve teminat durumlarını takip eden, müşterileri hesapları hakkında bilgilendiren, müşterilerin nakit alacaklarını değerlendiren, yatırım hizmet ve faaliyetleriyle ilgili pazarlama faaliyetlerini yürüten ve benzeri işlemleri kısmen veya tamamen yerine getiren personeldir. Bu faaliyetlerin türev araçlara ilişkin olarak yürütülmesi durumunda bu faaliyetleri kısmen veya tamamen yerine getiren personel "türev araçlar müşteri temsilcisi" olarak addolunur”. Bkz. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 18/4.

<sup>909</sup> “Takas ve operasyon sorumlusu, yatırım kuruluşlarında emirlerin gerçekleşmesini takiben sermaye piyasası araçlarına ilişkin netleştirme, takas ve saklama işlemlerinin yürütülmesi ve işlemlerin müşteri hesaplarına yansıtılması, günlük bakiye kontrollerinin yapılması, müşteri kimlik bilgilerinin takibi, virmanların gerçekleştirilmesi, müşteri adına teminatların izlenmesi, sermaye artırımları ve kar payı dağıtımlarının takip edilerek müşteriler adına kullanımının sağlanması ve benzeri işlemleri kısmen veya tamamen yerine getiren personeldir. Anılan faaliyetlerin türev araçlara ilişkin olarak yürütülmesi durumunda, bu faaliyetleri kısmen veya tamamen yerine getiren personel "türev araçlar muhasebe ve operasyon sorumlusu" olarak addolunur”. Bkz. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 18/10.

<sup>910</sup> VİOP'ta yapılan işlemler Karşı Taraf Riskini en aza indirmek üzere 3 Mart 2014 tarihinde Merkezi Karşı Taraf olan Takasbank'ın güvencesi altına alınmıştır. Bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, <https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf> (Erişim Tarihi: 11.03.2019).

<sup>911</sup> Takasbank SerPK ile sağlanan yasal çerçevede, 2 Eylül 2013 tarihinden itibaren Ödünç Pay Piyasası'nda, 3 Mart 2014 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP), Ekim 2016 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Para Piyasasında ve Haziran 2017 tarihinden itibaren de Borsa İstanbul Pay Piyasasında “merkezi karşı taraf” sıfatıyla her alıcıya karşı “satıcı” her satıcıya karşı da “alıcı” rolünü üstlenmekte ve piyasalarda eşleşen talep/teklif veya alım/satım emirleri ile ilgili takas yükümlülüklerinin yerine getirilmesini taahhüt etmektedir. Bkz. Takasbank, Hakkımızda, <https://www.takasbank.com.tr/tr/hakkimizda/tanitim/takasbank> (Erişim Tarihi: 24.7.2018).



Vadeli işlem sözleşmeleri haricindeki türev araçların alım satımı tezgahüstü piyasalarda da gerçekleştirilebilir. Ancak daha önce de ifade edildiği gibi tezgahüstü piyasalar organize piyasalarda mevcut olan sözleşmelerin standartlaşması ve merkezi karşı taraf müessesesi gibi korumalardan yoksun olduğu için yatırımcıların daha fazla riskle karşı karşıya kaldıkları piyasalardır. Bu sebeple, mevzuatta tezgahüstü türev araçlara ilişkin özel düzenlemeler yapma yoluna gidilmiştir.

Yatırım kuruluşlarının çerçeve sözleşme imzalamadan önce genel müşterilerine genel riskleri açıklamak ve "Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu"nun bir örneğini vererek genel müşteriye imzalatmak zorunda oldukları belirtilmişti. Eğer yatırım kuruluşu tezgahüstü türev araçların alım satımına da aracılık ediyorsa bu tezgahüstü türev ürünlerin genel olarak nasıl yapılandırıldığını ve fiyatlandırıldığını da açıklamalıdır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 25/3-ç).

Daha önce de belirtildiği gibi, türev araçların değeri bir menkul kıymet, döviz, faiz, kıymetli maden, kıymetli taş gibi belirli bir dayanak varlığın değerine bağlı olarak değişir (SerPK m. 3/1-u). Tezgahüstü türev araçlar için işlem aracılığı ve portföy aracılığı faaliyetinde bulunacak olan yatırım kuruluşlarının bu dayanak varlıklara ilişkin, TSPB'nin öngöreceği şekilde<sup>912</sup> bir liste yaparak TSPB'ye göndermeleri ve internet sitelerinde yayınlamaları gerekir. Bu listede yapılacak her türlü değişiklik de yatırım kuruluşlarının internet sitesinde ilan edilmeli ve ilanı izleyen 5 iş günü içinde de TSPB'ye bildirilmelidir. SPK'nın talebi durumunda listeler TSPB tarafından SPK'ya iletilir.

Dayanak varlıklar belirlendikten sonra aracı kurumların yönetim kurulu kararı ile bir teminatlandırma politikası oluşturmaları gerekir. Teminatlandırma politikasının, müşterilerin risk durumları, müşterilere karşı doğrudan malî yükümlülük altına girip girmemeleri, olası olumsuz piyasa koşulları gibi unsurları dikkate alarak uluslararası standartlarda hazırlanması gerekmektedir (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 25/B/2). Teminatlandırma politikasının icrasıyla ilgili sürece aracı kurumların iç kontrol prosedürlerinde yer verilir. Portföy aracılığı faaliyetinde bulunmak isteyen aracı kurumların, bununla ilgili organizasyonel yapılarında bir risk yönetim birimi oluşturmak zorunda oldukları ve risk yönetim biriminde birim yöneticisi ve ihtisas personelinin

---

<sup>912</sup> TSPB, 22 Nisan 2016 tarihli ve 2016/493 sayılı 28 no'lu genelge yayınlamak dayanak varlıklara bildirimine ilişkin esasları belirlemiştir. Bkz. Tezgahüstü Türev İşlem Türleri ve İşlemlere Konu Dayanak Varlıkların İlanı ile Tezgahüstü Türev İşlemlerde Kullanılan İşlem Platformu, Program, Modül ve Eklentilerin Birliğe Bildirimine İlişkin Esaslar Hakkında Genelge [https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2016/04/Genelge\\_28\\_Tezgahustu-Turev-Islemler-Listesi-ve-Platformlar\\_Web-Sitesi.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2016/04/Genelge_28_Tezgahustu-Turev-Islemler-Listesi-ve-Platformlar_Web-Sitesi.pdf) (Erişim Tarihi: 27.01.2019).

işlemlerin niteliğine göre Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey veya Türev Araçlar lisans almış olması gerektiği belirtilmişti (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 23/1-c,d). İşte, teminatlandırma politikasının icrasından ve politikada yapılacak değişikliklerden bu risk yönetim birimi sorumludur. Risk yönetim biriminin yatırım kuruluşu genel müdürüne yatırımcıların teminat durumlarına ilişkin en az haftalık rapor sunması gerekir. Teminatlandırma politikasında yapılacak değişiklikler ise yönetim kurulu tarafından karara bağlanır (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 25/B/2).

Teminatlandırma politikası kapsamında her müşterinin alabileceği pozisyon büyüklüğüne yönelik limit belirlenmelidir. Müşterilerin limit belirlenmesi amacıyla gruplandırılması mümkündür<sup>913</sup>.

Çalışmamızın teminatlandırma başlığı altında da belirtildiği üzere, belirli yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunan yatırımcılardan, işlem güvenliğinin sağlanması ve diğer yatırımcıların korunması amacıyla teminat talep edilmektedir. Tezgahüstü türev araçların alım satımı fazla risk taşıması nedeniyle bu işlemleri yapmak isteyen müşterilerden teminat alınması yoluna gidilmiştir. Teminatlar müşteri tarafından aracı kuruma verilir. Teminatlar tesis edilmeden alım satım işlemlerine başlanamaz. Teminat, başlangıç ve sürdürme teminatı olarak ikiye ayrılır. Teminatlara ilişkin ayrıntılar aracı kurum ve müşteri arasındaki çerçeve sözleşmede belirlenir (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 25/Ç/5).

İşlemlere başlanabilmesi ve pozisyon alınabilmesi için yatırılması gereken asgari teminat tutarına başlangıç teminatı denir. Başlangıç teminatının tutarı, yatırılan teminat tutarının ilk açılan toplam pozisyon tutarına oranı şeklinde aracı kurum tarafından belirlenir.

Sürdürme teminatı ise başlangıç teminatı yatırılıp işlemlere başlandıktan sonra o işlemler süresince yatırılması gereken asgari teminattır. Sürdürme teminat tutarı da değerlendirilmiş teminat tutarının sahip olunan pozisyon büyüklüğüne oranı şeklinde aracı kurum tarafından belirlenmektedir. Eğer sürdürme teminat oranı belirlenen bu oranın altına düşmüşse aracı kurum tarafından müşteriye çerçeve sözleşme hükümleri uyarınca teminat tamamlama çağrısı yapılır. Oran, başlangıç teminat oranına çıkarılır. Eğer müşteri,

---

<sup>913</sup> Limit belirlenmesine ilişkin ayrıntılar III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 25/C'de düzenlenmiştir. Burada amaç, pozisyonları belirlerken anormal piyasa şartlarında en büyük pozisyona sahip müşterilerin olası temerrütleri veya pozisyonları sebebiyle oluşabilecek zarar aracı kurumlar tarafından karşılanabileceği durumda aracı kurumun mali yapısının sermaye yeterliliği yükümlülüklerini yerine getiremeyecek şekilde etkilememesidir. Zira, aracı kurumun mali açıdan yetersiz duruma düşmesi diğer yatırımcıları risk altında bırakacaktır (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 25/C).

belirlenen süre içerisinde teminatı tamamlamazsa başka bir ihbara gerek olmadan temerrüde düşmüş kabul edilir ve temerrüde neden olan pozisyonlar aracı kurum tarafından kapatılabilir. Temerrütteki müşterilerin yeni pozisyon almaya yönelik emirleri kabul edilmez. Eğer aracı kurum, emir iletimine aracılık yapıyor, başka bir deyişle müşteri emirlerini gerçekleştirilmek üzere başka bir aracı kuruma iletiyorsa emri gerçekleştirecek aracı kurum tarafından talep edilen teminat müşteriden talep edilir (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 25/Ç).

Aracı kurumların tezgahüstü türev araç işlemlerinde kullandıkları platform, program ve modüller düzenlenmiştir. Bu düzenlemeye göre, aracı kurumların tezgahüstü türev araçların işlem aracılığı ve portföy aracılığı faaliyetinde buldukları durumlarda kullandıkları elektronik işletim platformları, platformlarda kullanılan her çeşit program, modül ya da eklenti ve bunlara ek olarak kullanılanlar ve değiştirilmesiyle ilgili her türlü hususu TSPB'ye yazılı şekilde bildirmeleri gerekir<sup>914</sup>. Bildirimde yer alanlar dışında başka bir platform, program, modül ya da eklenti kullanılamaz. Bildirimdeki platform, program, modül ya da eklentilerin yatırımcı haklarını zedeleyici unsurlar içermemesi gerekir (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 29/B). Aracı kurumların bu yükümlülüklerine uyup uymadığı hususunda yılda iki kez aracı kurumlardan habersiz olarak SPK'nın bağımsız denetim kuruluşlarına denetim yaptırılır. SPK personeli de bağımsız denetim kuruluşunun bağımsızlığını zedelemeyecek şekilde izleyici olarak bu denetimlere katılabilir. Denetime başlanmadan 1 ay önce SPK'ya bildirimde bulunulur. Denetleme raporları, denetlemeden itibaren 5 gün içerisinde SPK'ya gönderilir.

Yatırımcının yatırım kuruluşundan tezgahüstü türev araç işlemleriyle ilgili nakit alacak talebi varsa, yatırımcının bunu talep etmesi üzerine en geç 3 iş günü içinde bunun yatırımcıya tam ve nakden ödenmesi gerekir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 19/1-ç). Aksi hâlde yatırım kuruluşu SPK mevzuatına aykırı davranmış ve kanaatimizce yatırımcıya karşı aracılık sözleşmesini ihlâl etmiş sayılır. Yatırımcı ve yatırım kuruluş arasındaki uyumsuzluklara ilişkin çözüm yolları aşağıda incelenecektir<sup>915</sup>.

---

<sup>914</sup> TSPB, dayanak varlıklara ilişkin yayınladığı 22.04.2016 tarihli ve 2016/493 sayılı ve 28 no'lu genelgede tezgahüstü türev işlemlerde kullanılan işlem platformu, program, modül ve eklentilerin birliğe bildirimine ilişkin esasları da belirlemiştir. Bkz. Tezgahüstü Türev İşlem Türleri ve İşlemlere Konu Dayanak Varlıkların İlanı ile Tezgahüstü Türev İşlemlerde Kullanılan İşlem Platformu, Program, Modül ve Eklentilerin Birliğe Bildirimine İlişkin Esaslar Hakkında Genelge, [https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2016/04/Genelge\\_28\\_Tezgahustu-Turev-Islemler-Listesi-ve-Platformlar\\_Web-Sitesi.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2016/04/Genelge_28_Tezgahustu-Turev-Islemler-Listesi-ve-Platformlar_Web-Sitesi.pdf) (Erişim Tarihi: 27.01.2019).

<sup>915</sup> Bkz. Aşağıda, Üçüncü Bölüm, § 3.

## B. Kaldıraçlı İşlemlere İlişkin Özel Düzenlemeler

Uluslararası kaldıraçlı işlemler piyasalarındaki kaldıraç oranlarının 1'e 50, 1'e 100, ya da 1'e 400 oranlarında olabildiği belirtilmiştir<sup>916</sup>. Sermaye piyasası mevzuatımız açısından ise küçük yatırımcıların korunması amacıyla kaldıraçlı işlemlerde kaldıraç oranı 2017 yılında III-37.1 sayılı Tebliğ'e getirilen hükümlerle düşürülmüştür. Yürürlükteki mevzuat açısından, kaldıraçlı işlemlerde pozisyonun ilk açıldığı sırada uygulanacak kaldıraç oranı 1'e 10'u geçemez (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 27/1). Dolayısıyla yatırımcı ve aracı kurum, en çok 1'e 10 olacak şekilde bir kaldıraç oranı belirleyerek buna çerçeve sözleşmede yer verirler (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 27/5). Bu oran daha sonra azaltılabilir ancak artırılmaz. Oranın azaltılması için de yatırımcının yazılı onay vermesi gerekmektedir. 1'e 10 olan kaldıraç oranı, SPK'nın gerekli gördüğü hâllerde SPK tarafından değiştirilebilir.

Kaldıraç oranının düşük belirlenmesi amacına benzer şekilde başlangıç teminatı da yüksek belirlenmiştir. Yatırımcının korunması amacıyla, kaldıraçlı işlem yapmak isteyen bir yatırımcının başlangıç teminatı olarak da en az 50.000 TL veya muadili döviz tutarı göstermesi gerektiği düzenlenmiştir. Başlangıç teminatı olarak yüksek bir tutar olan 50.000 TL, bu tutarı yatıramayacak küçük yatırımcıların kaldıraçlı işlemler piyasasına girmemeleri ve böylece korunmaları amacıyla getirilmiştir.

Söz konusu sınırlandırmalar küçük yatırımcıların korunması açısından yerinde olmakla birlikte ülkemizdeki kaldıraçlı işlemler piyasasının oldukça küçülmesine de yol açmıştır.

Kaldıraçlı işlemlerle ilgili yatırımcıların karşı karşıya oldukları tek risk tasarruflarını kaybetme riski değildir. Daha önce de ifade edildiği gibi kaldıraçlı işlemler, elektronik ortamdaki platformlarda yapılır. Ancak elektronik ortamdaki bu platformları sağlayan kişi ve kurumların da SPK tarafından yetkilendirilmiş, gözetim ve denetimi yapılan aracı kurumlar olması gerekir. Bankaların, kaldıraçlı işlemlere aracılıkta bulunması yasaktır. Bu yasak, emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ve portföy aracılığı faaliyetlerinin üçü için de geçerlidir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 12/1; m. 17/1; m. 22/1).

Kaldıraçlı işlemler piyasası ilk kez 27.08.2011 tarihli ve 28038 sayılı RG'de yayınlanan ve şu an yürürlükten kaldırılan Seri:V No:125 sayılı "Kaldıraçlı Alım Satım

<sup>916</sup> SPK Kaldıraçlı İşlemlere İlişkin Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı, s. 1 bkz. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/836> (Erişim Tarihi: 02.11.2018); Adıgüzel, s. 132.

İşlemleri ve Bu İşlemleri Gerçekleştirebilecek Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” ile düzenlenmiştir<sup>917</sup>. Böylece, yatırımcı teminatlarının Takasbank nezdinde saklanması ve kaldıraçlı işlemler yapan aracı kurumlara yetki belgesi alması zorunluluğu getirildi. Ayrıca bu yönde, 2017 yılında SerPK’ya getirilen ek madde ile SPK’dan izin almadan elektronik ortamda Türkiye’de yerleşik kişilere yönelik kaldıraçlı işlem ya da kaldıraçlı işlemler ile aynı hükümlere tabi olan türev araç işlemleri yaptıran internet sitelerine erişimin engellenmesi imkânı da getirilmiştir. Bu internet sitelerinin SPK tarafından tespit edilmesi üzerine SPK, Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu’na ilgili internet sitelerine erişimin engellenmesi için başvuruda bulunur ve böylece ilgili sitelere erişim yasaklanır (SerPK m. 99/4).

Kaldıraçlı işlemlerle ilgili yatırımcıların korunması için en önemli unsur, yatırımcıların kaldıraçlı işlemler sonucu da zarar edebileceğinin ve yatırımcıların bu yatırdıkları teminatın tamamını kaybedebileceklerini idrak etmeleridir. Bu sebeple, 2016 yılında III-37.1 sayılı Tebliğ’e eklenen m. 27/Ç hükmü ile kaldıraçlı işlemlere aracılık eden aracı kurumların genel müşterilerden şu hususlarda yazılı beyan almaları zorunlu tutulmuştur:

- Kaldıraçlı işlemlerin niteliği yapısıyla riskli olduğu ve kaldıraçlı işlemler neticesinde yatırımcıların zarar edebileceği,
- Zarar sonucu, yatırılan teminatın tamamının kaybedilebileceği,
- TSPB tarafından çalışma esasları hazırlanmış deneme hesabı üzerinden işlem gerçekleştirildiği,
- İşlemlerde uygulanacak kaldıraç oranı,
- İnternet sitesinde duyurulan kar/zarar dağılımı.

Kaldıraçlı işlemler piyasasında işlem yapılabilmesi için öncelikle yatırımcının aracı kurum nezdinde hesap açılışını gerçekleştirmesi gerekir. Hesap açılışı ise deneme hesap açılışı (demo hesap açılışı) ve gerçek hesap açılışı olarak yapılır. Deneme hesabı, gerçek

---

<sup>917</sup> Kaldıraçlı işlemler piyasasının 2011 yılında düzenlenmesinden önce, SPK tarafından yetkilendirilmemiş ve esasen yurtdışında yerleşik ve kimliği bilinmeyen ve tespit edilemeyen kişi ve kurumların elektronik ortamda açtıkları platformlar üzerinden kaldıraçlı alım satım işlemler yaptırdıkları görülmektedir. Yatırımcılar, teminatlarını yurtdışında kurulmuş bu aracı kurumların hesaplarına depo etmekte ancak karşılıklarında muhatap bulmakta zorlanmaktaydılar. Bu yetkisiz platformlarda kaldıraçlı işlemler sonucu kâr elde eden yatırımcıların kârları ödenmemekteydi. Bu sebeple, kaldıraçlı işlemler piyasasının denetim ve gözetimi yatırımcıların korunması açısından daha önemli hâle gelmiştir.

hesap açılışından evvel çalışma esasları TSPB tarafından belirlenen<sup>918</sup> ve aracı kurum tarafından sunulan demo bir kaldıraçlı işlemler hesabıdır. Genel müşterilerin öncelikle bu deneme hesabında en çok 6 iş günü çalıştırması ve en çok elli tane işlem işlem yapmaları zorunluluğu vardır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 27).

Yatırımcının, kaldıraçlı işlemlerle ilgili bir emri olmuşsa, bu durumda yatırımcının yatırdığı teminat tutarının üzerinde onu kayba uğratacak şekilde bir işlem yapmamak aracı kurumun yükümlülüğündedir. Bu yükümlülük sadece genel müşterinin ve talebe dayalı müşterinin yaptığı kaldıraçlı işlemler için söz konusu olup profesyonel müşterinin yaptığı kaldıraçlı işlemler için geçerli değildir. Burada yatırımcının gözden çıkardığı teminatın üzerinde kayba uğraması engellenerek küçük yatırımcı korunmaya çalışılmıştır. Eğer bu yükümlülük ihlâl edilerek teminat tutarının üzerinde bir kayba yol açacak şekilde işlem yaptırılmış ve bunun sonucunda genel müşteri ya da talebe dayalı profesyonel müşteri piyasa koşulları nedeniyle teminatından daha yüksek miktarda zarara uğramışsa bu zarara müşteri katlanmaz, aracı kurum katlanır. Eğer, talebe dayalı profesyonel müşteri yazılı olarak talep ederse, onun için bu teminat sınırlandırması uygulanmaz. Zira, profesyonel müşteri, bireysel yatırımcıdan daha az korunmaya muhtaç olup riski üzerine alabilme potansiyeline sahiptir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 19/1-d).

Yukarıda da ifade edildiği üzere yatırımcıların kaldıraçlı işlemler için verdikleri teminatlar Takasbank nezdinde saklanır. Teminatlar, alındıklarının en geç ertesi iş günü içerisinde, Takasbank tarafından belirlenen işlem saatlerine uygun olarak raporlanır ve yatırılır.

Aracı kurumların, kaldıraçlı işlem yaptırdıkları müşterilerine ayrıca bireysel portföy yöneticiliği ya da yatırım danışmanlığı hizmeti sunmaları yasaklanmıştır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 27/B). Kanaatimizce, bu düzenleme yerinde olup aracı kurumlar ve yatırımcılar arasında doğabilecek çıkar çatışmalarının önlenmesi bakımından önemlidir. Zira, aracı kurumlar yatırımcının yaptığı kaldıraçlı işlemler sonucu alış-satış fiyat farkı, pozisyon kârı ve yatırımcıya ödenen ya da yatırımcıdan alınan swap farkı kadar gelir elde etmektedirler<sup>919</sup>. Bu nedenle, aracı kurumların yatırımcıların örneğin portföy yöneticiliğini de yapmaları durumunda, salt kendi elde edeceği geliri düşünerek fonları yüksek kaldıraç oranlarıyla kaldıraçlı işlemlere yönlendirmesi söz konusu olabilir. Aynı şekilde, aracı

<sup>918</sup> TSPB, 28.04.2016 tarihli ve 2016/540 sayılı “Kaldıraçlı İşlemler Deneme Hesaplarının Çalışma Esasları Hakkında Genelge” yayınlamıştır.

<sup>919</sup> **Yashdağ**, s. 18-19.

kurumun yatırım danışmanlığı hizmeti verirken yüksek miktarda gelir elde etme saikiyle yatırımcıyı kaldıraçlı işlemlere yönlendirme ihtimali söz konusudur. Bu gibi ihtimâllerin gerçekleşmesini engellemek amacıyla anılan düzenlemenin yapılması yerinde olmuştur.

Kaldıraçlı işlemlere ilişkin müşteri emirlerinin iptal edilmesi de sermaye piyasası mevzuatında yatırımcılar lehine esnetilmiştir. Şöyle ki; aracı kurum, kaldıraçlı işlemlere ilişkin gerçekleşmiş bir müşteri emrini iptal edemez. Ancak, eğer kaldıraçlı işlemlerin gerçekleştirildiği elektronik işlem platformunda teknik bir sorun yaşanmış ve bunun sonucunda müşteri mağdur olmuşsa, profesyonel müşteriden alınan emirler bir başka kuruluşa müdahalede bulunulmaksızın otomatik olarak iletilmiş ve bu pozisyon karşı tarafça iptal edilmişse ya da itiraz üzerine müşteri lehine bir iyileştirme yapılacaksa kaldıraçlı işlemlere dair emirler iptal edilebilir. İlk iki hâlde müşteri emri iptal edilecekse bu o aracı kurumun bütün müşterilerine eşit şekilde uygulanır. Her üç hâlde iptal, iptalin gerçekleşmesini izleyen ilk iş günü merkezi takas kuruluşuna raporlanır ve aracı kurum tarafından saklanır. Eğer emir henüz gerçekleşmemişse, başka bir deyişle bekleyen emir ise bu emrin hangi şartlarda değiştirileceğine ya da iptal edileceğine ilişkin hususların çerçeve sözleşmede belirlenmesi gerekir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 29).

Kaldıraçlı işlemlerde müşteri emirlerinin değiştirilmesiyle ilgili de özel hükümler belirlenmiştir. Kaldıraçlı alım satım işlemi yapan müşterilerin emirlerinin, müşteri aleyhine değiştirilmesi zorlaştırılmıştır (III.37-1 sayılı Tebliğ m. 30).

Yatırım kuruluşunun, yatırımcıyla kendi arasında doğabilecek çıkar çatışmalarını önlemesi gerektiği belirtilmişti. Bazı durumlarda, özellikle piyasanın işleyişi nedeniyle yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasındaki çıkar çatışmasının önlenmesi mümkün olmayabilir. Bu durumda da yatırım kuruluşu çıkar çatışmasıyla ilgili yatırımcıya bilgi vermelidir. Eğer aracılık faaliyeti, asgari olarak kaldıraçlı işlemler için yapılıyorsa yatırım kuruluşunun müşteriye karşı taraf olarak pozisyon aldığı ve sunulan hizmet ya da ürünün niteliği gereği müşterinin zarar etmesinin yatırım kuruluşunun kâr elde etmesiyle sonuçlandığı durumlarda söz konusu çıkar çatışmasına risk bildirim formunda ayrıca yer verilmelidir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 25/4).

#### **IV. Türev Araç İşlemlerinde Müşteri Emirlerine İlişkin Özel Düzenlemeler**

Türev araçlar harici sermaye piyasası araçlarının alım satımında yatırımcıların yetkili yatırım kuruluşlarına alım ya da satım emirleri gönderdikleri ve yatırım kuruluşlarının bu emirler uyarınca sermaye piyasası işlemleri gerçekleştirdikleri

açıklanmıştı. Bu başlık altında, türev araçların alım satımına ilişkin müşteri emirleriyle ilgili sermaye piyasasında düzenlenen özel hükümler incelenecektir.

Emirlerin tam olarak ne zaman alındığının tespitinin büyük önem arz ettiği ve bu nedenle tüm müşteri emirlerinin emrin borsaya iletiildiği kanal bazında yatırım kuruluşu merkezinde düzenlenen seans takip formuna zaman önceliğine göre doğrudan kaydedildiği belirtilmişti. Türev piyasalarda ise bu emirler<sup>920</sup> seans takip formu yerine türev piyasalar emir takip formuna kaydedilirler (III.45-1 sayılı Tebliğ m. 9/5).

Borsa ve diğer organize piyasalarda emir kabul eden yatırım kuruluşlarının müşteri emir formu düzenlemeleri gerektiğini yukarıda incelemiştik<sup>921</sup>. Tezgahestü piyasalarda ise müşteri emir formu yerine yatırım kuruluşları tarafından işlem talimat formu<sup>922</sup> düzenlenir (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 7/3).

Yatırım kuruluşunun karşı taraf olması durumunda, söz konusu çıkar çatışmasıyla da ilgili müşterinin işlem talimat formunda bilgilendirilmesi gerekir. Tezgahestü işlemlerde müşterinin teminat tamamlama yahut buna benzer bir yükümlülüğü varsa, çerçeve sözleşmede bu hususta bir hüküm yer almaması durumunda işlem talimat formunda bununla ilgili de bilgi verilmelidir (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 12/5,6).

<sup>920</sup> III-45.1 sayılı Tebliğ'de, kaldıraçlı işlemler hariç türev araçlar emir formunda müşteri emrinin, “a) Müşteri numarası ve hesap numarası, b) Müşterinin ve varsa müşteriye vekalet eden kişinin adı ve soyadı ya da unvanı, c) Sıra numarası, ç) Sözleşmenin ismi ve/veya işlem kodu, d) Emir tipi, e) Emrin iletilme şekli (telefon, faks, internet ve benzeri), f) Emrin alım, satım ya da diğer türlerde emir olduğu, g) Emrin fiyat bilgisi, ğ) Sözleşme adedi, h) Emrin alındığı ve iletiildiği tarih ve zaman, ı) Emrin verildiği seans ve geçerlilik süresi, i) Hesap tipi (müşteri, global hesap ve benzeri), j) Emri alan yatırım kuruluşu görevlisinin adı, soyadı ve emrin yazılı olarak alınması halinde imzası, k) İşlem yapılacak borsa, pazar ve takas kurumu, l) İşlem yapılacak para birimi (Türk lirası, ABD doları ve diğer)” unsurlarını ihtiva etmesi gerektiği düzenlenmiştir (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 11). Görüldüğü üzere, türev araçlar harici bir sermaye piyasası aracının alım satımına ilişkin verilen emirlerde işleme konu sermaye piyasası aracı ve miktarı belirtilirken, türev araçlar esasen sözleşmeler olduğu için sözleşmenin ismi ve adedi belirtilmelidir. Kaldıraçlı işlemlere ilişkin emirlerde ise “a) Müşteri numarası ve her bir emrin alındığı müşterinin hesap numarası, b) Müşterinin ve varsa müşteriye vekalet eden kişinin adı ve soyadı ya da unvanı, c) Sıra numarası, ç) İşleme konu varlık, d) Emir tipi, e) Emrin iletilme şekli (telefon, faks, internet ve benzeri), f) Emrin alım ya da satım emri olduğu, g) Emrin fiyat bilgisi ve miktarı, ğ) Emrin alındığı tarih ve zaman” bilgilerinin bulunması şart olan emir formu hazırlanmalıdır (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 13). Kaldıraçlı işlemler de bir dayanak varlık üzerinden gerçekleştirildiği için işleme konu varlığın belirtilmesi gerektiği düzenlenmiştir.

<sup>921</sup> Bkz. Yukarıda, İkinci Bölüm, § 2, III, A, 1.

<sup>922</sup> Tezgahestü piyasalarda kaldıraçlı işlemler hariç türev araç alım satım işlemlerinde hazırlanacak işlem talimat formunda asgari şu unsurlar yer almalıdır: “a) Müşteri numarası ve hesap numarası, b) İşlemin yapılacağı müşterinin ve varsa müşteriye vekalet eden kişinin adı ve soyadı ya da unvanı, c) İşlemin tarih ve zamanı, ç) Sıra numarası, d) Sermaye piyasası aracının adı/tanımı/tipi, e) Müşteri açısından işlemin türü (alım/satım), f) Emrin iletilme şekli (telefon, faks, internet ve benzeri), g) İşleme konu miktar ve işlemin yapıldığı para birimi ve Türk lirası cinsinden parasal tutarı, ğ) İlgili dayanak varlığın tür ve niteliğine bağlı olarak fiyat/değer/gösterge bilgisi, h) Vade günü (takas tarihi, bildirim tarihi/saati), ı) Varsa prim tutarı ve/veya kullanım fiyatı, i) Varsa teminat tutarı” (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 12).



Türev araçlara ilişkin emirler de pay piyasasındaki emirlerde olduğu gibi borsada işleme dönüşmeden önce değiştirilebilir ya da iptal edilebilir (BİST Yönetmeliği m. 29/2). Bunun ayrıntıları Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Prosedürü<sup>923</sup>,’nde belirtilmiştir. Ancak icapta değişiklik anlamına gelen bu değişikliğe ya da iptale yönelik nasıl bir usul izleneceği açıklanmamıştır. Kanaatimizce, emir verilmiş şekli usulü burada da geçerli olmalıdır<sup>924</sup>.

## V. Türev Araç Alım Satım İşleminin Kumar Sayılıp Sayılmayacağı Sorununun Yatırımcının Korunması Açısından İncelenmesi

Bir alacak hakkı sahibinin alacağını dava veya takip yoluyla talep etme hakkı olmadığı, borçlunun da borcunu ödemesi durumunda ödemesini geri talep edemediği borç türüne eksik borç (tabii borç) denilmektedir<sup>925</sup>. TBK m. 604 hükmünde “*Kumar ve bahisten doğan alacak hakkında dava açılmaz ve takip yapılamaz*” hükmüyle kumar<sup>926</sup> ve bahisin<sup>927</sup> alacak hakkı doğurmayacağı, başka bir deyişle eksik borç olduğu belirtilmiştir. TBK m. 604 hükmünün ikinci fıkrasında, “*Kumar veya bahis için bilerek verilen avanslar ve ödünç paralar ile kumar ve bahis niteliğinde oldukları takdirde, borsada işlem gören malların, yabancı paraların ve kıymetli evrakın fiyat farkı esasına üzerine yapılan vadeli satışlar hakkında da aynı hüküm uygulanır*” ifadesiyle, doğrudan doğruya kumar ya da bahis olmayan borsadaki bazı alım satım sözleşmelerinin de kumar sayılacağı belirtilmiş, bunların da alacak hakkı doğurmayacağı hükme bağlanmıştır<sup>928</sup>. Bu sözleşmeler için rıza ile verilen avanslar ve ödünç paralar da kumar hükümlerine tabi olacaktır. Zira, TBK m. 605/2 hükmünde de rıza ile ödenmiş kumar borcunun geri talep edilemeyeceği hüküm

<sup>923</sup> Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Prosedürü, <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/uee/borsa-istanbul-as-vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-proseduru.pdf?sfvrsn=44> (Erişim Tarihi: 06.03.2019).

<sup>924</sup> Ünal, O. K., s. 278; Gökyayla, s. 181.

<sup>925</sup> Eren, s. 797; Ahmet Kılıçoğlu, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara 2018, s. 49, 50; Hatemi/Gökyayla, s. 21.

<sup>926</sup> TBK’da kumarın tanımına yer verilmemiştir. Doktrinde kumar, “*Birden fazla kişinin eğlenmek, kazanç sağlamak yahut fikri veya bedeni ustalıklarını geliştirmek amacıyla, az veya çok ustalığa veya talihe bağlı birbirine zıt şartlar altında, karşılıklı olarak aralarında kazanacak olana bir edim taahhüt ettikleri bir sözleşme*” olarak tanımlanmıştır. Sahir Talat Akev, Türk Hususi Hukukunda Kumar ve Bahis, 1964, s. 44; Eren, Genel Hükümler, s. 89; Eren, s. 798.

<sup>927</sup> TBK’da tanımlanmayan bahis ise doktrinde, “*Tarafların karşılıklı ve birbirine zıt iddialarını pekiştirmek (takviye etmek) için yaptıkları öyle öyle bir sözleşme anlaşılır ki, bununla taraflardan her biri, kendi iddiasının yanlış çıkması hali için diğerine bir edim vaad etmesi*” olarak tanımlanmaktadır. Akev, s. 45; Necip Kocayusufpaşaoğlu, Borçlar Hukuku Genel Bölüm, C. I, Borçlar Hukukuna Giriş- Hukuki İşlem-sözleşme Yenilenmiş, Genişletilmiş, Tamamlanmış 4. Bası’dan 7. Tıpkı Bası, İstanbul, 2017, s. 53, dn. 38; Eren, Genel Hükümler, s. 90, dn. 8.

<sup>928</sup> Kumar ve bahisin hukuki niteliği ile ilgili görüşler için bkz. Akev, s. 94 vd. Kumar borcunun bir eksik borç değil, TBK m. 81’e dayanan bir *condictio engeli* yarattığına dair bkz. Hatemi /Gökyayla, s. 23.

altına alınmıştır. Dolayısıyla, kumar ve bahisten doğan alacak hakkının talep edilemez olması, kumar ve bahisten doğan borcun da ödenebilir fakat geri talep edilemez olması, bu borçların eksik borç olduğunu göstermektedir.

Sermaye piyasasında türev araç alım satımının da kumar niteliğinde olduğu tespit edildiğinde bu sözleşmelere ilişkin doğan alacak hakkının da talep edilememesi gündeme gelebilecektir. Bu sebeple, türev araç alım satımının TBK m. 604 anlamında kumar sayılıp sayılmayacağını incelemek yerinde olacaktır.

Öncelikle vurgulanması gereken husus, TBK m. 604/2 hükmü, vadeli işlem sözleşmelerinin doğrudan doğruya kumar ve bahis niteliği taşıyacağını düzenlememiştir. Dolayısıyla, bu sözleşmelerin kumar ve bahis niteliğinde olmadığı karinesi söz konusudur. Bu tür sözleşmeler, ancak “*kumar ve bahis niteliğinde oldukları takdirde*” kumar ve bahis olarak nitelendirilecektir<sup>929</sup>. Başka bir deyişle, türev araç alım satımı işlemlerindeki fiyat farkından yararlanmak bu sözleşmelerde tek başına kumar itirazının öne sürülmesi için yeterli görülmemektedir. Bu sözleşmelerin kumar niteliğinde olması da aranmaktadır.

Türev araç sözleşmelerinin kumar niteliğinde olup olmadığının tespiti için ise İsviçre Federal Mahkemesi'nin bir kararına göre işlemin korunma ya da arbitraj amacıyla değil spekülasyon amacıyla yapılmış olması gerekir. Şöyle ki; daha önce de ifade edildiği üzere türev piyasalardaki alım satım işlemleri, riskten korunma amacıyla (hedging), yatırım amacıyla (spekülasyon) veya arbitraj amacıyla yapılabilir<sup>930</sup>. Riskten korunma amacıyla işlem yapanlar spot piyasalarda karşılaşılabilecekleri fiyat dalgalanmalarına karşı korunmak amacıyla türev piyasalarda işlem yapmaktadırlar. Spekülatörler, fiyat farklılıklarını görüp bunlardan kâr elde etmeye çalışan yatırımcılardır<sup>931</sup>. Bunlar, korunma amacıyla hareket eden yatırımcıların korunmak istedikleri riskleri üstlenirler. Arbitrajcılar ise bir türev ürünü düşük fiyattan alıp yüksek fiyattan satmayı hedefleyerek aradaki fiyat farkından kazanç elde etmeyi amaçlamaktadırlar.

İsviçre Federal Mahkemesi'nin 24 Ocak 1939 tarihli kararında, sadece spekülatif amaçlı işlemlerin kumar niteliğinde olabileceği, korunma (hedging) ya da arbitraj amacını taşıyan işlemlerde kumar itirazının yapılamayacağı belirtilmiştir<sup>932</sup>. Spekülasyona dayalı

---

<sup>929</sup> **Kırca**, s. 262.

<sup>930</sup> Bkz. Yukarıda, Birinci Bölüm, § 1, III, C, 3.

<sup>931</sup> Spekülatör, piyasadaki beklentileri yönünde fiyat dalgalanmalarından yararlanıp kazanç elde etmek gayesiyle alım satım yapan kişidir, Sinan **Bayındır**, Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Manipülasyon Suçu, Nisan 2011, s. 72; **Korkmaz/Ceylan**, s. 12.

<sup>932</sup> **Penezoğlu**, s. 175; **Kırca**, s. 249.

bir vadeli işlemin de doğrudan doğruya kumar niteliğinde olduğunun söylenemeyeceği, bunun söylenebilmesi için işlemi yapan tarafların talih ve tesadüfi unsurları dikkate alarak tesadüflere bakarak karar verme saikiyle hareket edip etmediğinin aranacağı belirtilmiştir. Dolayısıyla, bir vadeli işlem sözleşmesinin kumar niteliği taşıması için öncelikle spekülasyon amaçlarla yapılmış olması<sup>933</sup> ve ek olarak işlemin taraflarının kumar niyetiyle hareket etmiş olması şeklinde sıkı şartları haiz olması gerekir<sup>934</sup>. İsviçre Borçlar Kanunu'nun m. 513 hükmünde de bu karara paralel olarak, oyun ya da bahis niteliğinde olan sözleşmelerden herhangi bir alacak hakkı doğmayacağı, bu sebeple oyun ya da bahis niteliğine sahip borsa kağıtlarından da alacak hakkı doğmayacağı belirtilmiştir (OR m. 513).

Tarafların kumar saikiyle hareket edip etmediğinin tespiti için, yatırım kuruluşu ile merkezi karşı taraf arasında yapılan türev araç alım satımı sözleşmesini, müşteri ile yatırım kuruluşu arasında yapılan ve türev araç alım satımı sözleşmesinin yapılmasının kararlaştırıldığı komisyon sözleşmesinden ayırarak incelemek gerekir<sup>935</sup>. Merkezi karşı taraf ile yatırım kuruluşu arasında yapılan işlemlerde merkezi karşı taraf ve Takasbank gibi kuruluşlar kumar niyetiyle hareket etmeyeceğinden TBK m. 604 hükmü kapsamında değerlendirilemeyecektir<sup>936</sup>. Ancak, yatırım kuruluşu ile müşteri arasında yapılan ve komisyon sözleşmesi niteliğindeki türev araç alım satımı sözleşmenin imzalanmasında müşterinin kumar niyetiyle hareket etmesi söz konusu olabileceğinden ancak bu sözleşmeler kumar olarak nitelendirilebilir<sup>937</sup>.

Görüldüğü üzere, İsviçre Federal Mahkemesi, türev araç alım satımı işlemlerinin kumar olarak nitelendirilmesini oldukça sınırlandırmıştır. Çünkü, müşteri ile yatırım kuruluşu arasında akdedilen ve türev araçları konu alan sözleşmelerin kumar olarak nitelendirilmesi durumunda borçlu bu sözleşmeden doğan borcunu yerine getirilmesi için zorlanamaz (TBK m. 604/1). Aynı durum, kumar veya bahis için bilerek verilen avanslar ve ödünç paralar için de söz konusudur (TBK m. 604/2). Dolayısıyla, müşteri ile yatırım kuruluşu arasındaki çerçeve sözleşmenin kumar niteliğinde olduğu tespit edildiğinde ne

---

<sup>933</sup> **Penezoğlu**, s. 176.

<sup>934</sup> **Kırca**, s. 252.

<sup>935</sup> **Kırca**, s. 259.

<sup>936</sup> **Kırca**, s. 260.

<sup>937</sup> **Kırca**, s. 260; *Penezoğlu* da bu görüşe katılmakla birlikte vadeli işlem sözleşmeleri açısından makul ölçüdeki spekülasyonun gerekli ve yararlı olduğunu ve bu nedenle spekülasyonun mahiyeti açısından bir ayırım yapılması gerektiğini ileri sürmektedir. Makul ölçüyü aşan ve yalan haberlere dayanan zararlı spekülasyonu ayırıp tespit ederek sadece bu saikle hareket edilen sözleşmeler kumar niteliğinde kabul edilmelidir. Bkz. **Penezoğlu**, s. 178.

müşteri aracı kurumu ne de aracı kurum müşteriyi sözleşmeden doğan borcunu ifa etmesi için zorlayamayacaktır. Öte yandan, müşterinin aracı kuruma rıza ile vermiş olduğu başlangıç teminatları ve sürdürme teminatları gibi teminatlar da avans niteliğinde olduğundan bunların da geri alması mümkün olmayacaktır<sup>938</sup>. Bu da müşterinin korunması açısından yerinde olmaz. Zira, yatırım kuruluşu eksik borç itirazını öne sürerek müşteriye ait sermaye piyasası aracını ya da nakdi veyahut da müşterinin verdiği teminatı geri vermekten kaçınabilir.

Müşterinin, türev araç alım satımı işleminde yatırım kuruluşuyla imzaladığı sözleşme kumar niteliğinde kabul edildiğinde, yatırım kuruluşunun müşteriye bilgi verme ve aydınlatma yükümlülüğü kapsamında sözleşmenin kumar niteliğinde olduğuyula ilgili müşteriyi bilgilendirmek zorunluluğu doğacaktır. Bu bilgilendirmeyi yapmayan yatırım kuruluşunun, sözleşmenin bu niteliği dolayısıyla alacağını talep edemeyen müşterinin zararlarını karşılaması gerekir<sup>939</sup>. Ancak kanaatimizce, türev araç işlemlerinde yatırım kuruluşunun müşterileriyle imzalanan sözleşmelerin kumar niteliğinde kabul edilmesi çok istisnai hâllerde kabul edilmelidir. Zira, hem yatırımcının yatırım kuruluşunda bulunan alacağını talep edebilmesi bakımından hem de sermaye piyasasındaki bazı sözleşmelerin kumar niteliğinde değerlendirilmesinin piyasaya duyulan güveni zedelemesi bakımından türev araç alım satım işlemlerinin kumar niteliğinde olduğu kabul edilmemelidir<sup>940</sup>. Zaten, sözleşmenin mevzuatta özel olarak düzenlenmesi ve piyasanın kamu otoritesince denetlenmesi de kamu yararının ağır bastığını göstermekte ve türev işlemlerin geçerliliğini teyid etmektedir.

---

<sup>938</sup> **Penezoğlu**, s. 179-180.

<sup>939</sup> *Penezoğlu*, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki işlem tamamlandıktan sonra yatırım kuruluşunun kumar itirazı öne süremeyeceğini, zira aksi durumun yatırım kuruluşunun mesleki itibarını zedeleyeceğini belirtmektedir, **Penezoğlu**, s. 179. Kanaatimizce, kumar niteliğini haiz bir sözleşmede kumar itirazı TBK m. 604 hükmü gereği öne sürülebilir. Ancak, bu durumda yatırımcı, yatırım kuruluşunun kendisine sözleşmenin spekülasyon amaçlarıyla yapılarak kumar niteliğinde olduğunun farkedilmesi durumunda kumar itirazının öne sürülebileceğine dair bilgilendirme yapılmadığı gerekçesiyle tazminat talep etme imkânı mevcuttur.

<sup>940</sup> Bir ülkenin ekonomi piyasasındaki bazı sözleşmelerin kumar olarak nitelendirilmesi ve kumar itirazına tabi olması güvensizlik faktörü olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla, türev araçlara ilişkin sözleşmelerde kumar itirazını öne sürmek işlem güvenliğini korumak adına çok sıkı şartlara bağlanmalıdır, **Kırca**, s. 264, dn. 101.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

# SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİNDE YATIRIMCININ KORUNMASINA İLİŞKİN DİĞER ÖNEMLİ KONULAR

### § 1. ALIM SATIMA ARACILIK ÇERÇEVE SÖZLEŞMESİNDEKİ HÜKÜMLERİN GENEL İŞLEM KOŞULLARI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

#### I. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmeleri

Sermaye piyasasındaki alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında daha sonradan imzalanacak bireysel anlaşmaların temelini oluşturan bir sözleşme olduğu daha önce ifade edilmişti. Taraflar arasındaki hukuki ilişkinin temelini oluşturması ve tarafların hak ve borçlarını düzenlemesi nedeniyle çerçeve sözleşmelerde bulunan hükümlerin yatırımcı aleyhine olmaması, alım satıma aracılık işlemlerinde yatırımcının korunması için önemlidir. Daha önce de belirtildiği üzere, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasındaki çerçeve sözleşmeler çoğunlukla internet ortamında yatırım kuruluşunun daha önceden hazırlamış olduğu sözleşmeyi yatırımcıya sunarak yatırımcının bir kutucuğu işaretlemesiyle kurulmaktadır. İnternet ortamında kurulan bu sözleşmeler genel işlem koşullarını içeren iltihakî sözleşmeler<sup>941</sup> olarak nitelendirilmektedir<sup>942</sup>. Bu başlık altında, yatırım kuruluşları tarafından tek taraflı olarak hazırlanan ve yatırımcının imzasına sunulan çerçeve sözleşmelerde, yatırımcı haklarını zedeleyen hükümlerin genel işlem koşulları ve SPK mevzuatı uyarınca denetlenmesi incelenecektir.

#### II. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Koşullarının Denetimi

<sup>941</sup> İki kavram arasındaki ilişki için bkz. **Eren**, Genel Hükümler, s. 214.

<sup>942</sup> **Sözer**, s. 111; **Sağlam**, s. 76; **Aonghus McClafferty**, “Effective Protection for the E-Consumer in light of the Consumer Rights Directive?”, *Hibernian Law Journal*, C. 11, 2012, s. 90; **Uzun Kazmacı**, s. 2798.

Genel işlem koşulları, bir sözleşme yapılırken sözleşmeyi düzenleyen tarafın ileride başka kişilerle de çok sayıda benzer sözleşmede kullanılmak üzere tek taraflı olarak hazırladığı ve sözleşmenin karşı tarafına sunduğu hükümlerdir (TBK m. 20/1). Sözleşme hükümlerini hazırlayan taraf bu sözleşmeyi diğer tarafa sunar ve diğer tarafın sözleşmeyi imzalamaktan ya da sözleşme yapmaktan tamamen vazgeçmekten başka bir seçeneği olmaz. Zira, sözleşme hükümlerini, karşılıklı olarak tartışıp değiştirme olasılığı yoktur<sup>943</sup>. Bu nedenle, genel işlem koşulları bulunan bir sözleşmede kanunun öngördüğü ve emredici hükümlerin aksine tarafların kendi aralarında iradelerine uygun olarak kararlaştırabilecekleri tamamlayıcı ve yorumlayıcı hükümlerin sözleşmeyi düzenleyen lehine ele alınması söz konusudur<sup>944</sup>. Sözleşme kurulduğunda, sözleşmenin karşı tarafı, düzenleyen tarafın lehine çözümler getiren düzenlemeleri de baştan kabul etmiş olmaktadır.

Yatırımcının, ikincil piyasalarda alım satım işlemi yapabilmek için, sadece alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesi hükümlerini olduğu gibi kabul edip sözleşmeyi imzalaması gerektiğinden, başka bir deyişle sözleşme hükümlerini tartışmaya açıp, pazarlık edip değişiklik yoluna gitmesi seçeneği olmadığından yatırımcı sözleşmeyi kabul etmekten vazgeçip sözleşme yapmaktan tamamıyla vazgeçebilmektedir. Bu durum da sermaye piyasasının gelişiminin önünde engel oluşturmaktadır. Yatırımcı sözleşmeyi olduğu gibi kabul eder ise de sözleşmeyi düzenleyen ve lehine olan hükümlere ağırlık veren yatırım kuruluşunun menfaati galip gelmekte ve yatırımcı aleyhine olan hükümleri kabul etmeye zorlanmış olmaktadır<sup>945</sup>. Sözleşme taraflarından birinin kendi aleyhine olan hükümleri kabul etmekten başka seçeneğinin olmaması da sözleşme özgürlüğünün ihlali anlamına gelmektedir<sup>946</sup>. Böylece, sözleşme taraflarından yatırım kuruluşunun yatırımcı aleyhine üstünlüğünün önü açılmış olmaktadır.

Bu durum, sermaye piyasası alım satıma aracılık çerçeve sözleşmeleri açısından da genel işlem koşullarının incelenmesi gerekliliğini ve genel işlem koşulları ile çerçeve

---

<sup>943</sup> Mehmet **Bahtiyar**, Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması, Yargıtay Dergisi, Ocak-Nisan 1996, C.22, S.12, s.78; Çağlar **Özel**, “Haksız Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması Sorununa Bir Bakış ve Almanya Örneği”, BATİDER 1999, C. XX, S. 2, s. 54; Çiğdem **Özbay**, Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999, s. 17; **Sumer**, Meslek Kuralları, s. 106; **Kırca**, s. 88; **Penezoğlu**, s. 105; Adem **Yelmen**, Türk Borçlar Kanunu’na Göre Genel İşlem Şartları, Ankara 2014, s. 45; Murat **Aydoğdu**, Genel İşlem Koşulları Şerhi, Ankara 2018, s. 6.

<sup>944</sup> **Atamer**, s. 4; **Özel**, Genel İşlem Koşulları, s. 54.

<sup>945</sup> **Kara**, s. 236.

<sup>946</sup> **Tekinlalp**, Banka Hukuku, s. 283; **Atamer**, s. 9 vd; **Bahtiyar**, s. 78.

sözleşme arasındaki ilişkinin saptanması zorunluluğunu doğurmuştur<sup>947</sup>. Ancak, bir sözleşmenin genel işlem koşulları taşıdığını söyleyebilmek için sözleşmenin taraflarca müzakere edilememiş olması gerekir<sup>948</sup>. Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmeleri ise istisnai durumlarda yatırımcı ile müzakere edilebilir. Bu ihtimalde çerçeve sözleşmedeki hükümlerin genel işlem koşulu niteliğinde olduğu söylenemez. Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesindeki hükümlerin genel işlem koşulları olarak kabul edilebilmesi, çerçeve sözleşmedeki hükümlerin yatırım kuruluşu ve yatırımcı arasında müzakere edilmemiş olmasına bağlıdır. Uygulamada, alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesi çoğunlukla elektronik ortamda müşterinin “kabul ediyorum” butonuna tıklamasıyla kurulduğu için bu sözleşmeler genellikle taraflarca müzakere edilmeden kurulmaktadır.

#### **A. Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesindeki Genel İşlem Koşullarının Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamında Denetimi**

Yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasında imzalanan bu çerçeve sözleşmelerde, yatırım kuruluşlarının teknik bilgiye ve kurumsallaşmış kimliğe sahip olmaları nedeniyle kendi çıkarlarına hizmet edecek genel işlem koşulları niteliğinde düzenlemeleri çerçeve sözleşme kapsamına aldıkları tespit edilmektedir. Aşağıdaki örneklerde, yatırım kuruluşunun müşterilerin imzasına sunduğu çerçeve sözleşmelerde genel işlem niteliği taşıyan çok sayıda hükümlere yer verdiği görülmektedir<sup>949</sup>:

<sup>947</sup> **Barlas**, s. 808; **Kırca**, s. 88; **Penezoğlu**, s. 105; Sema **Aydın**, Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, S. 1, Haziran 2008, s. 102.

<sup>948</sup> **Atamer**, s. 198, dn. 312.

<sup>949</sup> Uygulamadaki çerçeve sözleşmelerde yer alan başka örnekler şu şekilde sıralanabilir: “...YATIRIM, herhangi bir Emri tamamen veya kısmen reddetme hakkına sahiptir. Emirlerin reddedilmesi halinde, ... YATIRIM, ilgili Emri aldığı anda bu durumu MÜŞTERİ’ye veya onun temsilcilerine bildirir. ... YATIRIM’in kendi makul kontrolü dışında bulunan mücbir sebepler ve/veya doğal afetlerden kaynaklanan zarar ve kayıplar için sorumlu tutulmaz. MÜŞTERİ, ayrıca, faksla, e-postayla veya başka elektronik araçlarla iletilen Emirlerin alınmamasından dolayı Emirlerin uygulanmamasından ve/veya açık olmayan Emirlerin açıklığa kavuşturulması talebinden dolayı Emrin geç uygulanmasından ötürü MÜŞTERİ’nin maruz kalabileceği zarar ve kayıplardan da ... YATIRIM’a atfedilebilecek bir kusur olmaması şartıyla ... YATIRIM’in sorumlu tutulmayacağını kabul ve beyan eder. ... Yatırım’ın kasıt veya ağır ihmali ile sorumlu tutulabildiği hallerde dahi bu sorumluluk, doğrudan doğruya maruz kalınan fiili maddi zararlarla sınırlı olacaktır. ... YATIRIM, MÜŞTERİ’nin uğrayabileceği dolaylı zararlardan, kar mahrumiyetinden ve manevi zararlardan sorumlu olmayacaktır...”.

“... YATIRIM, kendisine kusur atfedilebilen haller hariç olmak üzere, MÜŞTERİ tarafından Elektronik İletişim Kanalları üzerinden Emir iletilmemesinden, iletilen Emirlerin yerine getirilememiş olmasından veya eksik ya da yanlış yerine getirilmesinden sorumlu değildir...”.

“...MÜŞTERİ, Yatırım Hesabındaki menkul kıymetleri ve nakit mevcudunu bir başka aracı kurum veya bankaya; yazılı talimatıyla veya internet üzerinden kendisinin veya 3.kişilerin hesabına virman, havale veya EFT yapabileceğini, sözlü talimatlarla yapılabilecek benzeri işlemlerin ise ... YATIRIM’in iç düzenlemelerine tabii olacağını ve bu konuda ortaya çıkabilecek zararların tamamının kendisine ait olacağını şimdiden kabul eder...”.

“...MÜŞTERİ, ... YATIRIM'ın dilediği takdirde, MÜŞTERİ'nin hesaplarında mevcut bulunan Sermaye Piyasası Araçları ve diğer tüm nakit ve varlıkları, MÜŞTERİ'nin temerrüdü halinde, Türk Borçlar Kanunu'nun 139-145'inci madde hükümlerine uygun olmak kaydıyla, MÜŞTERİ'den olan ve muaccel olmuş alacaklarına karşılık takas etme hakkına sahip bulunduğunu kabul ve beyan eder...”

“...MÜŞTERİ'nin yukarıda bahsi geçen temerrütlerinden dolayı ... YATIRIM'ın Saklama Kuruluşu'na veya başka yetkili makamlara ve/veya düzenleyici organ ve idarelere karşı olan edim ve yükümlülüklerinin ifasında temerrüde düşmesi halinde, ... YATIRIM'ın bu sebeple maruz kaldığı veya kalabileceği tüm zararlar MÜŞTERİ tarafından tazmin edilecektir. Bu durumda MÜŞTERİ ayrıca, ... YATIRIM'ın Saklama Kuruluşu'na veya başka yetkili makamlara ve/veya düzenleyici organ ve idarelere karşı temerrüde düştüğü tarihten başlamak üzere ve temerrüt süresince her gün itibariyle, gecelik repo faizinin 3 (üç) katına eşit oranda temerrüt faizini ... YATIRIM'a ödeyecektir...”.

Yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasında imzalanan çerçeve sözleşmelerde yukarıda örneklendirildiği şekilde genel işlem koşullarına yer verilmesi, yatırımcıların zarar görmelerine sebep olmuş ve bu hususta yatırımcı şikayetlerinin artması üzerine SPK ilk defa mülga Seri:V No:19 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği”nde düzenleme yapma yoluna gitmiştir<sup>950</sup>. Bu tebliğ hükmü ile Türk

---

“...MÜŞTERİ'nin hesabında kalan nakit alacak bakiyelerinin kullanımını talep etmemesi halinde dahi, ... YATIRIM tarafından belirlenen alt limitin altında kalan nakitlerle ilgili olarak, MÜŞTERİ tarafından talep edildiği takdirde en geç 1 iş günü içerisinde MÜŞTERİ'ye ödenmek ve anapara zarara uğratılmamak şartıyla, ... YATIRIM tarafından bu tutarlar nemalandırılabilir ve bu nemalandırılma neticesinde elde edilen kazanç tutarları ... YATIRIM'a ait olur...”.

“...MÜŞTERİ'nin hesabının herhangi bir sebeple eksi bakiye vermesi halinde, ... YATIRIM, MÜŞTERİ'ye en yazılı veya en seri haberleşme aracıyla (kayıtlı telefon, e-posta vs.) bildirimde bulunup, bu açığı kapatmasını isteme hakkını haizdir. MÜŞTERİ'nin bu açığı ... YATIRIM'ın talebi üzerine 2 (iki) iş günü içerisinde kapatmaması halinde, ... YATIRIM, bu açığı karşılamak için, MÜŞTERİ'nin ... YATIRIM'deki diğer hesaplarında bulunan ve ... YATIRIM'ın zilyetliğindeki MÜŞTERİ'nin diğer varlıkları üzerinde Medeni Kanun'un 950'nci maddesinde belirtilen şartların sağlanması koşuluyla hapis hakkına sahip olacaktır. ... YATIRIM, MÜŞTERİ'nin herhangi bir alım/satım emri olmadan, MÜŞTERİ'nin ilgili varlıklarını bu alacağının tahsili amacıyla satabilir ve elde edilen bedeli Borçlar Kanunu'nun 100-102'nci madde hükümleri çerçevesinde MÜŞTERİ'nin temerrüt konusu borcuna mahsup edebilir. Bu durumda, söz konusu satış işlemi nedeniyle maruz kalınabilecek zararın tümü MÜŞTERİ tarafından karşılanacaktır...”.

<sup>950</sup> Mülga Seri: V, No: 19 sayılı Tebliğ m. 47/3 hükmü uyarınca, “Çerçeve sözleşmesinde Kurul düzenlemelerine ve Borsa mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluşların lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez. Sözleşmede hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır. Bu fıkra hükmü, aracı kuruluşlar ile müşteriler arasında düzenlenecek halka arza aracılık, portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, repo-ters repo, kredili menkul kıymet, açığa satış ve menkul kıymetlerin ödünç işlemi çerçeve sözleşmeleri ile Kurul düzenlemeleri çerçevesinde müşteriler ile yapılabilecek diğer



Hukuku'nda ilk kez genel işlem koşulu niteliğindeki bir sözleşme hükmüne hakim müdahale edebilmesi imkanı getirilmiştir<sup>951</sup>. Aynı şekilde, mülga Seri: V No: 19 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği'ni yürürlükten kaldıran mülga Seri: V No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de de çerçeve sözleşmedeki genel işlem koşulu niteliğindeki hükümlere ilişkin “Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez” şeklinde düzenleme mevcut idi<sup>952</sup>.

Karmaşık şekilde kaleme alınmış bu hükmün<sup>953</sup> hangi şartlarda uygulanacağı ve hükümdeki unsurların bir arada aranıp aranmayacağı tartışma konusu olmuştur. “Müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyicilik” unsuru ile “aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hüküm olması” unsurunun birlikte mi mevcut olması gerektiği yoksa tek bir unsurun mevcut olmasının hükmün uygulanması için yeterli olup olmayacağı tartışılmıştır.

*İnceoğlu*, Tebliğ hükmünün her iki şartın birlikte aranıp aranmadığı konusunda açık olmadığını ve her iki türlü yorumun da yapılabileceğini belirtmektedir<sup>954</sup>. *Kırca* ise aracı kurum lehine tek taraflı olağanüstü hak tanınmasının hâli hazırda müşterilerin de hakkını zedeleyeceği görüşündedir<sup>955</sup>. *Aydın* da sözleşme dengesinin sözleşmenin taraflarından birine olağanüstü haklar tanımak üzere bozulması durumunda zaten diğer tarafın haklarının ciddi surette zedelenmesine yol açacağı için her iki şartın birlikte aranması gerektiği

---

*sözleşmelere ve portföy yöneticiliği şirketleri ile müşterileri arasında düzenlenecek portföy yönetim sözleşmelerinde de uygulanır*”. 01.03.1995 tarihli ve 22217 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Seri: V, No: 19 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile bu tebliğde değişiklik yapan Seri: V, No: 24, 25, 26, 27, 28, 30, 31, 32, 33, 35, 36, 38, 40 ve 42 sayılı tebliğ değişiklikleri 7/9/2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.

<sup>951</sup> Tespit için bkz. **Atamer**, s. 48.

<sup>952</sup> Mülga Seri:V, No: 46 sayılı Tebliğ m. 13/4 hükmünün tam metni şu şekildeydi: “Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez. Sözleşmelerde hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır. Bu fıkra hükmü aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında düzenlenecek halka arza aracılık sözleşmesi ile sermaye piyasası mevzuatı uyarınca müşterilerle imzalanacak tüm çerçeve sözleşmelerde uygulanır”. Mülga Seri:V, No: 46 sayılı Tebliğ, 11/7/2013 tarihli ve 28704 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ m. 81/1 hükmü ile yürürlükten kaldırılmıştır.

<sup>953</sup> **Vural Günal**, “Aracı Kurumların Müşterileri İle İmzaladıkları Sözleşmeler Üzerine”, Maliye ve Sigorta Yorumları Dergisi 1999, S.301, s. 92 vd.

<sup>954</sup> **İnceoğlu**, s. 72.

<sup>955</sup> **Kırca**, s. 92.

görüştüğüdür<sup>956</sup>. *Atamer*, aracı kurumun sözleşmeye aykırı davranışı hâlinde sorumlu olmayacağına dair bir hüküm söz konusuysa ancak aracı kurum müşteri lehine sigorta yaptırarak müşterinin uğrayacağı zararı sigortalattırması ise bu durumda aracı kurum lehine olan bu tek taraflı olağanüstü hak tanıyan hükmün müşterinin hakkını ciddi şekilde zedeleyici bir hüküm olmayacağını belirterek her iki şartın birlikte aranması gerektiği görüşündedir<sup>957</sup>. *Kara*'ya göre ise, hükmün uygulanabilmesi için müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici bir hükmün çerçeve sözleşmeye konulması ve bu hükmün aynı zamanda çerçeve sözleşmede aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan bir hüküm olması unsurları bir arada aranmaktadır. Yazar, hükmün uygulanabilmesi için iki unsurun bir arada yer alması zorunluluğunu eleştirmekte ve müşterilerin hak ve menfaatlerini ciddi surette zedeleyen bir hükmün varlığı halinde bu hükmün aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlamamış olabileceğinden, genel işlem şartları denetimine tabi olmamasının yatırımcı haklarını zedelediğini belirtmektedir.

Şu an yürürlükte olan, III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 26/5 hükmünde de benzer düzenleme vardır: “Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez”. Görüldüğü üzere, hüküm yine karmaşık şekilde kaleme alınmış olup söz konusu unsurların birlikte mevcut olup olmaması gerektiği hususunda açıklık yoktur.

Kanaatimizce, hükmün kaleme alınış biçimi karmaşık görünse de III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmünün uygulanabilmesi üç durumda söz konusu olabilir. Bunlardan ilki, çerçeve sözleşmedeki sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümlerdir. İkinci durum, düzenlemenin müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan düzenlemelerdir. Hükmün kapsamına giren üçüncü tip düzenlemeler ise müşteri emirlerinin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin düzenlemelerdir. Aşağıda bu üç durum ayrı başlıklarda ele alınacaktır.

<sup>956</sup> Aydın, Çerçeve Sözleşme, s. 108-109.

<sup>957</sup> Atamer, s. 199; benzer görüşte bkz. Kara, s. 238.

## **1. Çerçeve Sözleşmelerde Sermaye Piyasası Mevzuatına Aykırı Hükümlere Yer Verilememesi**

Çerçeve sözleşmedeki bir hüküm eğer sermaye piyasası mevzuatına aykırı ise çerçeve sözleşmede yer alamayacaktır. Esasen, sermaye piyasası mevzuatına aykırı bir çerçeve sözleşme hükmünün sözleşmede yer alamayacağı düzenlemesi kanaatimizce izahtan varestedir. Zira, hiçbir sözleşmede, kanunun emredici hükümlerine aykırı düzenlemeler yer alamayacaktır. Kaldı ki, TBK m. 27/1 hükmünde kanunun emredici hükümlerine aykırı sözleşmelerin kesin hükümsüz olduğu belirtilmiştir. Dolayısıyla, alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesindeki bir hükmün de sermaye piyasası mevzuatına aykırı olması durumunda geçersiz kabul edileceğinin tebliğde belirtilmesi kanaatimizce gereksizdir<sup>958</sup>. Esasen mülga tebliğlerde de var olan bu düzenlemeyle, sermaye piyasası mevzuatındaki emredici hükümlere aykırı hükümlerin çerçeve sözleşmede yer alamayacağı belirtilmek istenmişse de emredici hükümleri ihlâl eden sözleşme hükümleri hâli hazırda TBK m. 27/1 hükmü doğrultusunda geçersiz sayılacaktır<sup>959</sup>. Zira, çerçeve sözleşmede hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/6).

## **2. Çerçeve Sözleşmelerde Müşterilerin Haklarını Ciddi Şekilde Zedeleyici ve Yatırım Kuruluşları Lehine Tek Taraflı Olağanüstü Haklar Sağlayan Hükümlere Yer Verilememesi**

Müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlerin çerçeve sözleşmede yer alamamasıdır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5). Kuşkusuz ki alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinde yatırımcıyı borç altına sokan hükümler bulunacaktır. Ancak bu hükümlerin yatırımcının haklarını ciddi şekilde zedeleyici olmamasına dikkat edilmesi gerekir. Örneğin, sermaye piyasası aracı alım satım işlemleri sonucunda herhangi bir nedenle yatırım hesabında meydana gelebilecek borç bakiyelerinin bir ihbara gerek kalmaksızın müşteri tarafından defaten ödeneceği, aksi takdirde müşteri borcuna yatırım kuruluşu tarafından belirlenen en yüksek cari kredi faiz oranının %50 fazlası üzerinden hesaplanacak faiz uygulanacağı hükmü, müşterinin haklarını ciddi şekilde zedeleyici bir hüküm olarak kabul edilir. Bu hüküm, aynı zamanda yatırım kuruluşu lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan da bir hükümdür.

<sup>958</sup> İnceoğlu, s. 71; Aydın, Çerçeve Sözleşme, s. 107.

<sup>959</sup> Kara, s. 155, dn. 409.

Kanaatimizce III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmünün uygulanabilmesi için her iki şartın da bir arada aranması yatırımcının korunması açısından uygun değildir<sup>960</sup>. Zira, bu iki şart bir arada arandığı için örneğin tek başına müşteri haklarını ciddi şekilde zedeleyen çerçeve sözleşme hükümleri III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmüne aykırılık nedeniyle hakim önüne getirilemeyecektir. Bu nedenle hükmün yeniden kaleme alınması gerektiği görüşündeyiz<sup>961</sup>.

### 3. Çerçeve Sözleşmelerde Müşteri Emirlerinin İspatı Yükünü Müşteride Bırakan Hükümlere Yer Verilememesi

Müşteri emirlerinin ispatı yükünü müşteride bırakan çerçeve sözleşme hükümleri III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmüne göre geçersiz kabul edilecektir. Esasen daha önce de ifade edildiği üzere uygulamada karşılaşılan yatırım kuruluşu ile müşteri arasında ortaya çıkan uyuşmazlıkların büyük bir bölümü emir iletimi veya emre aykırı işlemler nedeniyle meydana gelmektedir.

Emirlerin ispat yükünü müşteride bırakan hükümlerin geçersizliğini düzenleyen III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmünün amacı, müşteri emirleriyle ilgili yatırım kuruluşlarında olan ispat yükünün çerçeve sözleşmeye konulan hükümlerle müşteriye bırakılmasının önlenmesidir<sup>962</sup>. Şöyle ki; TMK m. 6 uyarınca, kanunda aksine bir hüküm bulunmadıkça, taraflardan her biri, hakkını dayandığı olguların varlığını ispatla yükümlüdür. TMK'nın bu hükmüne göre, örneğin müşteri bir emir verdiğini, ancak bu emrin yatırım kuruluşu tarafından yerine getirilmediğini iddia ediyorsa bunu ispat yükü müşteriye aittir. Eğer müşteri adına bir alım satım işlemi yapılmışsa ancak müşteri bu işleme dair bir emir vermediğini iddia ediyorsa emir vermediğine dair olumsuz durumun ispatı müşteriden beklenemeyeceği için yatırım kuruluşunun emir verildiğini ispat etmesi gerekmektedir. BİST (İMKB) önüne gelen borsa uyuşmazlıklarında, talimatsız satım işlemi yapıldığı iddiasında bulunan yatırımcıların tazminine karar vermiştir<sup>963</sup>. Çünkü, yatırım kuruluşları talimatın verildiğini ispat edememişlerdir. İşte, bu durumları

<sup>960</sup> **İnceoğlu**, Tebliğ hükmünün her iki şartın birlikte aranıp aranmadığı konusunda açık olmadığını ve her iki türlü yorumun da yapılabileceğini belirtmektedir. Bkz. **İnceoğlu**, s. 71. **Kırca** ise aracı kurum lehine tek taraflı olağanüstü hak tanınmasının hâli hazırda müşterilerin de hakkını zedeleyeceği görüşündedir. Bkz. **Kırca**, s. 92. Aydın

<sup>961</sup> “Müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyicilik” şartı ile “yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hüküm olması” şartı arasına “ve” yerine “veya” bağlacı getirilerek yatırımcının korunması açısından daha doğru bir düzenleme kaleme alınmış olacaktır, bkz. **Kara**, s. 238, dn. 568.

<sup>962</sup> **Kırca**, s. 107; ayrıca bkz. **Atamer**, s. 285-287.

<sup>963</sup> **İMKB**, Borsa Uyuşmazlıkları, Uygulama, Örnek Kararlar ve Mevzuat (1997-2009), İstanbul, Temmuz 2011, s. 373, 383.

önlemek adına, yatırım kuruluşlarının çerçeve sözleşmeye koydukları bir hükümlerle kendilerine düşen ispat yükünü de müşteriye yüklemelerinin önüne geçmek için anılan düzenleme getirilmiştir.

Esasen yukarıda müşteri emirleri başlığı altında da açıkladığımız üzere, yatırım kuruluşları müşterilerden sözlü emir de kabul edebilmekte olup telefon, faks, ATM ile ya da elektronik ortamda veya buna benzer şekilde imza olmaksızın alınan emirler sözlü emir niteliğindedir. III-45.1 sayılı Tebliğ m. 8/3 hükmüne göre, sözlü emirlere dayanılarak işlem yapılmışsa bu işlemi ispat yükü yatırım kuruluşundadır. Müşterinin sözlü emirlerine ilişkin yatırım kuruluşlarının kayıt tutma zorunluluğu söz konusudur. III-45.1 sayılı Tebliğ m. 8/2 hükmüne göre “...Yatırım kuruluşlarınca telefon ile alınan müşteri emirlerine ilişkin ses kayıtlarının, faks yoluyla alınan emirlere ilişkin talimatın ve gün içinde faks ile iletilen tüm emirlerin yatırım kuruluşuna ulaştığı tarih ve zaman bilgilerini içeren toplu dökümün, internet üzerinden alınan emirler de dahil her ne türlü olursa olsun elektronik ortamda diğer şekillerde alınan emirlerde tarih, zaman ve müşteri bazında olmak üzere emri ileten müşterilere ilişkin IP (Internet Protokol) numaraları kayıtlarının, emri veren kaynağı gösterecek şekilde gerekli elektronik log kayıtlarının, emri alan yatırım kuruluşlarınca tutulması ve elektronik ortamda tutulan verilerin gerektiğinde yazılı hale dönüştürülebilecek şekilde hem emir iletimine aracılığa yetkili yatırım kuruluşu, hem de lehine faaliyet gösterilen yetkili yatırım kuruluşu tarafından tutulması zorunludur”. Ancak müşteri alım satım emri verildiğini buna rağmen herhangi bir işlem gerçekleştirilmediğini iddia ediyorsa, olumsuz bir durumun ispatı yatırım kuruluşuna yüklenemeyeceğinden, burada müşteri emri verdiğini ispat etmek zorundadır. Görüldüğü üzere, gerek III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmü ile gerekse de III-45.1 sayılı Tebliğ m. 8 hükmü ile çerçeve sözleşmelerde TMK m. 6 hükmünü dolanacak şekilde, olumsuz bir durumun varlığını (başka bir deyişle bir emrin verilmediğini ispatı) yatırımcıya yükleyecek şekilde düzenleme öngörülmesi engellenmeye çalışılmıştır. Uygulamada da mahkeme kararlarına konu olmuş, emirlerin iletimine yönelik uyuşmazlıklar söz konusudur<sup>964</sup>.

<sup>964</sup> Bkz. 11. HD. 30.03.2017 T., 2016/3148 E., 2017/1937 K.: “Davacı vekili, müvekkili ile davalı şirket arasında menkul kıymet alım satım sözleşmesi ve repo ve ters repo çerçeve sözleşmesi imzalandığını, davalının sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde borsa ve borsa dışında her türlü menkul kıymeti müvekkil adına alıp satarak bu menkul kıymetlerin aracı kurum yahut takas bankta saklanması işlemlerini yürüteceğini, sözleşmeye göre alım satım için müşteri emri gerektiğini, alım satım emirlerinin yazılı olacağını ancak telefon faks gibi iletişim araçlarıyla iletilen emirleri kabul edebileceğini ancak buna ilişkin olarak da taraflar arasında düzenlenen bir talimat olması gerektiğini, davalı aracı kurumun müvekkilin talimatı ve bilgisi dışında hisse senedi alım satımı yaparak davacı hesabına masraf ve faiz işlettiğini, ayrıca hisse senetlerinin bedellerini talep ettiğini, talimat olmaması nedeniyle işlemlerin kabul edilmemesi üzerine

III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmünde, çerçeve sözleşmelerde yalnızca emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine dair hükümlere yer verilemeyeceği belirtilmiştir. Hükmün lafzından, emirlerin ispatı haricindeki diğer hususların ispatının çerçeve sözleşmeye koyulacak hükümlerle müşteriye yüklenebileceği anlamı çıkmaktadır. Ancak, diğer hususların ispatının müşteriye yüklenmesi durumunda da bu hüküm eğer müşteri haklarını ciddi şekilde zedeleyen ve yatırım kuruluşu lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan bir hüküm ise bu durumda yine III-39.1 hükmüne aykırılık sebebiyle geçersiz olacaktır<sup>965</sup>.

#### 4. III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 Hükmüne Aykırılığın Yaptırımı

Anılan hükme aykırılığın yaptırımının ne olacağı ise III-39.1 sayılı Tebliğ'de belirtilmemiştir. Tebli hükümünde yalnızca çerçeve sözleşmelerde bu hangi tip hükümlere yer verilemeyeceği belirtilmiştir. Kanaatimizce, anılan Tebliğ'in bu hükmünü emredici olarak kabul etmek ve tebliğ hükmüne aykırı çerçeve sözleşme hükümlerini de TBK m. 27/1 anlamında kesin hükümsüz kabul etmek yatırımcının korunması açısından yerinde

---

*bu senetlerin ve daha önceden talimat yoluyla aldırılan senetlerin satılarak müvekkilinin zarara uğratıldığını, talimatsız alım satımdan dolayı kendisine gönderilen ekstrete itiraz edildiğini ancak icra takibine maruz kaldığını, yapılan takipten dolayı kendilerince menfi tespit davası açıldığını ve mahkemece borçlu olmadığının tespitine karar verildiğini, icra tehdidi altında haksız talep edilen paranın ödenmesi talebiyle ... 8. Asliye Ticaret Mahkemesi'nde 2004/467 nolu dosyasında dava açıldığını, müvekkilinin hisse senetleri talimatı dışında satılmayıp piyasada değerlendirilmiş olsa idi kâr edeceğini ileri sürerek, fazlaya ilişkin hakları saklı kalmak kaydıyla mahrum kalınan kâr nedeniyle 6.000,00 TL'nin zararın doğum tarihi olan hisse senetlerinin satış tarihinden itibaren işleyecek ticari reeskont faiziyle davalıdan tahsilini talep ve dava etmiş,yargılama sırasında davasını ıslah ederek 1.239.289,00 TL zararın davalıdan tahsilini istemiştir. Davalı vekili, davacının Ağustos 1999 dönemi hesap ekstresine 08.09.1999 ihtarnamesiyle itiraz ettiğini ve 24.09.1999 tarihinde ise davacının uğradığı zararı kendilerine ihtaren bildirdiğini, davalı aracı kurumun menkul kıymet alım satımını kendi namına müşterisi hesabına gerçekleştirmesi nedeniyle aralarında komisyon ilişkisi doğduğunu, BK'nın 126. maddesi gereğince komisyon ve vekalet akdinden doğan davaların 5 yıllık zamanaşımına tabi olduğunu, davacının Ağustos ayının hesap ekstresini kabul etmeyerek, kendilerine bildirimde bulunduğu 24.09.1999 tarihi nazara alındığında, davanın açıldığı 10.07.2007 tarihi itibarıyla 5 yıllık zamanaşımı süresinin dolduğunu, ayrıca davacının Ağustos ayına kadar gerçekleşen hiçbir işleme itiraz etmeyerek, Ağustos 1999 tarihindeki işlemlere itiraz etmesinin depremden dolayı borsada meydana gelen dalgalanmalardan kaynaklanan zararının telafisine yönelik olduğunu savunarak, davanın reddini talep etmiştir. Mahkemece uyulan bozma ilamı doğrultusunda, 30/07/1999 tarihi itibarıyla hisse senetlerinin bilgisi haricinde satılması halinde meydana gelmiş zararın 13.758,87 TL olduğu, işlemlerle birlikte toplam zararın 70.535,53 TL olduğu, davacının mahrum kaldığı karın hesaplanması mümkün olmamakla birlikte dava tarihi itibarıyla hisse senetlerinin değerinin 1.239.289 TL bulunduğu, davacının fazlaya ilişkin hakları saklı kalmak kaydıyla hisse senetlerinin bilgisi haricinde satılması ve mahrum kaldığı kar, davalının yapmış olduğu işlemlerden dolayı uğramış olduğu zarar olmak üzere toplam 6.000 TL'nin tahsili istediği, taleple bağlı kalınarak, 6.000 TL'nin hisselerin satış tarihi olan 12/08/1999 tarihinden itibaren işleyecek avans faizi ile davalıdan tahsiline, ıslahla artırılan kısmın zaman aşımı nedeniyle reddine karar verilmiştir...Davacının temyiz iddiaları reddedilmiş; davacı vekilinin ticari faiz olarak avans faizi isteyebileceksen reeskont faizi talebinde bulunmuş olup, mahkemece reeskont faizine hükmedilmesi gerekirken, avans faizi ile tahsile karar verilmesinin doğru olmadığı gerekçesiyle davalı vekilinin temyiz iddialarını kabul ederek HUMK'nın 438/7 maddesi uyarınca mahkeme kararının düzelterek onanmasına karar verilmiştir...”, [www.kazanci.com](http://www.kazanci.com) (Erişim Tarihi: 03.06.2019). Ayrıca bkz. 11. HD. 03.03.2016 T., 2015/5296 E., 2016/2412 K., [www.kazanci.com](http://www.kazanci.com) (Erişim Tarihi: 03.06.2019).*

<sup>965</sup> Aynı görüşte bkz. **Özbaş**, s. 38; **Kara**, s. 270.

olacaktır<sup>966</sup>. Zira, emredici hukuk kurallarına aykırılık yalnızca bir kanun hükmüne aykırılık anlamına gelmez. Tüzük ve yönetmeliklerdeki emredici düzenlemelere aykırılık da kesin hükümsüzlük yaptırımını gündeme getirir<sup>967</sup>.

Çerçeve sözleşmede, III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmüne aykırılık sadece bir kısım sözleşme hükümleri açısından söz konusu ise kısmi kesin hükümsüzlük söz konusu olup sadece o sözleşme hükümleri geçersiz olur (TBK m. 27/2). Böylece, tüm sözleşme geçersiz kabul edilmez ve yatırımcılar da sözleşmenin diğer hükümlerinden doğan haklarını sözleşme uyarınca talep edebilirler.

III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmü bir sermaye piyasası düzenlemesi olduğu için yatırımcının tüketici olup olmaması hükmün uygulama alanı açısından önem arz etmez. Tüketici sıfatını haiz olmayan yatırımcılar da III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmüne aykırı bir çerçeve sözleşme düzenlemesi söz konusu olduğunda hakime başvurabilecektir<sup>968</sup>. Yatırımcının tüketici sıfatıyla hareket ettiği durumlarda ise bir alt başlıkta açıklanacağı üzere, tüketici yatırımcının tüketici mevzuatı uyarınca korunması da gündeme gelecektir.

## **B. Alım Satım Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Tüketicinin Korunmasına İlişkin Mevzuat Kapsamında Denetimi**

Bu konu başlığı altında sermaye piyasasındaki alım satım aracılık işlemlerinde bulunan yatırımcının Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun kapsamında korunması incelenecektir. Zira, yukarıda da belirttiğimiz gibi kanaatimizce bir yatırımcı tüketici sıfatını haiz ise sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinin yanı sıra tüketici mevzuatı hükümlerince de korunabilecektir.

Sözleşme özgürlüğü ilkesi çerçevesinde bir sözleşme akdedilirken eşit durumda olduğu kabul edilen tarafların sözleşmeyi müzakere ederek hükümlerini kararlaştırdıkları farz edilir. Oysa, kitlesel üretim yapan işletmeler sözleşmenin hüküm ve koşullarını üretim ve hizmetten yararlanacak kişilerle tartışmamakta, daha önceden tek taraflı olarak hazırlamış oldukları sözleşme metnini bu kişilere sunmaktadırlar<sup>969</sup>. Türk Hukuku'nda genel işlem şartlarına ilişkin düzenleme, TKHK'da ve bu Kanun'un m. 5/9 hükmü

---

<sup>966</sup> **Atamer**, s. 199.

<sup>967</sup> Hüseyin **Hatemi**, Hukuka ve Ahlakla Aykırılık Kavramı ve Sonuçları, İstanbul Üniversitesi, İstanbul 1976, s. 56.

<sup>968</sup> **Atamer**, s. 200: Ancak tacir sıfatıyla hareket eden yatırımcının, tüketici sıfatıyla hareket eden yatırımcıya oranla daha az korunmaya muhtaç olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.

<sup>969</sup> **Bahtiyar**, Genel İşlem Koşulları, s. 76, 77.

uyarınca çıkarılan Tüketici Sözleşmelerindeki Haksız Şartlar Hakkındaki Yönetmelik<sup>970</sup>,te yer almaktadır.

Haksız şart, tüketiciyle müzakere edilmeden sözleşme içeriğine dahil edilen ve tarafların sözleşmeden doğan hak ve borçlarında dürüstlük kuralına aykırı olacak şekilde tüketici aleyhine dengesizliğe neden olan sözleşme şartlarıdır. Bir sözleşme şartının haksız şart sayılabilmesi için bu şartın tüketiciyle müzakere edilmeden sözleşme içeriğine alınmış olması unsurunu ve sözleşmeden kaynaklı hak ve yükümlülüklerde dürüstlük kuralına aykırı olacak şekilde tüketici aleyhine dengesizliğe neden olması unsurunu bir arada bulundurması gerekir (TKHK m. 5, HŞHY m. 5/1). Bir sözleşme şartının müzakere edilmeden sözleşme içeriğine dahil olması, sözleşme şartının önceden hazırlanmış olması ve standart sözleşmede yer alması nedeniyle tüketicinin bu şartın içeriğine etki edememiş olmasıdır (TKHK m. 6/3, HŞHY m. 5/2).

Yatırımcının, yatırım kuruluşundan yatırım hizmet ve faaliyeti satın aldığı ve bu hukuki işlemde ticari ve mesleki amaçlarla hareket etmediği durumlarda tüketici sıfatını haiz olduğu kanaatine vardığımızı yukarıda açıklamaya çalışmıştık<sup>971</sup>. İşte, yatırımcının tüketici sıfatıyla hareket ettiği bu durumlarda çerçeve sözleşmelerde yer alan genel işlem koşulları bakımından tüketici mevzuatınca korunması söz konusu olur<sup>972</sup>. Zira, yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasında imzalanan çerçeve sözleşmelerde yatırım kuruluşlarının önceden tek taraflı olarak, yatırımcı ile müzakere edilmeksizin hazırladığı ve genel işlem koşullarını içeren sözleşme metinleri yatırımcının imzasına sunulmaktadır. Bu çerçeve sözleşmelerde yer alan genel işlem koşulları sebebiyle, tüketici-yatırımcının TKHK ve ilgili mevzuat uyarınca da korunması gündeme gelmektedir.

Yatırım kuruluşu, çerçeve sözleşmedeki bir standart şartın ayrı olarak müzakere edildiği iddiasında ise bunu ispat etmek yükümü altındadır. Çerçeve sözleşmedeki bir şartın belirli unsurlarının veya münferit bir hükmünün müzakere edilmiş olması -çerçeve sözleşmenin bütün olarak değerlendirilmesinden standart sözleşme olduğu sonucuna varıldığı ihtimalinde-sözleşmenin kalan kısmına genel işlem koşulları hükümlerinin uygulanmasını engellemez (TKHK m. 5/3, HŞHY m. 5/3).

TKHK m. 4/1 uyarınca, çerçeve sözleşmeler ve bununla ilgili bilgilendirmeler en az on iki punto büyüklüğünde, anlaşılabilir bir dilde, açık, sade ve okunabilir bir şekilde

<sup>970</sup> 17.06.2014 tarihli ve 29033 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>971</sup> Bkz. Birinci Bölüm, § 1, IV, A, 4, b.

<sup>972</sup> **Bahtiyar/Biçer**, s. 429.



düzenlenmeli ve bunların bir nüshası kâğıt üzerinde veya kalıcı veri saklayıcısı<sup>973</sup> ile tüketici-yatırımcıya verilmelidir. Çerçeve sözleşmede, tüketici-yatırımcının anlayabileceği açık ve anlaşılır bir dil kullanılmalıdır. Sözleşmede yer alan bir hükmün açık ve anlaşılır olmaması veya birden çok anlama gelmesi hâlinde; bu hüküm, tüketici-yatırımcı lehine, aracı kurum aleyhine yorumlanır (TKHK m. 5/4).

Tüketici-yatırımcıdan kendisine sunulan yatırım hizmeti kapsamında haklı olarak yapılmasını beklediği ve yatırım kuruluşunun yasal yükümlülükleri arasında yer alan edimler ile yatırım kuruluşunun kendi menfaati doğrultusunda yapmış olduğu masraflar için ek bir bedel talep edilemez (TKHK m. 4/3).

Tüketici-yatırımcıyla müzakere edilmeden çerçeve sözleşmeye dahil edilen ve tüketici-yatırımcının ya da aracı kurumun sözleşmeden doğan hak ve yükümlülüklerinde dürüstlük kuralına aykırı düşecek biçimde tüketici-yatırımcı aleyhine dengesizliğe sebep olacak sözleşme şartları haksız şart olarak kabul edilir (TKHK m. 5/1 ve Haksız Şartlar Hakkında Yönetmelik<sup>974</sup> m. 5). Ancak çerçeve sözleşmede yatırım kuruluşu aleyhine düzenlenen hükümler, sözleşmeyi düzenleyen taraf aracı kurum olduğu için haksız şart kabul edilmeyecektir.

Çerçeve sözleşmedeki haksız şartların yer almasının yaptırımı kesin hükümsüzlüktür. Fakat sözleşme haksız şartlar çıkarıldığında da varlığını devam ettirebiliyorsa kalan hükümler geçerliliğini korur. Bu durumda yatırım kuruluşu haksız şartların kesin hükümsüz olacağını bilse idi sözleşmeyi hiç yapmayacak olduğu savunmasını ileri süremez (TKHK m. 5/2, HŞHY m. 7).

### **C. Sermaye Piyasası Alım Satım Aracılık Çerçeve Sözleşmesinin Türk Borçlar Kanunu Kapsamında Denetimi**

Tüketici sıfatını haiz olmayan taraf da imzaladığı standart sözleşmelerde öngörülen genel işlem koşullarına karşı her zaman TBK m. 20 vd.'da öngörülen hükümlere başvurabilecektir. Dolayısıyla, tüketici sıfatını haiz olmayan yatırımcı TKHK ve ilgili mevzuat hükümleri uyarınca korunma talep edemeyecek ancak TBK m. 20 vd. hükümleri

<sup>973</sup> Bkz. Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği m. 4/1-c: “Kalıcı veri saklayıcısı: Tüketicinin gönderdiği veya kendisine gönderilen bilgiyi, bu bilginin amacına uygun olarak makul bir süre incelemesine elverecek şekilde kaydedilmesini ve değiştirilmeden kopyalanmasını sağlayan ve bu bilgiye aynen ulaşılmasına imkân veren kısa mesaj, elektronik posta, internet, disk, CD, DVD, hafıza kartı ve benzeri her türlü araç veya ortamı” ifade eder.

<sup>974</sup> Tüketici Sözleşmelerinde Haksız Şartlar Hakkında Yönetmelik, 17.06.2014 tarihli ve 29033 sayılı RG’de yayınlanmıştır.

uyarınca genel işlem koşulları içeren çerçeve sözleşmedeki bu hükümlerin geçersizliğini öne sürebilecektir.

TBK m. 20 uyarınca genel işlem koşulları, sözleşmeyi düzenleyen, daha sonraki benzer sözleşmelerde kullanma amacıyla, önceden, tek taraflı hazırlayarak sözleşmenin karşı tarafına sunduğu sözleşme hükümleridir. Genel işlem koşulları, sözleşme metninde de yer alsa, sözleşme ekinde de yer alsa genel işlem koşulları olarak nitelendirilir. Koşulların içeriği, yazı türü ve şekli de bu koşulların genel işlem koşulları olarak nitelendirilmesinde etkili olmaz. Sözleşmeyi düzenleyen aynı amaçla sözleşme düzenlediği sözleşmelerin metinlerinin özdeş olmaması, bu sözleşmelerdeki hükümlerin genel işlem koşulu olarak nitelendirilmesine engel olmaz. Sözleşmede, sözleşmedeki hükümlerin taraflarca tartışıldığına ilişkin kayıtlar olsa dahi tek başına bu durum sözleşmedeki hükümlerin genel işlem koşulları olarak nitelendirilmesine engel olmaz.

Bir kişi ya da kuruluş, sunduğu hizmeti kanun tarafından ya da yetkili makam tarafından verilen bir izinle yürütse dahi bu o kişi ya da kuruluşun hazırladığı sözleşmelerin genele işlem koşulları kapsamında denetlenmesine engel olmayacaktır. Bu sebeple, yetkili makam olan SPK'dan izin alarak alım satıma aracılık faaliyeti yürüten yatırım kuruluşlarının hazırladıkları çerçeve sözleşme hükümleri de TBK m. 20 vd. hükümleri uyarınca denetlenebilecektir.

Görüleceği üzere, TKHK ve ilgili mevzuat uyarınca öngörülen korumaya paralel bir koruma TBK'da da mevcuttur. Bu sebeple, örneğin yukarıda “Yatırımcı Kavramı” başlığı altında açıkladığımız profesyonel yatırımcılar da yatırım kuruluşları ile imzaladıkları çerçeve sözleşmelerde yer alan genel işlem koşullarına karşı TBK'nın ilgili hükümlerine başvurabileceklerdir. Ancak profesyonel yatırımcılar tüketici-yatırımcı sıfatını haiz olmadıklarından TKHK ve ilgili mevzuat hükümlerine başvuramayacaklardır.

Eğer sözleşmeyi düzenleyen sözleşmenin karşı tarafına genel işlem koşullarının varlığı hakkında açık şekilde bilgi verir ve bu koşulların içeriğini öğrenme imkânı sağlarsa bu durumda genel işlem koşulları, sözleşme kapsamına girecek ve yaptırıma tabi olmayacaktır (TBK m. 21/1). Ancak, hangi tarafın bu hususları ispat edeceği belirtilmemiş olması bir eksiklik<sup>975</sup>. Gerçekten de, alım satıma aracılık çerçeve sözleşmelerine de koyulacak bir hükümlerle genel işlem koşullarının içeriğinin yatırımcı tarafından öğrenilme imkânı sağlandığı ve yatırımcıya açıkça bilgi verildiğinin düzenlenmesi durumunda bu

---

<sup>975</sup> Kara, s. 249.

genel işlem koşullarının geçersizliği TBK m. 21/1 hükmü uyarınca ileri sürülemeyecektir. Dolayısıyla, kanaatimizce de hükümdeki hususların ispatının da sözleşmeyi düzenleyene ait olduğu açıkça düzenlenmelidir.

Sözleşmede genel işlem koşulları öngörülmesiyle ilgili TBK’da düzenlenen yaptırım “yazılmamış sayılma”dır (TBK m. 21/1). Bu durumda, sözleşmedeki yazılmamış sayılan genel işlem koşulları haricindeki hükümler geçerlidir. Sözleşmeyi düzenleyen, eğer yazılmamış sayılan koşulların sözleşmede yer almayacağını bilseydi sözleşmeyi hiç yapmayacak olduğu savunmasını ileri süremez (TBK m. 21/2).

Genel hükümler açısından, çerçeve sözleşmede, genel işlem koşulları kapsamına giren bir hüküm söz konusu olmasa dahi eğer bir hüküm TBK m. 27 uyarınca emredici hükümlere, ahlaka, kamu düzenine veya kişilik haklarına aykırı ise veyahut konusu imkansız ise kesin hükümsüzlük yaptırımına tabi olacaktır. Eğer sözleşmedeki bir hüküm TBK m. 27 kapsamında emredici hükümlere, ahlaka, kamu düzenine veya kişilik haklarına da aykırı değilse fakat yine de yatırımcı haklarını zedeleyici ise MK m. 2 uyarınca hakkın kötüye kullanılması ya da TBK m. 28 uyarınca aşırı yararlanma yaptırımına tabi olabilecektir.

### **III. Alım Satım Aracılık Sözleşmelerinde Öngörülebilir Genel İşlem Koşulları ve Bunların Denetimi**

#### **A. Yatırım Kuruluşunun Sorumsuzluğuna İlişkin Kayıtlar**

Sorumluluk anlaşmaları, uygulamada çeşitli şekillerde yer almakla birlikte en çok rastlanılan türü genel işlem koşullarının arasına gizlenen sorumsuzluk anlaşmalarıdır<sup>976</sup>. Sermaye piyasası alım satımına aracılık sözleşmelerinde de sözleşmeyi hazırlayan yatırım kuruluşu lehine bir sorumluluk rejiminin yatırımcıya dayatılması söz konusu olabilmektedir. Bu şekilde yatırım kuruluşu, esasen kendisinde olan sorumluluk yükünü tamamen veya kısmen yatırımcı üzerine yüklemektedir. Kural olarak borçlu her türlü kusurundan sorumludur (TBK m. 114). Ancak, bu hüküm yedek hukuk kuralı olup bunun aksi sorumsuzluk anlaşması yaparak kararlaştırılabilir. Sorumsuzluk anlaşması, alacaklı ile borçlu arasında zararın ortaya çıkmasından önce, zarar ortaya çıktığında alacaklının borçludan tazminat istemesinin mümkün olmayacağına dair açık ya da örtülü olarak

<sup>976</sup> Nilgün Başalp, Sorumsuzluk Anlaşmaları, İstanbul 2011, s. 25; Numan Tekelioğlu, “Sorumsuzluk Anlaşmalarına İlişkin Bir Yargıtay Kararı İncelemesi”, Süleyman Demirel Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 6, S. 1-2, 2016, s. 5.

yapılan anlaşma olarak tanımlanmaktadır<sup>977</sup>. Dolayısıyla sorumsuzluk anlaşmasıyla alacaklı, şu anda mevcut olmayan fakat gelecekte doğma ihtimali olan bir hak üzerinde tasarrufta bulunmasıdır<sup>978</sup>.

## 1. Yatırım Kuruluşunun Kendi Kusurundan Sorumlu Olmayacağına İlişkin Kayıtlar

Yatırımcıların, yatırım kuruluşlarıyla imzaladıkları çerçeve sözleşmelerde, yatırım kuruluşunun sorumsuzluğuna dair hükümler yer alabilmektedir<sup>979</sup>.

TBK m. 112 uyarınca borçlu kendisine hiçbir kusur yüklenemeyeceğini ispat etmedikçe zarardan sorumludur. Ancak bu hüküm de yedek hukuk kuralı olup kusurun ispatını alacaklıya yükleyen anlaşmalar yapılabilir. Sözleşmelerde kusurun ispatını alacaklıya yükleyen anlaşmalar da sorumsuzluk anlaşması olarak nitelendirilmektedir<sup>980</sup>.

Her borçlar hukuku sözleşmesinde olduğu gibi sorumsuzluk anlaşmalarının geçerliliği de öncelikle TBK m. 27'nin çizdiği kanunun emredici hükümlerine, ahlâka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı olmamasına ya da konusunun imkânsız olmamasına bağlıdır. TBK m. 115'te borçlunun kendi kusurundan sorumlu olmayacağına dair anlaşmalar ile TBK m. 116'da öngörülen borçlunun yardımcı kişilerin fiillerinden sorumlu olmayacağına dair anlaşmalar emredici düzenlemelerdir.

TBK m. 115/1 uyarınca borçlunun ağır kusurundan (ve kastından) sorumlu olmayacağına dair önceden yapılan anlaşmalar hükümsüzdür. Borçlunun hafif ihmalden sorumlu olmayacağına dair anlaşmalar ise kural olarak geçerlidir. Ancak, borçlunun borcu

<sup>977</sup> Sermet **Akman**, Sorumsuzluk Anlaşması, İstanbul 1976, s. 2, 5; Ali Türk **Erten**, Sorumluluk Hukukunda Sorumsuzluk Şartları, Ankara 1977, s. 38; **Başalp**, s. 17.

<sup>978</sup> **Akman**, s. 13.

<sup>979</sup> Bu hükümlere örnek olarak şunlar gösterilebilir: "... YATIRIM, herhangi bir Emri tamamen veya kısmen reddetme hakkına sahiptir. Emirlerin reddedilmesi halinde, ... YATIRIM, ilgili Emri aldığı anda bu durumu MÜŞTERİ'ye veya onun temsilcilerine bildirir. ... YATIRIM'ın kendi makul kontrolü dışında bulunan mücbir sebepler ve/veya doğal afetlerden kaynaklanan zarar ve kayıplar için sorumlu tutulmaz. MÜŞTERİ, ayrıca, faksla, e-postayla veya başka elektronik araçlarla iletilen Emirlerin alınmamasından dolayı Emirlerin uygulanmamasından ve/veya açık olmayan Emirlerin açıklığa kavuşturulması talebinden dolayı Emrin geç uygulanmasından ötürü MÜŞTERİ'nin maruz kalabileceği zarar ve kayıplardan da ... YATIRIM'a atfedilebilecek bir kusur olmaması şartıyla ... YATIRIM'ın sorumlu tutulmayacağını kabul ve beyan eder.... Yatırım'ın kasıt veya ağır ihmali ile sorumlu tutulabildiği hallerde dahi bu sorumluluk, doğrudan doğruya maruz kalınan fiili maddi zararlarla sınırlı olacaktır. ... YATIRIM, MÜŞTERİ'nin uğrayabileceği dolaylı zararlardan, kar mahrumiyetinden ve manevi zararlardan sorumlu olmayacaktır".

"... YATIRIM'ın rüçhan hakkının kullanılmasi yönünde karar vermesi durumunda, rüçhan hakkı bedeli MÜŞTERİ'nin Yatırım Hesabı'ndaki serbest bakiyeden karşılanacaktır. MÜŞTERİ'nin söz konusu hesaplarında yeterli bakiye bulunsa da bulunmasa da, rüçhan hakkının kullanılmaması nedeniyle ... YATIRIM'un hiçbir sorumluluğu bulunmayacaktır".

<sup>980</sup> **Akman**, Sorumsuzluk Anlaşması, s. 20, dn. 46'da anılan yazarlar.

uzmanlığı gerektiren bir işten veya kanun ya da yetkili makamlar tarafından verilen bir izinle yürütülebilen bir işten kaynaklanıyorsa bu durumda borçlunun hafif kusurundan sorumlu olmayacağına dair anlaşmalar da hükümsüzdür (TBK m. 115/3). Yetkili makamlar tarafından verilen izinle faaliyet gösteren kuruluşlara bankalar, sigorta şirketleri girer<sup>981</sup>. Daha önce ifade edildiği üzere yatırım kuruluşları, bankalar, aracı kurumlar ve yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarıdır. Aracı kurumlar da SPK tarafından verilen izinle kurulabilirler ve faaliyetlerini yürütebilirler (SerPK m. 43). Görüldüğü üzere banka haricindeki diğer yatırım kuruluşları da ancak SPK izniyle kurulup faaliyetlerde bulunabilirler. Bu nedenle, yatırım kuruluşları ile yatırımcıların imzaladıkları çerçeve sözleşmelerde hafif kusurdan sorumlu olmayacaklarına dair anlaşmalar da TBK m. 115/3 gereği hükümsüz kabul edilir.

Yatırım kuruluşunun tek yanlı olarak kusuru bulunduğu hâlde borcundan sorumsuzluğunu düzenleyen sorumsuzluk anlaşmalarıyla birlikte yatırımcının da kusuru bulunduğu hâlde borcundan sorumsuzluğuna dair sorumsuzluk anlaşmaları düzenlenebilir. Esasen, ilk bakışta bu tarz sorumsuzluk anlaşmaları yatırımcı aleyhine düzenleniyor izlenimi vermese de yatırımcının çerçeve sözleşmeden kaynaklanan esas borcunun komisyon ödeme borcu olduğu ve bu borca aykırılığın da nadiren görülebileceği için yatırım kuruluşunun zarara uğraması pek mümkün olmayacaktır. Zira, yatırım kuruluşu ödenmeyen komisyon alacağını kendi borcundan mahsup edebilir veyahut da yatırımcının kusurunun varlığına bakılmaksızın ödenmeyen komisyon ödeme borcu için faiz ödemesi yatırım kuruluşunun zarara uğramasına engel olur. Bu nedenle, hem yatırım kuruluşuna hem de yatırımcıya kusurları olsa da zarardan sorumlu olmayacakları imkânı veren bu sorumsuzluk anlaşmaları da yatırımcılar aleyhine olmaktadır. Dolayısıyla, her iki tarafa da sorumsuzluk imkânı veren bu sorumsuzluk anlaşmaları da geçersiz kabul edilmelidir<sup>982</sup>.

## 2. Ehliyetsizlik Nedeniyle Sorumsuzluk Kayıtları

Müşterinin veya üçüncü kişinin ehliyetsizliğiyle ilgili yatırım kuruluşuna hiçbir sorumluluk yüklenemeyeceğine ilişkin aşağıdaki hükme benzer düzenlemeler alım satıma aracılık çerçeve sözleşmelerinde yer almaktadır:

<sup>981</sup> Akman, Sorumsuzluk Anlaşması, s. 68; Ünal Tekinalp, “Türk Bankacılık Uygulamasında Genel İşlem Şartları”, Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan, İstanbul 1986, s. 156; Tekinalp, Banka Hukuku, s. 292; Erten, s. 236; İbrahim Kaplan, Banka Standart Sözleşmeleri ve Genel İşlem Şartları, BATİDER, 1991, C. XVI, S. 2, s. 76; Kendigelen, s. 300.

<sup>982</sup> Aynı yönde bkz. Penezoğlu, s. 116-117; İnceoğlu, s. 73; Kara, s. 255.

*“Müşteri ya da üçüncü kişinin ehliyetsizliğinden doğan bütün sonuçlar müşteriye aittir. Ehliyetsizlikle ilgili hususlar aracı kuruma yazılı olarak ulaştırılmadıkça aracı kuruma bu yüzden hiçbir sorumluluk düşmeyecektir. Özellikle ehliyetsizliğin ilan edilmiş ya da yayın organlarında yayımlanmış olması aracı kuruma özel yazılı bildirim olmadıkça aracı kurumu bağlamayacaktır”.*

Esasen, yatırım kuruluşunun bu tarz bir hükme dayanarak sorumluluktan kurtulabilmesi için sözleşme kurulduğu anda müşterinin tam ehliyetli olması gerektiği açıktır. Zira, yatırımcı temel ilişki olan çerçeve sözleşme kurulurken tam ehliyetsiz ise yaptığı işlem de baştan itibaren geçersiz olur<sup>983</sup>.

Genel işlem koşulunda yer alan “üçüncü kişi” ise müşterinin sermaye piyasası alım satım işlemlerinde yetkilendirdiği kişilerdir. Ehliyetsiz duruma düşen kişinin müşteri ya da temsilci olmasına göre farklı durumlar söz konusu olacaktır.

Ehliyetsiz kişinin müşteri olduğu ihtimalinde, müşteri çerçeve sözleşme imzalandıktan sonra ayırt etme gücünü kaybetmiş olması nedeniyle ehliyetini kaybetmiş ise TMK m. 15 uyarınca yatırım kuruluşunun güveni korunmaz ve yapılan işlem geçersiz olur<sup>984</sup>. Dolayısıyla, yatırım kuruluşu yapılan işlemlerden ötürü ayırt etme gücüne sahip olmayan ehliyetsiz müşteriyi sorumlu tutamaz. Eğer müşteri çerçeve sözleşme imzalandıktan sonra ayırt etme gücünü kaybetmesi dışındaki bir nedenle fiil ehliyetini kaybederse, bu durumda müşterinin kısıtlama kararı ilan edilene kadar yapılan işlemler geçerlidir ve yatırım kuruluşunun iyiniyeti korunur. Bu nedenle, yatırım kuruluşu kısıtlama kararının ilanına kadar olan süredeki işlemler için ehliyetsiz müşteriyi sorumlu tutabilir; ancak ilandan sonraki süredeki işlemler için ehliyetsiz müşteriyi sorumlu tutamaz, yatırım kuruluşu yapılan işlemle bağlıdır ve sorumludur (TMK m. 410/2). Dolayısıyla yatırım kuruluşunun ilan yapılsa dahi ehliyetsiz kişinin yapmış olduğu işlemlerden dolayı sorumlu olmayacağı hükmü geçersizdir.

Ehliyetsiz kişinin müşterinin temsilcisi olduğu ihtimalinde ise, yatırım kuruluşunun kendisine bir yazılı beyanla bildirimde bulunulmadığı sürece sorumlu olmayacağı düzenlemesi geçerli kabul edilebilir<sup>985</sup>. Ancak yatırım kuruluşu temsilcinin ehliyetsiz olduğunu başka bir yoldan öğrenmişse bu durumda yine sorumlu olacaktır. Müşterinin

<sup>983</sup> **Tekinanlp**, “Genel İşlem, s. 149.

**Atamer**, s. 274.

<sup>984</sup> **Tekinanlp**, Genel İşlem, s. 149; Abdülkadir **Arpacı**, Kişiler Hukuku (Gerçek Kişiler), İstanbul 1993, s. 40.

<sup>985</sup> **Atamer**, s. 275.

temsilcisi ayırt etme gücünden yoksun olduğu durumda ise işlem geçerli sayılmayacak ancak söz konusu zararlara bildirimde bulunmayı taahhüt eden müşteri katlanacak ve tazminat ödeyecektir<sup>986</sup>.

### 3. Yardımcı Kişilerin Kusurlu Hareketinden Sorumsuzluğa İlişkin Kayıtlar

Sermaye piyasasının dinamik, hızlı yapısı ile teknolojideki gelişmeler, karmaşık hâle gelen sermaye piyasası ürünlerini ve hizmetlerini ortaya çıkarmıştır. Bu sebeple, yatırım kuruluşlarının da bu gelişmelere ayak uydurmak adına yardımcı kişilerden yararlanması söz konusudur.

Borçlu, bir borcun ifasını veya sözleşmeden doğan hakkın kullanılmasını yardımcı kişilere (yanında çalışanlara) kanuna uygun olarak bıraktığında, bu kişilerin işi yaptıkları sırada karşı tarafa verdikleri zararı da gidermek yükümlülüğü altındadır. İşte, bu yardımcı kişilerin karşı tarafa verdikleri zararlardan borçlunun sorumluluğu yapılan bir sorumsuzluk anlaşmasıyla tamamen ya da kısmen bertaraf edilebilir.

TBK m. 116 hükmüne göre<sup>987</sup>, kusur ölçütünden bağımsız olarak borçlunun yardımcı kişinin davranışından sorumlu olmayacağına dair anlaşma yapması kural olarak mümkündür<sup>988</sup>. Ancak eğer o iş ancak kanun ya da yetkili makamlarca verilen izinle yürütülebiliyorsa bu durumda borçlunun yardımcı kişilerin karşı tarafa verdikleri zararlardan sorumlu olmayacağına dair yapılan sorumsuzluk anlaşmaları kesin hükümsüzdür (TBK m. 116/3). Yukarıda açıkladığımız üzere, sermaye piyasası alım satım aracılık faaliyeti ancak yetkili otoritenin (Kurul'un) iznine tabi kurumlar tarafından yine Kurul izniyle yürütülebildiği için<sup>989</sup>, yatırım kuruluşunun yatırımcıyla imzaladığı çerçeve sözleşmeye yatırım kuruluşunun yanında çalışan yardımcı kişilerin fiillerinden

<sup>986</sup> **Tekinalp**, Banka Hukuku, s. 284.

<sup>987</sup> 818 sayılı mülga Borçlar Kanunu (EBK)'nda benzer düzenleme getiren EBK m. 100 hükmünde borçlunun ifa yardımcılarının sadece kasıt ve ağır kusurundan kaynaklanan zararlardan borçlunun sorumlu olmayacağına dair sorumsuzluk anlaşması yapılabileceği düzenlenmişti. Dolayısıyla, ifa yardımcılarının hafif kusurundan kaynaklı zararlardan borçlunun sorumlu olmayacağına dair anlaşmalar geçerli kabul ediliyordu. Her ne kadar bu hüküm yatırımcı aleyhine olsa da doktrindeki EBK m. 100 hükmünün açık lafzı uyarınca yatırım kuruluşlarının ifa yardımcılarının hafif kusurundan sorumlu olmayacağına dair çerçeve sözleşmeye koydukları hükümleri de geçerli kabul eden görüşler vardı. **Penczoğlu**, s. 120. Ancak, yardımcı kişilerin hafif kusurundan yatırım kuruluşunun sorumlu olmayacağına dair anlaşmaların yatırım kuruluşu lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağladığı ve müşteri haklarını önemli derecede zedelediği gerekçesiyle geçersiz kabul eden görüşler de mevcuttu. EBK m. 100'un açık hükmü nedeniyle yatırım kuruluşlarının tüm iş ve işlemlerini ifa yardımcılarını ile gerçekleştirmesi ve çerçeve sözleşmeye koyduğu bu sorumsuzluk anlaşmasıyla ifa yardımcılarının hafif kusurundan kaynaklanan sorumluluktan kurtulması mümkündür. Bkz. **Battal**, s. 171-273; **Kara**, s. 260.

<sup>988</sup> **Başalp**, s. 207.

<sup>989</sup> Bkz. Birinci Bölüm, § 1, IV, B, 4.

doğan zararlardan sorumlu olmayacağına dair sorumsuzluk anlaşması hükmü konulamaz. Aksi halde bu hüküm geçersiz olur.

#### 4. Sahtecilik Nedeniyle Sorumsuzluk Kayıtları

Alım satıma aracılık işlemlerinde sahtecilik, üçüncü bir kişinin müşterinin yatırım hesabı üzerinde yetkisi olmaksızın tasarrufta bulunması durumunda gündeme gelmektedir. Böyle bir durumda yatırım kuruluşunun hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmeyeceğine dair şu kayıtlara benzer kayıtların çerçeve sözleşmelerde yer alabildiği görülmektedir:

*“MÜŞTERİ, ARACI KURUM’un şifrenin üçüncü kişiler tarafından kullanılması neticesinde yapılan işlemlerden, internet işlemleri ile ilgili kendisinden kaynaklanmayan hile ve sahteciliklerin sonuçlarından, MÜŞTERİ’nin bağlı olduğu genel veya özel iletişim araç ve sistemlerinin işlememesinden veya arızalanmasından, bu nedenle ARACI KURUM tarafından gönderilen bildirimlerin MÜŞTERİ tarafından alınmamasından, internet vasıtası ile gelen veya ARACI KURUM tarafından MÜŞTERİ’ye gönderilen bilgi, talimat ve bildirimlerin değişik veya eksik iletilmiş olmasından doğacak sonuçlardan sorumlu olmayacağını kabul ve beyan eder”.*

*“...YATIRIM kendisine sunulan vekaletnamelerde veya başka yetki belgeleri ile ilgili sahtekârlık veya hata veya tahrifat eylemlerinden sorumlu tutulmayacaktır”.*

Sahtecilik nedeniyle yatırım kuruluşunun sorumlu olmayacağına dair kayıtların geçersiz sayılması ve hakimin, somut olayın özelliklerine göre her iki tarafın da kusur derecelerini dikkate alarak karar vermesi gerekir<sup>990</sup>. Eğer üçüncü kişi sahte vekaletname ile işlem yapmış ise yatırım kuruluşunun basiretli tacir olarak gerekli özeni göstererek vekaletnameyi inceleyip işlem yapması gerekir. Aksi durum, yatırım kuruluşunun hafif kusurundan dahi sorumlu olmayacağı anlamına gelir ki bu TBK m. 115/3 hükmüne aykırı olur. Aynı zamanda bu durum, yatırım kuruluşu lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan ve müşterinin haklarını ciddi şekilde zedeleyen bir hüküm olarak da kabul edilebileceğinden III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmüne de aykırılık söz konusu olacaktır.

İnternet üzerinden yapılan sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinin yaygınlaşmasıyla birlikte de müşteriye ait bilgilerin çalınarak sahte işlemler yapılmasının sorumluluğunu müşteriye yükleyen aşağıdakine benzer genel işlem şartlarının yer aldığı da görülmektedir:

<sup>990</sup> Kaplan, Banka Standart Sözleşmeleri, s. 83.



*“Müşteri, Elektronik İşlem Platformu vasıtasıyla işlem yapabilmesi için şifresini gizli tutmak zorunda olduğunu, şifrenin herhangi bir şekilde üçüncü kişilerce öğrenilmesi durumunda bu hususu iş saatleri içinde Aracı Kurum’a bildireceğini ve akabinde yazılı olarak teyit edeceğini kabul, beyan ve taahhüt eder. Aracı Kurum, Müşteri tarafından yapılacak bildirim üzerine mümkün olan en kısa sürede şifreyi iptal edecektir. Müşteri, Aracı Kurum’a yapmasına ve bildirim yapılmasından şifrenin iptal edilmesine kadar geçecek süre içinde şifre ile yapılacak tüm işlemlerin sorumluluğunun kendisine ait olacağını, Aracı Kurum’un bu şekilde üçüncü kişiler tarafından yapılan işlemleri hesabına borç kaydedeceğini, bu yönde hiçbir itirazın bulunmadığını kabul, beyan ve taahhüt eder. Tüzel kişilerde yetkili kişilerin şifresinin yetkisiz kişi tarafından kullanılmasından doğan işlemlerin zararlarından Müşteri sorumludur”.*

Atamer, konuyu internet bankacılığı çerçevesinde incelemiş ve banka ile müşterisi arasındaki sahte talimat ya da bankanın talimatsız yaptığı işlemler nedeniyle doğabilecek uyuşmazlıkları internet bankacılığı çerçevesinde ele almıştır. Atamer’e göre banka ile müşterisi arasındaki ilişkinin vekalet ilişkisi olarak yorumlandığı ihtimalinde müşterinin talimat vermediği ya da müşteri adına üçüncü bir kişinin sahte olarak talimat verdiği durumlarda bankanın yanlış kişiye ödeme yapmasında müşterinin irade beyanının bulunmaması sebebiyle vekaletin icrasından kaynaklanan bir zarar meydana gelmemektedir. Bu durumlarda banka kendi malvarlığından üçüncü bir kişiye ödemedede bulunmuştur. Bu sebeple, banka müşterisine borçlu olmaya (ifa borcu) devam eder. Banka, EBK m. 394/2 (TBK m. 510/2) uyarınca vekaletin ifası sebebiyle zarara uğradığını öne sürüp bu zararını müşterisinden talep edemez. Çünkü, burada geçerli bir talimata dayalı işlem söz konusu olmadığından vekaletin icra edilmesinden söz edilemez. Ancak, müşterinin şifrelerini gereği gibi korumaması, talimatın güvenli şekilde bankaya ulaştırılmaması gibi nedenlerle kusuru söz konusu ise banka müşteriden EBK m. 96 (TBK m. 112) uyarınca tazminat talep edebilir. Zira, müşterinin bankaya karşı bankanın zarar görmesini engellemek adına koruma yükümlülüğü mevcuttur<sup>991</sup>.

Aynı hususun, müşterisiyle arasında vekalet ilişkisi bulunan yatırım kuruluşu açısından da geçerli olduğu kanaatindeyiz. Talimatsız ya da sahte talimata göre işlem yapan yatırım kuruluşunun kusurlu olup olmamasından bağımsız olarak yatırımcıya olan ifa borcu devam eder. TBK m. 510/2 hükmü uyarınca yatırım kuruluşu yatırımcıdan tazminat talep edemez. Ancak, yatırımcının hesabını korumasında kusuru olduğunu ispat

<sup>991</sup> Atamer, İnternet Bankacılığı, s. 18-19.

ederse TBK m. 112 uyarınca tazminat talep edebilir. Dolayısıyla, örnekteki gibi üçüncü kişiler tarafından müşterinin şifresi ele geçirilip işlem yapıldığı durumda geçerli bir talimata dayalı bir durum söz konusu olmadığından müşterinin değil yatırım kuruluşunun malvarlığında eksilme meydana gelmiş olur. Eğer şifrenin üçüncü kişilerin eline geçmesinde yatırım kuruluşunun kusuru varsa yatırım kuruluşu bunu ispat ederek müşteriden TBK m. 112'ye göre tazminat talep edebilir.

## 5. İletişim Araçlarındaki Aksaklıklara İlişkin Öngörülen Sorumsuzluk Kayıtları

Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmelerinde iletişim araçlarındaki aksaklıklarla ilgili olarak yatırım kuruluşlarının kendilerine ait sorumluluğu bertaraf ettiklerine dair aşağıdaki kayıtlara benzer kayıtlara rastlanmaktadır:

*“ARACI KURUM, seçiminde gerekli özeni göstermek kaydıyla; posta, internet servis sağlayıcısı, kurye, sigorta şirketi gibi hizmet veren üçüncü kişilerin neden olduğu zararlardan sorumlu değildir”.*

*“MÜŞTERİ’NİN ARACI KURUM nezdinde yer alan ve işlemlerinin teminatını teşkil etmeyen menkul kıymetler ve nakit, MÜŞTERİ’nin yazılı talimatı doğrultusunda MÜŞTERİ’nin bildirmiş olduğu hesaba gönderilir. Banka sistemindeki aksaklıklar nedeniyle, verilen talimatların yerine getirilememesi veya gecikmesi durumlarında, ARACI KURUM’un herhangi bir sorumluluğu olmadığını MÜŞTERİ kabul etmektedir”.*

Bu tarz hükümler de TBK’deki yedek hükümleri yatırım kuruluşu lehine yatırımcı aleyhine yeniden düzenleyen ve genel işlem şartı olarak nitelendirilebilecek hükümlerdendir. Zira, TBK m. 33 uyarınca iletişim araçlarında meydana gelen bir sorun nedeniyle beyanın yanlış iletilmiş olması durumunda yanılma hükümleri uygulanır. Dolayısıyla, beyan sahibinin kim olduğu ile ilgili bir ayrıma gitmek gerekir ve karşı taraf beyanı dürüstlük kuralına göre nasıl anlamış ise o anlam esas alınır<sup>992</sup>. Örneğin, yatırımcı internet servis sağlayıcısını kullanıyorsa ve internet servis sağlayıcısında bir aksaklık gündeme gelmişse bu durumda yatırımcı aksaklıktan kaynaklanan zarara katlanır. Ancak

---

<sup>992</sup> Atamer, s. 276.

aksaklık yatırım kuruluşunun kendi organizasyonu içindeki bir sorundan kaynaklanmışsa bu durumda yatırımcı sorumlu olmaz, yatırım kuruluşu sorumlu olur<sup>993</sup>.

## **B. Sorumluluğu Müşteriye Yükleyen Kayıtlar**

Bazı olaylarda meydana gelme olasılığı bulunan zararlar için sorumluluğu müşteriye yükleyen aşağıdakine benzer kayıtlar çerçeve sözleşmelerde yer alabilmektedir:

*“MÜŞTERİ'nin, Elektronik İletişim Kanalları üzerinden işlem yapabilmesi için, İnternet erişimini sağlayabilecek bilgisayar, modem ve telefon hattına veya benzeri özelliklere sahip teknik imkanlara sahip bulunması, ... YATIRIM Elektronik İşlem Platformu'ndan yararlanmaya imkan sağlayacak yazılımı ve donanımı buldurması ve bu yazılımı ve donanımı kullanabilecek teknik bilgiye sahip olması gerekmektedir. MÜŞTERİ'nin Elektronik İletişim Kanalları'na ilişkin olarak şifre alması veya ilgili programları yüklemesi veya kullanması halinde söz konusu teknik şartlara ve bilgiye sahip olduğu kabul edilir. Teknik şartların sağlanamaması veya eksik veya yetersiz olması veya gerekli teknik bilgiye sahip olunmaması durumunda Elektronik İletişim Kanalları'ndan yararlanılamamasının sorumluluğu tamamen MÜŞTERİ'ye aittir”.*

Bu tür şartlar, III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmü uyarınca müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan kayıtlardan olduğu için geçersiz kabul edilmelidir.

## **C. Yatırım Kuruluşuna Sözleşme Koşullarını Değiştirme Yetkisi Tanıyan Kayıtlar**

Çerçeve sözleşmelerde, yatırım kuruluşuna sözleşme koşullarını kısmen ya da tamamen değiştirme yetkisi veren aşağıdakine benzer kayıtların yer aldığı görülmektedir:

*“Yatırım Kuruluşu işbu Sözleşme'nin tüm hükümlerini (kısmen veya tamamen) değiştirme hakkına sahiptir. Yatırım Kuruluşu, bu değişiklikleri Müşteri'ye iadeli*

---

<sup>993</sup> 2499 sayılı Eski Sermaye Piyasası mevzuatında yürürlükte olan Seri:V No:46 sayılı Tebliğ ile aracı kurumların bankalar ile acentelik ilişkisi kurabileceği düzenlenmişti. Bu düzenlemeye göre, aracı kurum merkezi dışındaki yerlerde şube ve irtibat bürosu açmak istediğinde, şube ve irtibat bürosu açması için aranan izin ve faaliyet koşullarını yerine getirmek yerine bankalar ile aracılık sözleşmesi imzalayarak merkezi dışındaki faaliyetlerini acentelik ilişkisi altında bankalar aracılığıyla sürdürebiliyordu. İşte, aracı kurum ile banka arasında bu şekilde bir acentelik ilişkisi kurulduğu durumda, aracı kurum yatırımcılar ile imzaladığı çerçeve sözleşmeye acentenin kusurundan sorumlu olmayacağına dair sorumsuzluk kaydı koyabiliyordu. Bu tür kayıtlar da genel işlem şartları çerçevesinde geçersiz kabul ediliyordu. Ancak daha önce de belirtildiği üzere yürürlükte olan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri uyarınca aracı kurumlar ile bankalar arasındaki acentelik müessesesi kaldırılmış olup bu tür kayıtlar artık çerçeve sözleşmelerde yer almamaktadır.

*taahhütlü olarak bildirecektir. Müşteri bildirim tebliğ edildiği tarihi izleyen 7 (yedi) gün içinde bu değişikliklere açıkça herhangi bir itiraz bulunmadığı takdirde, bildirim tebliğinden itibaren geçecek 7 (yedi) günlük sürenin sonundan itibaren değişiklikleri kabul etmiş sayılacaktır. İtiraz halinde ise Sözleşme, itiraz izleyen 7 (yedi) günün sonunda feshedilmiş sayılacaktır”.*

Borçlar hukukundaki temel ilkeye göre borçlu hangi edimi borçlanmışsa ifayı da o edimle yapmalıdır<sup>994</sup>. Aksi hâlde alacaklının sözleşmeye aykırı edimi reddetme hakkı vardır. Yatırım kuruluşları ise özellikle komisyon ücreti, kurtaj ücreti, teminat ve faiz gibi sözleşme unsurlarında tek taraflı olarak değişiklik yapma imkânına sahip olduklarını çerçeve sözleşmede hüküm altına almaktadırlar.

III-45.1 Sayılı Tebliğ m. 5/3 hükmünde yatırım kuruluşlarına çerçeve sözleşmeleri elektronik ortamda değiştirme imkanı verilmiştir. Ancak bunun için müşterinin yatırım kuruluşuna onay vermiş olması şarttır. Değişikliklerden sonra da müşterinin bu değişiklikleri okuyup anladığına ilişkin elektronik ortamda elektronik imza ile onay vermesi gerekir. Bu değişiklikler sonucu elektronik imza ile imzalanmış sözleşmeler kaşe içeriyorsa bunun bir suretinin yatırımcıya verilmesine gerek yoktur. Fakat, elektronik imzalı bu sözleşmede kaşe yoksa, sadece yatırım kuruluşunun onayını ihtiva ediyorsa sözleşmenin bir sureti müşteriye de verilmelidir (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 5/2). Bu düzenlemeyle birlikte yatırım kuruluşlarının yatırımcının onayını almaksızın sözleşmede değişiklik yapmaları son derece yerinde olarak engellenmiştir. Böylece yatırım kuruluşları çerçeve sözleşmeye koydukları hükümlerle önce sözleşmede değişiklik yapıp yatırımcının bu değişikliğe belirli bir süre itiraz etmemesi durumunda değişiklikleri kabul ettiği varsayımında bulunamayacaklardır.

Kaldı ki, borçlu ediminde değişiklik yapılması, ancak TMK m. 2 uyarınca dürüstlük kuralı gözetilerek ve borçlu ile alacaklı arasındaki çıkar dengesi korunarak söz konusu olabilir. Bu durumda da değişikliğin belirli sınırlar dahilinde ve yatırımcı açısından adaletsiz bir sonuç doğurmamasına dikkat edilerek yapılması gerekir<sup>995</sup>. Örneğin, belirsiz süreli bir sözleşme olan çerçeve sözleşme kurulurken kararlaştırılan komisyon ücretinin veyahut kurtaj ücretinin zaman geçtikçe sabit kalması taraflar arasındaki çıkar dengesini

<sup>994</sup> Borçlunun neyi borçlandı ise onu ifa etmesi anlamına gelen bu ilkeye edime uygun ifa ilkesi denir. Ayrıntılı bilgi için bkz. **Oğuzman/Öz**, s. 273 vd; **Eren**, Genel Hükümler, s. 940.

<sup>995</sup> **Atamer**, s. 237; **Özbay**, s. 28.

bozabilir<sup>996</sup>. Çerçeve sözleşmeler de belirsiz süreli olarak akdedildiklerinden sadece bu tür ekonomik gerekçelerle zaman içerisinde değiştirilmesi gereken unsurlara ilişkin değiştirme hakkını yatırım kuruluşuna veren sözleşme hükümleri geçerli olabilir. Ancak bu değişikliklerin de III-45.1 Sayılı Tebliğ m. 5/3 hükmünde öngörülen şartlara uygun olarak yapılması gerekir.

Yatırım kuruluşunun III-45.1 Sayılı Tebliğ m. 5/3 hükmüne uygun olarak yaptığı değişiklikler dürüstlük kuralına uygun olmalıdır<sup>997</sup>. Aksi hâlde söz konusu değişikliğe yatırımcı tarafından rıza gösterilmiş olsa dahi bu hüküm, III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 uyarınca müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyicilik ve yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hüküm olması nedeniyle geçersiz kabul edilebilecektir.

#### **D. Usul Hukukuna İlişkin Öngörülebilir Genel İşlem Koşulları**

##### **1. Yetki Sözleşmesine İlişkin Kayıtlar**

###### **a) Yetki Sözleşmesi**

Yatırım kuruluşları yatırımcıyla olan hukuki ilişkilerden kaynaklanan uyuşmazlıkları, kanunun öngördüğü yetkili mahkeme yerine kendi öngördükleri mahkemeye taşıma yolunu seçerek usulen avantajlı duruma gelmeye çalışmaktadırlar<sup>998</sup>.

Genel yetkili mahkeme davalının yerleşim yeri mahkemesi olduğu için sermaye piyasası alım satım aracılık çerçeve sözleşmelerinden doğan uyuşmazlıklarda da davalı yatırım kuruluşu ise yatırım kuruluşunun merkezinin bulunduğu yer mahkemesi yerleşim yeri mahkemesi yetkili olacaktır (HMK m. 6/1).

HMK m. 17 uyarınca tacirler veya kamu tüzel kişileri, kesin yetki hâlleri ve üzerinde serbestçe tasarrufta bulunamayacakları konular haricindeki konular için aralarında doğmuş veya doğabilecek bir uyuşmazlık hakkında yetki sözleşmesi yaparak ya da sözleşmeye yetki şartı hükmü koyarak bir veya daha fazla mahkemeyi bu sözleşmeyle

---

<sup>996</sup> İsmail **Kayar**, Kredi Sözleşmelerinde Bankaya Tek Yanlı Faiz Artırma Yetkisi Veren Hükümlerin Geçerliliği ve Uygulanması, Naci Kınacıoğlu'na Armağan, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. I, Ankara 1997, s. 82.

<sup>997</sup> Yargıtay, banka kredi sözleşmelerinde bankaya faiz oranını tek taraflı olarak değiştirme yetkisi tanınabileceğini ancak bankanın bu değişikliği dürüstlük kuralına uygun olarak yapıp yapmadığının tespit edilmesi gerektiğine hükmetmiştir. *Bkz.* Yarg. 19. HD., T. 24.10.2005, 2005/911 E., 2005/10623 K., [www.legalbank.net](http://www.legalbank.net) (Erişim Tarihi: 28.03.2019).

<sup>998</sup> **Erişir**, s. 1141.

yetkili hale getirebilirler<sup>999</sup>. Böyle bir durumda, aksi tekrar taraflarca öngörülmediği sürece uyuşmazlık yalnızca yetkilendirilen bu mahkemelerde görülmek zorundadır<sup>1000</sup>.

Yetki sözleşmesini düzenleyen HMK m. 17 hükmü, yürürlükten kaldırılan HUMK m. 22'den farklılıklar göstermektedir<sup>1001</sup>. HUMK, yetki sözleşmesinin geçerli olabilmesi için sözleşmenin taraflarında sınırlama öngörmediği halde HMK, geçerli bir yetki sözleşmesi için sözleşmenin taraflarının kamu tüzel kişileri ya da tacirler olması gerektiğini belirtmiştir. Ayrıca, HUMK uyarınca yetki sözleşmesi ile yetkili hale getirilen mahkeme tek yetkili mahkeme olmayıp dava yine kanunen yetkili mahkemelerin huzurunda görülebilecek iken HMK, yetki sözleşmesi ile yetkili kılınan mahkemenin tek yetkili mahkeme olduğunu düzenlemiştir.

HMK, yetki sözleşmesinin yalnızca tacirler ve kamu tüzel kişileri arasında yapıldığı durumda geçerli olduğunu düzenleyerek, sosyal ve ekonomik sebeplerle özel korumaya muhtaç kesimlerin yapacakları yetki sözleşmesinin geçersiz olmasını amaçlamıştır<sup>1002</sup>. Zira, yetki şartı uygulamada genellikle bir tarafın özel korumaya muhtaç olduğu standart sözleşmelerde genel işlem koşulu olarak düzenlenmektedir. Yetki şartının tarafları kamu tüzel kişileri ve tacirler olarak sınırlandırılarak genel işlem koşulunun ortaya çıkaracağı olumsuz durum bertaraf edilmeye çalışılmıştır<sup>1003</sup>. Bu sebeple, yetki sözleşmesinin tarafının tacir ya da kamu tüzel kişisi olmadığı, örneğin tüketici, işçi, kiracı olduğu durumlarda yetki sözleşmesi bu kişiler açısından geçersiz olabilecektir. Dolayısıyla, HMK m. 17 hükmü karşısında, yukarıda yatırımcının sınıflandırılması bölümünde anlatmaya çalıştığımız üzere tüketici-yatırımcının çerçeve sözleşme imzaladığı durumlarda da, çerçeve sözleşmede öngörülmüş olan yetki şartı hükmü geçersiz olacaktır. Ancak bu, tüketici yatırımcıyla imzalanan tüm alım satım aracılık çerçeve sözleşmelerinde yer alan yetki şartının geçersiz olacağı anlamına gelmemektedir. Zira, yatırım kuruluşları da tüzel kişi tacir sıfatını haizdir. Aynı şekilde eğer yatırımcı profesyonel/kurumsal yatırımcı sıfatını haiz ise tüzel kişi tacir olacağını belirtmiştik. Bu durumda yatırım kuruluşunun profesyonel/kurumsal yatırımcıyla imzaladığı çerçeve sözleşmede her iki taraf da tacir

<sup>999</sup> Baki **Kuru**, İstinaf Sistemine Göre Yazılmış Medeni Usul Hukuku Ders Kitabı, İstanbul, Kasım 2018, s. 71; **Nomer Ertan** (Ülgen), Ticari İşletme, s. 282; **Bahtiyar**, Ticari İşletme, s. 130.

<sup>1000</sup> Baki **Kuru**, Medeni Usul, s. 73; Mine **Akkan**, Pekcanitez Usul Medeni Usul Hukuku, İstanbul 2017, s. 306.

<sup>1001</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Ali Cem **Budak**, Hukuk Muhakemeleri Kanunu'na Göre Yetki Sözleşmeleri, MİHDER, 2012/1, s. 1-25.

<sup>1002</sup> **Akkan**, Pekcanitez Usul, s. 306; **Budak**, s. 9.

<sup>1003</sup> Evrim **Erişir**, "Yetki Şartlarının Genel İşlem Koşulu Denetimi", Prof. Dr. Hakan PEKCANITEZ'e Armağan, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 16, Özel Sayı 2014, (Basım Yılı: 2015), s. 1141.

olduğu için HMK m. 17 uyarınca her iki tarafın da bağlı olduğu bir yetki şartı yer alabilecektir. Bu durumda, profesyonel/kurumsal yatırımcı yatırım kuruluşuna karşı yetki şartının HMK m. 17 nedeniyle geçersiz olduğu savunmasını yapamayacaktır.

Doktrinde, yetki şartının/sözleşmesinin geçersizliğini yalnızca kanunun koruma altına aldığı zayıf tarafın öne sürebileceği kabul edilmektedir<sup>1004</sup>. Dolayısıyla, tacir yatırım kuruluşu karşısında, tüketici-yatırımcı var ise ve sözleşmede de bir yetki sözleşmesi kararlaştırılmışsa, yetki şartı doğrudan geçersiz olmayıp tüketici-yatırımcının bu yetki şartıyla bağlı olmama hakkı vardır. Zira, tüketici-yatırımcı kanunen korunmaya muhtaç taraf olarak kabul edilir. Bu sebeple, alım satım aracılık çerçeve sözleşmelerinde yetki şartına aykırılığı sadece tüketici-yatırımcı öne sürebilir. Yatırım kuruluşu karşısında yatırımcı, uyuşmazlık söz konusu olduğunda dilerse yetki şartında öngörülen mahkemede dilerse de kanunen yetkili mahkemede dava açabilir. Ancak, yatırım kuruluşu yetki sözleşmesinin öngörüldüğü mahkemede dava açtığı durumda yatırımcının yetki sözleşmesinin yukarıda sayılan sebeplerle geçersizliğini öne sürerek yetki itirazında bulunma hakkı vardır.

#### **b) Yetki Sözleşmesinin/Şartının Genel İşlem Koşulu Olarak Değerlendirilmesi**

Yetki sözleşmesi, yatırım kuruluşu ile tüketici-yatırımcı arasında imzalanmış ise yatırımcının her zaman HMK m. 17 hükmü uyarınca çerçeve sözleşmedeki bu yetki şartının geçersizliğini ileri sürme imkânı vardır. Dolayısıyla, tüketici-yatırımcının, çerçeve sözleşmedeki yetki şartıyla bağlı olmamak için bu yetki şartının haksız şart niteliğinde olduğunu ispat etme zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu yönüyle HMK m. 17 hükmü, yetki şartı bakımından tüketiciye haksız şart denetiminden daha geniş bir koruma sağlamaktadır<sup>1005</sup>. Yetki şartında öngörülen mahkemede açılan davada hakimin söz konusu mahkemenin yetkili olup olmadığını ele alırken öncelikle sözleşmesinin tacir veya kamu tüzel kişilerinince yapıp yapılmadığını, ardından bu yetki şartının haksız şart olup olmadığını incelemesi gerekir<sup>1006</sup>.

Kesin yetki bulunmayan hâllerde yetki sözleşmesi yapılabilir<sup>1007</sup>. Yetki sözleşmesi ile yetkili kılınmış mahkemede yetki itirazı ilk itiraz şeklinde öne sürülebilir<sup>1008</sup>. Tüketici-

---

<sup>1004</sup> Budak, s. 12.

<sup>1005</sup> Erişir, s. 1145.

<sup>1006</sup> Erişir, s. 1145.

<sup>1007</sup> Kuru, Medeni Usul, s. 70,

<sup>1008</sup> Kuru, Medeni Usul, s. 73.

yatırımcı tarafından ilk itiraz olarak ileri sürülmediği durumlarda haksız şart olduğu gerekçesiyle TKHK ve ilgili mevzuat uyarınca da geçersizliği talep edilebilecektir.

Sonuç olarak, sermaye piyasası alım satıma aracılık çerçeve sözleşmelerinde bulunan yetki şartının genel işlem koşulları uyarınca denetlenmesi şu ihtimallerde söz konusu olabilir: İlk olarak, çerçeve sözleşmenin yatırım kuruluşu ile profesyonel yatırımcı arasında imzalandığı ihtimalinde TBK m. 20 vd. hükümleri uyarınca yetki şartının genel işlem koşulları uyarınca denetlenmesi mümkündür. İkinci olarak, çerçeve sözleşmenin yatırım kuruluşu ile tüketici-yatırımcı arasında imzalandığı ve HMK m. 17 uyarınca yetki itirazının yapılmadığı ihtimalinde hem TBK m. 20 vd. hem de TKHK ve ilgili mevzuat uyarınca denetlenmesi mümkündür.

## 2. İspat Yükünü Değiştiren Kayıtlar

III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmünde, emirlerin ispat yükünü müşteride bırakan hükümlerin geçersizliğinin düzenlendiğini yukarıda açıklamıştık. Bu başlık altında ise müşteri emirleri dışındaki hususların ispatını müşteriye bırakan çerçeve sözleşme hükümlerini inceleyeceğiz.

İspat kuralları ile ilgili genel kural TMK m. 6 hükmünde düzenlenmiştir. Hükme göre, aksine düzenleme söz konusu olmadığı sürece, her bir taraf, hakkını dayandırdığı olguları ispatla mükelleftir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun çıkardığı tebliğlerdeki düzenlemelerde, belirli olguların varlığının ispatını yatırım kuruluşlarına yükleyen hükümlerin olduğu görülmektedir. Örneğin<sup>1009</sup>, sözlü alım satım emirlerine dayanılarak yapılan işlemlerde, sözlü emrin varlığını ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir (III-45.1 sayılı Tebliğ m. 8/3). Ancak çerçeve sözleşmelerde, tebliğlerde düzenlenmiş ve ispat yükü yatırım kuruluşlarında olan olguların ispatının müşterilere yüklendiği görülebilmektedir. Bu çerçeve sözleşme hükümleri öncelikle ilgili tebliğ hükümlerine aykırı olacağı için geçersiz olacaktır. Bu hükümlere girmeyen ve ispat yükünü müşterilere yükleyen hükümler de III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 uyarınca yatırım kuruluşu lehine tek taraflı olağanüstü haklar tanıyan ve müşteri haklarını ciddi şekilde zedeleyen hükümler olduğu için geçersiz

<sup>1009</sup> İspat yükünü yatırım kuruluşunda olduğunu düzenleyen diğer örnekler için ayrıca bkz. III-45.1 sayılı Tebliğ m. 5/2, m. 5/3, m. 12/5, m. 12/6, m. 16/2, m. 17/4, m. 18/4, m. 19/6; III-39.1 sayılı Tebliğ m. 11/3, m. 25/6, m. 33/2-b, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 66/3.



olacaktır. Aynı şekilde, söz konusu hükümlerin genel işlem koşulu olduğu gerekçesiyle de hem TBK m. 20 vd. hem de TKHK ve ilgili mevzuat uyarınca denetim yapılabilecektir.

### 3. Delil Sözleşmelerine İlişkin Kayıtlar

Usul hukukunda, kanuni delil sisteminin bir sonucu olarak eğer kanun bir vakıanın belirli bir delil ile ispatını öngörmüşse o vakıanın başka delillerle ispatı kural olarak mümkün değildir (HMK m. 198/3). Ancak istisnaen belirli vakıaların tarafların kararlaştırdığı delillerle ispatı imkanını da kanun öngörmüştür (HMK m. 193/1). Eğer taraflar böyle bir anlaşma yapmışlarsa bu delil sözleşmesi olarak adlandırılır<sup>1010</sup>.

Yatırım kuruluşları ile yatırımcılar arasında imzalanan çerçeve sözleşmelerde ortaya çıkan ihtilaflarda yatırım kuruluşlarının tuttuğu kayıtların münhasır delil olacağını düzenleyen delil sözleşmeleri yapılmaktadır.

Esasen BİST Yönetmeliği'ne göre, borsada gerçekleşen alım satım işlemlerine ilişkin kayıtlar Borsa kaydına alınır ve borsa yönetim kurulu tarafından ilan edilir (BİST Yönetmeliği m. 32). Borsaya intikal etmiş ve borsa işlemi haline dönmüş uyuşmazlıklarda borsa kayıtları esas alınır. Bu sebeple, borsa işlemi haline dönmüş uyuşmazlıkların çözümü için yatırım kuruluşunun kayıtları dikkate alınmayacaktır. Ancak borsa işlemi dışındaki uyuşmazlık söz konusuysa ve yatırım kuruluşunun tuttuğu kayıtların esas alınacağına dair hükümlerin çerçeve sözleşmede mevcut ise bu durumda nasıl bir yol izleneceğine dair düzenleme yoktur.

Delil sözleşmelerine şu örnekler verilebilir:

*“... YATIRIM, MÜŞTERİ ile yapılan görüşmeleri kaydedebilir. MÜŞTERİ, işlem yaptığı veya işlem öncesinde ve sonrasında ... YATIRIM ile Sözleşme/ler kapsamına giren hususlarda görüşürken, bu görüşmelerin ... YATIRIM tarafından kaydedilebileceğini bildiğini ve buna muvafakat ettiğini, bu konuda ... YATIRIM'ı ibra ettiğini kabul ve beyan eder. Taraflar bu kayıtların da, Taraflar arasında doğabilecek her türlü uyuşmazlık, ihtilaf veya herhangi bir kanuni takibat, dava ve işlem halinde Taraflar arasında münhasır ve kesin delil teşkil edeceğini kabul ve beyan ederler”.*

<sup>1010</sup> Oğuz **Atalay**, Pekcanitez Usul Medeni Usul Hukuku, İstanbul 2017, s. 1742; Abdürrahim **Karlı**, Medeni Muhakeme Hukuku, 4. Bası, İstanbul 2014, s. 503; Ahmet **Battal**, “Bankacılık İşlemlerinde İspat Usulü ve Delil Sözleşmeleri”, BATİDER 1997, C. XIX, S. 2, s. 129.

*“Telefon ile alınan Müşteri emirlerine ilişkin ses kayıtları, faks yoluyla alınan emirlere ilişkin talimatlar, internet üzerinden alınan emirlerde tarih, zaman ve Müşteri bazında olmak üzere Müşteri’ye ilişkin IP numarası kayıtları ve her ne türlü olursa olsun elektronik ortamda diğer şekillerde alınan emirlerde emri veren kaynağı gösterecek şekilde alınan log kayıtları Aracı Kurum tarafından kaydedilir ve Müşteri mutabakatını içeren kayıt niteliğinde olup, gerektiğinde delil olarak sunulabilir. Müşteri yaptığı görüşmelerin ve işlemlerin kayıt altına alındığını ve kayıt altına alınan bu bilgi ve verilerin yargı ve idari mercilerde gizliliğinin olmadığını ve bu kayıtlar ile bilgi ve verilerin idari ve yargı mercilerinde delil olarak sunulmasına itiraz edemez”.*

Sermaye piyasası alım satım aracılık çerçeve sözleşmelerinde öngörülen delil sözleşmelerinin birçoğu “münhasır delil sözleşmesi” şeklindedir. Münhasır delil sözleşmesi, belirli bir vakıanın sadece belirli delillerle ispatlanabileceği, başka hiçbir delilin kabul edilmeyeceği yönünde tarafların yaptıkları anlaşmalardır<sup>1011</sup>. Ancak bilindiği üzere, çerçeve sözleşmelerin hazırlanmasına yatırımcılar katılmadığı için, önüne çerçeve sözleşme getirilen yatırımcı da bu münhasır delil sözleşmesini de tartışmaya açmadan kabul etmek durumunda kalmaktadır. Dolayısıyla, münhasır delil sözleşmesi tarafların kararlaştırdıkları bir anlaşma olmaktan çıkmaktadır. Yatırımcı aleyhine sadece yatırım kuruluşunun seçtiği delillere münhasır olarak dayanılması, yatırımcının dayanabileceği delilleri ölçüsüz oranda sınırlandırmaktadır. Yatırımcının anayasal hakkı olan hak arama özgürlüğünü ve savunma hakkını kısıtlamaktadır. Bu açıdan hem MK m. 2’deki dürüstlük kuralına<sup>1012</sup>, hem de III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmüne aykırıdır. Çünkü yatırımcı ile müzakere edilmeyen delil sözleşmesinin çerçeve sözleşmede yer alması yatırımcı haklarını ciddi şekilde zedeleyici olup yatırım kuruluşları lehine de tek taraflı olağanüstü haklar sağlar. Bu sebeple çerçeve sözleşmedeki münhasır delil sözleşmesi niteliğindeki kayıtlar gerek genel işlem koşulu olduğu gerek de III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmünü ihlal ettiği için geçersiz olmalıdır.

Ancak eğer çerçeve sözleşmedeki delil sözleşmesi münhasır olmayan delil sözleşmesi niteliğindeyse, başka bir deyişle, delil sözleşmesinde belirli bir vakıanın yalnızca kanunen kabul edilen deliller yoluyla değil tarafların kararlaştırdıkları deliller

---

<sup>1011</sup> Atalay, 1750.

<sup>1012</sup> Battal, İspat Usulü, s. 134.

yoluyla da ispat edilebileceği kararlaştırılmış ise kanaatimizce bu sözleşme şartı geçerli kabul edilmelidir.

## § 2. ALIM SATIMA ARACILIK SÖZLEŞMELERİNDEKİ İRADE BOZUKLUĞU VE AŞIRI YARARLANMA HALLERİ

### I. İrade Bozuklukları

Sözleşmelerin kuruluşu sırasında irade ile beyan arasında istenerek başka bir deyişle bilinçli olarak ya da istenmeyerek yani bilinçsiz olarak uyumsuzluk meydana gelebilir. İrade ile beyan arasındaki uyumsuzluğun istenerek meydana gelmesi durumunda sözleşme tarafı bu uyumsuzluğu hem bilmekte hem de istemektedir. Bu şekilde meydana gelen uyumsuzluklar, muvazaa, latife beyanı, zihni kayıt şeklinde ortaya çıkmaktadır<sup>1013</sup>. İstenmeyerek meydana gelen uyumsuzluklara ise irade bozukluğu hali denilmektedir<sup>1014</sup>. Bu nedenle, sermaye piyasası alım satım aracılık sözleşmelerinde, yatırım kuruluşunun ya da yatırımcının iradesi ile beyanı arasında istenmeyerek ortaya çıkan uyumsuzluk söz konusu ise diğer taraf TBK m. 30 vd. hükümlerinde düzenlenen irade bozuklukları hâline gidilebilecektir.

İrade bozuklukları, hem sermaye piyasası alım satım aracılık çerçeve sözleşmelerinde hem de bireysel sözleşmelerde ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, yatırımcı kaldıraçlı alım satım çerçeve sözleşmesi yapmak isterken türev araçlar alım satım çerçeve sözleşmesi yaptığında çerçeve sözleşmede irade bozukluğu hâli söz konusu olur. Aşağıda gerek çerçeve sözleşmelerde gerek bireysel sözleşmelerde meydana gelebilecek irade bozukluğu hâli ve sonuçları incelenecektir.

#### A. Yanılma

Alım satım aracılık faaliyetlerinde imzalanan sözleşmelerde çoğunlukla müşterinin yanılması söz konusu olmaktadır. Yatırım kuruluşları, sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgili teknik bilgiyi haiz, kurumsallaşmış yapıda olduklarından yatırım kuruluşlarının yanılması uygulamada daha az sıklıkla görülmektedir.

<sup>1013</sup> Oğuzman/Öz, s. 90 vd; Eren, Genel Hükümler, s. 365; Kocayusufpaşaoğlu, s. 345 vd.

<sup>1014</sup> Kocayusufpaşaoğlu, s. 344; Hüseyin Hatemi/Emre Gökyayla, Borçlar Hukuku Genel Bölüm, İstanbul 2017, s. 89; Kemal Oğuzman/ Turgut Öz, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt-1, İstanbul 2018, s. 90; Ahmet Kılıçoğlu, s. 239; Eren, Genel Hükümler, s. 392.

TBK m. 30 uyarınca, sözleşmenin kurulması sırasında esaslı olarak yanılan taraf sözleşmeyle bağılı olmaz. Yanılma iki şekilde ortaya çıkabilir: Açıklamada yanılma ve saikte yanılma.

### 1. Açıklamada Yanılma

Açıklamada yanılma, irade beyanının istemeden iradeye uygun olmamasıdır<sup>1015</sup>. Alım satım aracılık çerçeve sözleşmesinde ya da bireysel sözleşmelerde, yatırımcının yatırım kuruluşuna verdiği emirlerin esasen vermek istediği emir olmamasıdır. Açıklamada yanılmanın meydana gelmesi için karşı tarafın açıklama ile iradesi arasında uyumsuzluk olduğunu bilmemesi ya da hâl ve şartlar uyarınca bilmesinin gerekmemesi lazımdır. Şayet, karşı taraf açıklamada bulunanın beyanında bahsettiği şey ile esasen kastettiği şeyin aynı olmadığını anlıyorsa veya hâl ve şartlara göre anlaması gerekiyorsa bu, açıklamada yanılma olmaz<sup>1016</sup>.

Açıklamada yanılma farklı şekillerde meydana gelebilir. Örneğin, yatırımcı kaldıraçlı işlemler çerçeve sözleşmesi yapmak istediği hâlde yanlışlıkla türev araçlara ilişkin çerçeve sözleşme yapmak istediğini açıklamışsa, bu sözleşmenin niteliğinde yanılma anlamına gelir. Başka bir örnek ise bireysel sözleşmelerde yatırımcının alım emri yerine satım emri verdiği ya da X kıymeti yerine Y kıymetini alım emri verdiği sözleşmenin konusunda hataya düşmüş olmasıdır. Yatırımcının iradesi 20 lot pay almak olduğu hâlde yatırımcı yanlışlıkla 200 lot pay alacağı beyanında bulunmuş olabilir. Bu durumda da miktarda hata söz konusu olacaktır. Miktarla yanılmada beyan edilen sayı ile düşünülen sayı arasındaki fark fazla olmalıdır<sup>1017</sup>. Aynı husus limitli emirlerde de geçerlidir. Limitli emirler, emri veren alıcılar tarafından işlemin gerçekleşmesi için kabul edilen en yüksek fiyatın, satıcılar tarafından da satmaya razı olunan en düşük fiyatın belirtildiği emirlerdir<sup>1018</sup>. Beyan edilen limit ile düşünülen limit arasındaki fark fazla olmalıdır.

Beyanda yanılma, şahısta yanılma şeklinde de gerçekleşebilir. Şahısta yanılma, yatırımcının sözleşme yapmak istediği yatırım kuruluşundan farklı bir yatırım kuruluşuyla sözleşme yapması ya da yatırım kuruluşunun yanlışlıkla farklı bir yatırımcıyla sözleşme

<sup>1015</sup> Hatemi/Gökyayla, s. 96; Oğuzman/Öz, s. 93; Kılıçoğlu, s. 258; Eren, Genel Hükümler, s. 398.

<sup>1016</sup> Bu durumda sözleşme açıklamada bulunanın gerçek arzusuna uygun şekilde kurulur veya hiç kurulmaz, Oğuzman/Öz, s. 93.

<sup>1017</sup> Kırca, s. 109.

<sup>1018</sup> Şakar, s. 174.

yapması durumunda gündeme gelebilir. Şahısta yanılmanın da esaslı yanılma olması gerekir. Bunun için de sözleşme tarafının kimliği, sözleşmenin o kişiyle yapılması önemli olmalıdır<sup>1019</sup>.

Şahısta yanılan tarafın yatırım kuruluşu olması ihtimalinde, alım satıma aracılık sözleşmelerinde yatırımcının ekonomik gücü ve yatırımcı tarafından gösterilen teminatlar yatırım kuruluşu için önem arz edeceğinden, şahısta yanılma esaslı yanılma olarak kabul edilebilir<sup>1020</sup>. Aynı şekilde, yatırımcının da düşündüğünden farklı bir yatırım kuruluşuyla sözleşme yapması söz konusu olabilir. Sözleşme yaparken yatırımcı için de yatırım kuruluşunun ekonomik gücü önem arz etmiş olabilir<sup>1021</sup>. Bu durumda da yanılmanın esaslı olması aranır.

## 2. Saikte Yanılma

Saikte yanılma ise iradenin oluşmasında etkili olan bir hususun gerçeğe uygun olmamasıdır<sup>1022</sup>. İradenin oluşumunda ortaya çıkan hatadır. Saik hatası kural olarak esaslı hata oluşturmaz. Ancak şu unsurlar söz konusuysa esaslı hata sayılır<sup>1023</sup>:

1. Yanılan taraf, sözleşme yapma arzusunu etkileyen bir hususta yanılmış olmalıdır. Başka bir deyişle, yanılan taraf, bu konuda yanıldığını bilseydi sözleşmeyi hiç yapmayacak durumda olmalıdır.
2. Karşı taraf, yanılan taraf için yanıldığı unsurun sözleşmeyi kurması için olmazsa olmaz bir husus olduğunu bilmelidir.
3. İş hayatında söz konusu olan dürüstlük kurallarına göre de hataya düşülen husus sözleşmenin temelini oluşturan zorunlu bir unsur olarak kabul edilmelidir.

Sermaye piyasaları konusunda teknik bilgiden yoksun olması muhtemel yatırımcının, alım satıma aracılık sözleşmelerinde esaslı saik hatasına düşmesi sık sık gündeme gelebilecektir. Örneğin, verdiği bir emrin işlem görmeyen kısmının da işlem görene kadar ya da geçerlilik süresi sonuna kadar bekletilmesini isteyen bir yatırımcı bunun kalanı iptal et emri olduğunu düşünmüş ve bu emri vermiştir. Yatırımcı, verdiği emirde işlem görmeyen kısmın iptal edileceğini bilse idi bu emri hiç vermeyecek

<sup>1019</sup> Oğuzman/Öz, s. 96; Kılıçoğlu, s. 260.

<sup>1020</sup> Kırca, s. 110.

<sup>1021</sup> Kırca, s. 110.

<sup>1022</sup> Kocayusufpaşaoğlu, s. 402 vd.; Oğuzman/Öz, s. 99; Kılıçoğlu, s. 263; Eren, Genel Hükümler, s. 396.

<sup>1023</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Oğuzman/Öz, s. 99 vd..

dolayısıyla bireysel sözleşmeyi hiç kurmayacak idi. Bu durumda, esaslı saik hatasının meydana geldiği söylenebilecektir.

## **B. Aldatma**

Aldatma, bir kişide belirli yönde beyanda bulunabilmesi için kasten yanlış fikir uyandırmak, uyanan yanlış fikri doğrulamak ve yanlış fikrin devamını sağlamak, böylece o kişinin irade beyanında bulunmasına neden olmaktır<sup>1024</sup>. Aldatmada, aldatılan tarafın yanılgısının esaslı olmasına gerek yoktur, yine de aldatma hükümlerine gidilebilir (TBK m. 36). Aldatma, kişinin karşı tarafça kasti olarak saik hatasına düşürülmesi olarak da nitelendirilmektedir. Alım satım aracılık sözleşmelerinde aldatma, yatırım kuruluşu, yatırımcıyı kasti olarak saik hatasına düşürdüğüde ortaya çıkabilir. Aynı şekilde, yatırımcının ekonomik gücü hakkında kasti olarak yanlış bilgi vererek yatırım kuruluşunun sözleşme yapmasını sağlaması durumunda da aldatma söz konusu olacaktır.

Örneğin, bir yatırım kuruluşunun müşterisine her bir işlem için alacağı komisyon (kurtaç) ücreti hakkında yanlış bilgi vermesi, normalde alacağından miktardan daha az miktarda komisyon ücreti alacağını belirtmesi ve bunun sonucunda yatırımcının daha fazla alım satım işlemi yapması yatırım kuruluşunun yatırımcıyı aldatmasıdır<sup>1025</sup>.

## **C. Korkutma**

Bir kişinin, belirli bir irade beyanında bulunabilmesi için hukuka aykırı biçimde tehdit edilmesi, aksi halde bir kötülüğe maruz kalacağı izlenimi uyandırılmasına korkutma denir<sup>1026</sup>. Alım satım aracılık çerçeve sözleşmelerinde, SerPK'da ya da tebliğlerde öngörülen kurallara aykırı işlemler yapan yatırım kuruluşunun, bu hukuka aykırılıkların ortaya çıkmasını ve faaliyette bulunması için verilen yetki belgelerinin iptal edilmesini önlemek amacıyla yatırımcıyı tehdit etmesi söz konusu olabilir. Bu durumda TBK m. 37'deki korkutma hükmünün uygulanması gerekebilir.

<sup>1024</sup> Kocayusufpaşaoğlu, s. 454, 455; Oğuzman/Öz, s. 109; Kılıçoğlu, s. 276; Eren, Genel Hükümler, s. 414..

<sup>1025</sup> Genel yatırım tavsiyeleri verilirken ve yatırım danışmanlığı faaliyeti sunulurken yatırımcının aldatılmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Yıldız, s. 222 vd.

<sup>1026</sup> Kocayusufpaşaoğlu, s. 473; Oğuzman/Öz, s. 109; Kılıçoğlu, s. 285; Eren, Genel Hükümler, s. 419.

## II. İrade Bozukluğu Hâllerinin Sonuçları

Sözleşme yaparken yanılan, aldatılan ya da korkutulan taraf sözleşmeyle bağlı olmaz. Yatırımcı, çerçeve sözleşmenin kurulması aşamasında irade fesadına maruz kalmışsa bu durumda genel hüküm olan TBK'ya göre yanılmayı ve aldatmayı öğrendiği ya da korkutmanın ortadan kalktığı tarihten itibaren bir yıl içerisinde sözleşmeyle bağlı olmadığını bildirmelidir.

Yanıлма veya aldatmanın öğrenildiği veyahut da korkutmanın ortadan kalktığı andan itibaren bir yıl içerisinde sözleşmeyle bağlı olunmadığının yanılan, aldatılan ya da korkutulan tarafından bildirmesi gerekir. Aksi durumda yanılan, aldatılan ya da korkutulan taraf sözleşmeyi onamış olur (TBK m. 39). Bir yıllık bu süre hak düşürücü süredir. Yenilik doğuran haklardan olan iptal hakkı kullanılmaz ise sözleşme geçerliliğini devam ettirir<sup>1027</sup>.

Alım satım aracılık sözleşmelerinde ise irade bozukluğuna ilişkin sonuçlar, bu sözleşmelerin kendine özgü nitelikleri göz önüne alınarak değerlendirilmelidir. Örneğin, bireysel sözleşmeyi oluşturan alım satım emri hatalı ise ve bu emir yatırım kuruluşu tarafından henüz borsaya iletilmemişse yatırımcı bu emri geri alabilir. Pay piyasasına ilişkin borsada verilen emirlerin de işleme koyulmadığı sürece BİST Yönetim Kurulu'nun onayıyla değiştirilmesi ya da iptal edilmesi mümkündür (Pay Piyasası Yönergesi m. 8). Yatırımcı, vadeli işlem ve opsiyon piyasasındaki bir işlem için emir vermişse bu emir borsaya iletilmeden Borsa İstanbul A.Ş. yönetim kurulu tarafından onay verilmesi şartıyla, işlem yapma yetkisi verilenler tarafından emrin değiştirilmesi ya da iptal edilmesi mümkündür (Opsiyon Piyasası Yönergesi m. 10). Bu durumda, emir borsada gerçekleşmesinden önce iptal edildiği için komisyon sözleşmesinin de ayrıca iptal edilmesine gerek yoktur<sup>1028</sup>.

Eğer emir, borsada işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşlarından en az biri veya Borsa personeli tarafından alım satım sistemlerine hatalı şekilde iletilmişse bu hatalı emir veya emirler sonucunda gerçekleşen işlemler BİST tarafından iptal edilebilir (BİST

---

<sup>1027</sup> İrade bozukluğu hallerinde ne çeşit bir hükümsüzlüğün söz konusu olduğuna dair doktrinde üç görüş mevcuttur. Bir görüşe göre sözleşme geçerli olup irade fesadın uğrayan taraf geriye etkili olarak sözleşmeyi iptal eder. Diğer görüşe göre ise sözleşme baştan itibaren hükümsüzdür ve bu hükümsüzlüğü ancak iradesi fesada uğrayan ileri sürebilir. Başka bir görüşe göre ise sözleşme düzelebilir hükümsüzdür. Sözleşme, bir yıllık sürenin sonuna kadar hükümsüz olup bir yılın dolmasıyla kendiliğinden geçerli hale gelir. İradesi fesada uğrayan bir yılın sonunda sözleşmenin geçerli hale gelmesini önlemek istiyorsa iptal hakkını kullanmalı ve bu yönde beyanda bulunmalıdır. Ayrıntılı bilgi için bkz. **Kocayusufpaşaoğlu**, s. 430 vd.;

**Oğuzman/Öz**, s. 117 vd.

<sup>1028</sup> **Kırca**, s. 115.

Yönetmeliği m. 33/1-b). Dolayısıyla, hatalı emir borsaya ileildikten sonra yatırımcı iptal beyanında bulunmuşsa yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında kurulan komisyon sözleşmesi niteliğindeki bireysel sözleşmenin bu beyanla iptal edilmesi söz konusu olmaz, BİST yönetim kurulu kararı gerekir. Çünkü emir borsada gerçekleşikten sonra işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşu ile takas merkezi arasında yapılan sözleşme ortaya çıkmaktadır. Bu durumda işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşu kendi adına yatırımcı hesabına sözleşme yapmış olmaktadır. Borsada yapılan bu sözleşmenin tarafı işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşudur. Bu sebeple, müşterinin komisyon sözleşmesindeki irade fesadı nedeniyle iptal beyanında bulunması borsada yapılan sözleşmeyi etkilemez<sup>1029</sup>. Eğer yatırımcı komisyon sözleşmesini iptal etmişse, borsada yapılan sözleşme bakımından yatırım kuruluşu vekaletsiz iş gören konumunda olacaktır<sup>1030</sup>. Çünkü yatırım kuruluşu ile takas merkezi arasındaki ilişkinin hukuki temeli kaybolmuş olacaktır.

Yatırımcının iradesi yanıldığı için fesada uğramışsa, işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşunun borsadaki sözleşmeyi yatırımcının menfaatine yaptığı söylenebilir. Bu durumda, işin iş sahibinin menfaatine yapılması söz konusu olacak ve TBK m. 529 hükmü uygulanacaktır. Ancak yatırımcının iradesi aldatma ya da korkutma nedeniyle fesada uğramışsa burada işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşunun borsadaki sözleşmeyi kendi menfaati için yaptığı durumda işin iş görenin menfaatine yapılması hükmü (TBK m. 530) uygulanacaktır.

Yatırımcının iradesinin hata nedeniyle fesada uğradığı, yatırım kuruluşunun, yatırımcının menfaatine iş gördüğü ihtimalinde yatırım kuruluşu masraflarını yatırımcıdan faiziyle isteyebilecek, gördüğü iş dolayısıyla edimlerin ifasını talep edebilecektir. Başka bir deyişle, örneğin yatırım kuruluşu yatırımcı adına borsadan pay almışsa bu payın ücretini yatırımcı ödeyecek, aynı zamanda yaptığı iş dolayısıyla yatırım kuruluşuna kurtaj ücreti verecektir<sup>1031</sup>.

Yatırımcının iradesinin aldatma ve korkutma nedeniyle fesada uğradığı ve dolayısıyla yatırım kuruluşunun kendi menfaatine iş görmüş olduğu durumda yine yatırımcı borsa işleminden kaynaklanan faydaları elde edebilecektir. Bu durumda yatırım kuruluşu yapmış olduğu masrafları (teminat gibi) faydadan mahsup edebilir. Ancak kurtaj ücretini mahsup edemeyecektir. Eğer yatırımcı borsa işleminden kaynaklanan faydaları

---

<sup>1029</sup> Kırca, s. 115.

<sup>1030</sup> Kırca, s. 115.

<sup>1031</sup> Kırca, s. 116, dn. 134.



elde etmek istemiyorsa bu durumda işlemi reddedip menfi zararlarını isteyecektir. Yatırım kuruluşu önceden ödenmiş ise kurtaj ücretini ve teminatları yatırımcıya iade etmelidir. Yapılan masraflar ise iade edilecek tutardan mahsup edilemez<sup>1032</sup>.

### **III. Aşırı Yararlanma ve Sonuçları**

Sözleşmedeki edimler arasında açık bir oransızlık bulunduğu durumda ve bu oransızlık sözleşmenin bir tarafının, diğer tarafın zor durumda olmasını, düşüncesiz olmasını veya deneyimsiz olmasını kendi avantajına kullanması sebebiyle oluşmuşsa TBK m. 28'de düzenlenen aşırı yararlanma müessesesi gündeme gelir<sup>1033</sup>. Bu durumda, aşırı yararlanma sonucu zarar gören taraf ya sözleşmeyle bağlı olmamayı seçip bunu diğer tarafa bildirerek edimin geri verilmesini isteyebilir ya da sözleşmeyle bağlı kalmayı seçip edimler arasındaki oransızlığın giderilmesini talep edebilir (TBK m. 28/1).

Sermaye piyasası alım satım aracılık sözleşmelerinde aşırı yararlanma müessesesi, yatırımcıların sermaye piyasasıyla ilgili teknik bilgiden veya deneyimsizliğinden yararlanmak isteyen yatırım kuruluşlarının yaptıkları sözleşmelerde görülebilir. Yatırımcının alım satım işleminden elde edeceği kazançta göre ödeyeceği kurtaj ücretinin çok yüksek olması durumunda aşırı yararlanma ortaya çıkabilir<sup>1034</sup>. Yatırımcı neden bu kadar yüksek oranda kurtaj ücreti ödemesi gerektiğini bilmeyebilir; bu konuda tecrübesi olmayabilir ve sözleşme bu şekilde kurulmuş olabilir. Bu durumda, yatırım kuruluşunun da yatırımcının bilgisizliğinden ve deneyimsizliğinden ötürü yüksek oranda öngörülen kurtaj ücreti ödemeyi kabul ettiğinin farkında olması beklenir. Böyle bir ihtimalde yatırımcının, kurtaj ücretinin indirilerek sözleşmenin kurulmasını talep etme hakkı ya da sözleşme ile bağlı olmadığını bildirerek ödediği kurtaj ücretinin geri verilmesini isteme hakkı vardır<sup>1035</sup>.

## **§ 3. YATIRIMCI VARLIKLARININ KORUNMASI ve YATIRIMCI TAZMİN SİSTEMİ**

### **I. Yatırım Kuruluşlarının Mali Durumunun Bozulması**

Yatırım kuruluşlarının ekonomik açıdan sağlam olmasının ve sermayesinin korunmasının yatırımcıya ait malvarlığı haklarının güvence altında olması açısından önem

<sup>1032</sup> Kırca, s. 117, dn. 142.

<sup>1033</sup> Oğuzman/Öz, s. 134 vd.; Hatemi/Gökyayla, s. 105; Kılıçoğlu, s. 296.

<sup>1034</sup> Kırca, s. 113.

<sup>1035</sup> Oğuzman/Öz, s. 137; Hatemi/Gökyayla, s. 106.

arz ettiğini daha önce ifade etmiştik. SerPK da yatırım kuruluşlarının mali yapılarının bozulması durumunda Kurul tarafından alınacak tedbirlere ilişkin özel düzenleme öngörmüştür. Yatırım kuruluşlarının mali durumunun bozulması, TTK'da anonim ortaklıkların sermaye kaybını ve borca batıklık hâlini düzenleyen TTK m. 376 hükmünün<sup>1036</sup> özel bir hâlidir.

SerPK m. 97 hükmünde sermaye piyasası kurumlarının mali durumlarının bozulması hâli ve uygulanacak tedbirler düzenlenmektedir. Hüküm, yalnızca yatırım kuruluşlarına değil SerPK m. 35'te sayılan tüm sermaye piyasası kurumlarına uygulanmaktadır. Ancak biz hükmü yalnızca yatırım kuruluşlarına uygulanabildiği ölçüde inceleyeceğiz. Mali durumun bozulması ve alınacak tedbirler, tek bir fıkra ve karmaşık yapıda kaleme alınmış olduğu için parçalara ayrılarak incelenecektir.

#### **A. Yatırım Kuruluşlarının Mali Durumlarının Bozulmasının Şartları**

SerPK m. 97 hükmünün başlığından hareketle, aşağıdaki dört hâlden birinin ya da birkaçının gerçekleşmiş olmasının, sermaye piyasası kurumunun mali durumunun bozulması anlamına geldiği söylenebilir:

- i) Yatırım kuruluşunun, sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme ve finansal araç teslim yükümlülüklerini yerine getiremediği.
- ii) Yatırım kuruluşunun sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme ve finansal araç teslim yükümlülüklerini kısa sürede yerine getiremeyeceği.
- iii) Yatırım kuruluşunun mali yapısının ciddi surette zayıflamakta olduğu.
- iv) Yatırım kuruluşunun mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğu.

Kanun hükmünde, yatırım kuruluşlarının yalnızca yükümlülüklerini yerine getirmediği durumu düzenlenmemiş, yükümlülüklerini kısa sürede yerine getiremeyeceği, yükümlülüklerini yerine getiremeyecek kadar mali durumunun zayıflamış olduğu hâli de önlemlerin alınması için yeterli görülmüştür. Mali durumun zayıflaması bu şekilde kademeli olarak ele alındığı için bir alt başlıkta inceleyeceğimiz üzere Kurul'a farklı kademelerde önlemler alınması imkanı verilmiştir.

Yatırım kuruluşunda, yatırımcılara ait malvarlıkları bulunabileceği ve bunların yatırım kuruluşunun hileli davranışlarına ya da alacaklılarına karşı korunmasının, zamanı

<sup>1036</sup> Hükümle ilgili 15.09.2018 tarihli ve 30536 sayılı RG'de 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 376 Ncı Maddesinin Uygulanmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ yayınlanmıştır.

geldiğinde yatırımcılara iade edilmesinin öneminden bahsetmiştik. Esasen yatırım kuruluşunun, yatırımcıya ait sermaye piyasası araçlarının yatırımcının haberi olmaksızın satılması ya da yatırımcıya ait nakdin yatırımcının bilgisi dışında kullanılması yatırımcının mali durumunun bozulmasında ilk sıralarda gelmektedir<sup>1037</sup>. Bunun haricinde, aracı kurumun aracılık yüklenimiyle halka arzını taahhüt etmiş olduğu senetlerin satılamaması, düşük kurtaj ücretlerinin uygulanması veya yalnızca ikincil piyasaların durağan olması yatırım kuruluşlarının mali durumunun bozulmasının nedenleri olarak gösterilebilir<sup>1038</sup>. İşte, Kanun Koyucu, yatırım kuruluşlarındaki bu yatırımcı malvarlıklarının teslim yükümlülüğünün yalnızca yerine getirilememesini değil, kısa sürede yerine getirilemeyecek olmasını da o yatırım kuruluşunun mali durumunun bozulmuş olduğunun tespiti için yeterli saymıştır.

Mali durumun bozulması genel ifadeyle malvarlığını ilgilendiren bir kavram olup genel anlamda malvarlığındaki pasiflerin aktifler karşısında olması gerekenden fazla olması anlamına gelmektedir. Bununlar birlikte göreceli bir kavram olup, ortaklığın geçici likidite sıkıntısından iflasına kadar uzanan durumları kapsayan bir kavramdır<sup>1039</sup>. Yatırım kuruluşunun yalnızca likidite yetersizliğine girmiş olması, başka bir deyişle kısa vadeli borçlarını karşılayamıyor olması, tek başına mali durumun bozulması için yeterli görülmemektedir<sup>1040</sup>. Kanaatimizce, yatırım kuruluşunun likidite yetersizliği sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme yükümlülüğünü yerine getirmesini engelliyor ise bu durum da yatırım kuruluşunun mali durumunun bozulması anlamına gelir. Ancak bu yükümlülükleri haricindeki bir yükümlülüğü için yatırım kuruluşunun geçici likidite sıkıntısında olması mali durumunun bozulduğu anlamına gelmez.

---

<sup>1037</sup> **Tanör**, 1. Cilt, s. 146.

<sup>1038</sup> Aracı kurumlarda mali durumun bozulmasının nedenleri için bkz. Mete **Tevetoğlu**, Mali Durumu Bozulan Aracı Kurumlarda Alınacak Tedbirler ve Özellikle Tedrici Tasfiye, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005, s. 51 vd.

<sup>1039</sup> İsmail **Kayar**, Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler, Mart 1997, s. 34; Kavramı anonim ortaklıklar açısından inceleyen **Kaya**, mali durumun bozulmasını, sermayenin karşılıksız kalmış olması (sermaye kaybı) ve ortaklık aktiflerinin ortaklık alacaklılarının alacaklarını karşılamada yetersiz olması (borca batıklık) durumlarını kapsayan bir üst kavram olarak nitelendirmektedir. Bkz. Arslan **Kaya**, Borca Batık Anonim Şirketin İflasının Ertelenmesi, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1999, s. 281. Kavramı bankalar açısından inceleyen Ayoğlu, mali durumun bozulmasının bankaların taahhütlerini ifa etmede güçlüğü düşmesi veya bu ihtimalin belirlenmesi olarak ifade etmektedir. Bkz. Tolga **Ayoğlu**, "Bankalar Hukukunda Mali Yapının Bozulması Kavramı ve Mali Yapısı Bozulan Bankaların Temettü Avansı Müessesesinden Yararlanma İmkânı", Prof. Dr. Ömer Teoman'a 55. Yaş Günü Armağanı, Cilt I, İstanbul 2002, s. 73.

<sup>1040</sup> Ahmet **Türk**, Anonim Ortaklıklarda Sermaye Kaybı ve Borca Batıklığın Hukuki Sonuçları, Ankara 1999, s. 236; **Tevetoğlu**, Mali Durum, s. 31.

Yatırım kuruluşunun mali durumunun bozulmuş olup olmamasına ilişkin takdir yetkisi Kurul'dadır. Kurul bu yetkisini, ilgili yatırım kuruluşuyla ilgili gelen ihbar ve şikayetleri değerlendirerek, finansal tablolar, yıllık bilançolar, SPK'nın m. 88 uyarınca yaptığı denetimler sonucunda oluşturulan denetim raporları, iç kontrol birimlerinin faaliyetleri ve bağımsız denetim raporlarındaki bilgi ve veriler inceleyerek gerçekleştirecektir<sup>1041</sup>. Yukarıda, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 66/5 hükmüne göre bankalardaki müşteri nakitlerinin yatırım kuruluşunun kendi nakit varlığından ayrı bir hesapta tutulması öngörüldüğü ve amacı dışında kullanımının yasaklandığı ifade edilmişti. İşte, bu düzenlemeye aykırı şekilde müşteri malvarlıklarını yatırım kuruluşunun kendi aldığı ya da grup şirketlerinin aldığı kredilere teminat göstermesi gibi izinsiz kullanması durumunun sürekli olarak tekrarlanması yatırım kuruluşunun mali durumunun bozulması olarak değerlendirilebilir<sup>1042</sup>. Yatırım kuruluşu nezdinde mevzuata aykırı bir durum tespit edildiğinde ve bunun giderilmesi talep edildiğinde de yatırım kuruluşu sermaye yeterliliği tabanı açığıyla karşı karşıya kalabilir ve bu da mali durumunun bozulduğunun göstergelerinden biri olabilir<sup>1043</sup>.

Yatırım kuruluşlarının mali durumunun neden bozulduğu ya da bu tespit hâlinde hangi yaptırımlara başvurulacağı konusunda bir ayırım önemli değildir<sup>1044</sup>. Önemli olan, yatırım kuruluşunun mali durumunun bozulmuş olduğunun tespitidir. Bunun sebebi, Kurul'un mali durumun bozulmuş olduğunun tespiti için birtakım şartlarla ve belirli bir usulün izlenmesiyle vakit kaybetmeksizin bir alt başlıkta inceleyeceğimiz yatırımcıyı koruyucu tedbirlere bir an önce başvurmasını sağlamaktır.

Şunu da eklemek gerekir ki, anonim ortaklık şeklinde kurulan yatırım kuruluşlarının borca batık olma hâli için genel hüküm olan TTK m. 376 her zaman uygulama alanı bulacak olsa da buna gerek kalmayacaktır. TTK m. 376/3 hükmünde şirketin belirli oranda sermaye kaybına uğraması ve borca batıklık halinde öngörülecek tedbirler düzenlenmiştir. Hükme göre “*Şirketin borca batık durumda bulunduğu şüphesini uyandıran işaretler varsa, yönetim kurulu, aktiflerin hem işletmenin devamlılığı esasına göre hem de muhtemel satış fiyatları üzerinden bir ara bilanço çıkartır. Bu bilançodan aktiflerin, şirket alacaklılarının alacaklarını karşılamaya yetmediğinin anlaşılması hâlinde, yönetim kurulu, bu durumu şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret*

<sup>1041</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 144; İncooğlu, s. 61; Tevetoğlu, Mali Durum, s. 46; Türkoğlu, s. 32.

<sup>1042</sup> Kalkan/Onur, s. 73.

<sup>1043</sup> Kalkan/Onur, s. 73.

<sup>1044</sup> Tevetoğlu, s. 44.

*mahkemesine bildirir ve şirketin iflasını ister*". Bunun yanında, yönetim kurulu veya herhangi bir alacaklı, "iflâs talebiyle birlikte veya bu kapsamda yapılan iflâs yargılaması sırasında 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu<sup>1045</sup> m. 285 vd. uyarınca konkordato talebinde de bulunabilir. Dolayısıyla, borca batıklık şüphesi durumunda yatırım kuruluşunun yönetim kurulunun kendisi iflas talebinde bulunabileceği gibi aşağıda inceleyeceğimiz üzere Kurul da iflas talebinde bulunabilir. Ancak, yatırım kuruluşları için TTK m. 376 hükmünün uygulanmasını, bu hükümde öngörülen sermaye kaybının şartlarının oluşmasını beklemeye gerek kalmaksızın SerPK m. 97 hükmüyle gerekli önlemler alınabilecektir<sup>1046</sup>.

## **B. Mali Durumun Bozulduğunun Tespiti Hâlinde Kurul Tarafından Alınabilecek Önlemler**

Yatırım kuruluşlarının mali durumunun bozulmasına ilişkin bir üst başlık altında incelediğimiz şartlardan en az birinin SPK tarafından tespiti halinde SPK aşağıdaki önlemlerden birini ya da birkaçını alabilir (SerPK m. 97/1):

- i. Üç ayı geçmemek üzere verilecek uygun süre içinde mali yapılarının güçlendirilmesini istemek.
- ii. Herhangi bir süre vermeksizin doğrudan bu kurumların faaliyetlerini geçici olarak durdurmak.
- iii. Tamamen veya belirli sermaye piyasası faaliyetleri itibarıyla yetkilerini kaldırmak.
- iv. Yatırımcıları tazmin kararı vermek.
- v. Sorumluluğu tespit edilen yöneticilerin ve çalışanların sahip oldukları lisansları geçici veya sürekli olarak iptal etmek, imza yetkilerini sınırlandırmak veya kaldırmak ve gerektiğinde yönetim kurulunun üyelerini görevden almak ve yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar yerlerine yenilerini atamak.
- vi. Bu kurumların tedricî tasfiyelerine karar vermeye ve tasfiyenin bitmesini takiben gerektiğinde iflaslarını istemek.
- vii. Tedricî tasfiyeye gitmeksizin doğrudan iflaslarını istemek.
- viii. Gerekli gördüğü diğer tedbirleri almak.

Söz konusu yatırım kuruluşu bir banka ise bu tedbirlerden sermaye piyasası mevzuatına aykırılığın giderilmesi veya sermaye piyasası faaliyetinin yürütülmesine yönelik tedbirler dışındaki tedbirler için BDDK kararı gerekir. Bankalar hakkında yatırımcı

<sup>1045</sup> 09.06.1932 tarihli ve 2128 sayılı RG'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>1046</sup> **Kayar**, Mali Durum, s. 191. Bankalar açısından da aynı hususun geçerli olduğuyla ilgili bkz. **Ayoğlu**, s. 75.

tazmin kararı verilebilmesi için BDDK'nın görüşü alınır (Tazmin Yönetmeliği m. 5/2). Eğer ilgili bankanın yönetim ve denetimi TMSF'ye devredilmişse bu tedbirlerin uygulanmasına TMSF karar verir.

Görüldüğü üzere, Kurul tarafından alınacak tedbirler sınırlayıcı olarak sayılmamıştır. Dolayısıyla, yatırım kuruluşunun mali yetersizliğinin gösterdiği özelliğe göre Kurul tarafından burada sayılanlar haricinde başkaca tedbirlere de başvurulabilir.

Tedbirlerde amaç, hem yetersizliği nedeniyle faaliyetleri önemli oranda kısıtlanan yatırım kuruluşlarının durumlarını düzeltmeleri için çaba göstermelerini sağlamak, hem de bu aracı kurumların faaliyette bulunmalarının önüne geçilerek yatırımcıları korumaktır<sup>1047</sup>. Örneğin, bir yatırım kuruluşunun mali yapısının ciddi surette zayıflamakta olduğu tespit edildiğinde Kurul'un bu yatırım kuruluşunun yetki belgelerinin tamamını iptal edip faaliyetlerini tamamen durdurmak yerine 3 aylık geçici süre verip mali yapısını güçlendirmesini isteme yetkisi vardır. Ancak Kurul'un, verdiği bu 3 aylık süreyi bekleme zorunluluğu yoktur. Kurul, yatırım kuruluşuna mali durumunu iyileştirmesi için 3 aylık süre vermiş olsa dahi bu süre zarfında yatırım kuruluşunun taahhütlerini karşılayamayacak oranda kötüleşmesi durumunda sürenin bitmesini beklemeksizin faaliyetleri durdurma kararı verebilir<sup>1048</sup>.

Benzer şekilde Kurul'a, ilgili yatırım kuruluşunun doğrudan yetki belgelerini iptal etmek yerine geçici bir süreyle faaliyetlerini durdurma yetkisi de tanınmıştır. Bu tedbir, yatırımcıları korumak amacıyla, yatırım kuruluşunun henüz borçlu olmadığı ya da taahhüdü bulunmadığı yatırımcılarla hukuki ilişki kurmasını engellemek amacıyla getirilmiştir<sup>1049</sup>.

Yatırım kuruluşunun faaliyetleri SPK tarafından geçici olarak durdurulmuşsa, bu yatırım kuruluşunun malvarlıklarının korunması amacıyla düzenleme yapılmıştır. Buna göre, faaliyetleri geçici olarak durdurulan yatırım kuruluşlarının malvarlıkları geçici durdurma kararından tekrar faaliyete geçme izni verilen tarih süresince devredilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, tedbir konulamaz, haczedilemez<sup>1050</sup>. SPK tarafından yapılacak işlemler hariçtir. Yatırım kuruluşu hakkında yapılan hacizler ve uygulanmış ihtiyati tedbirler, icra ve iflas takipleri de kendiliğinden durur. Takip muamelesi ile

<sup>1047</sup> İsmail **Kayar**, Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler, Mart 1997, s. 60.

<sup>1048</sup> **Sönmez**, Aracı Kurum, s. 185.

<sup>1049</sup> **Tevetoğlu**, Mali Durum, s. 86.

<sup>1050</sup> Bkz. Kuru'nun özel malların haczedilemeyeceğine ilişkin hükümlere yönelik yaptığı eleştiri. Yukarıda, dn. 686.

kesilebilen zamanaşımı ve hak düşürücü süreler işlemez (SerPK m. 97/3). Yatırım kuruluşunun bu şekilde geçici olarak faaliyetlerinin durdurulması hâli 2 seneyi geçemez (SerPK m. 97/4).

Yatırım kuruluşlarının yetkileri SPK tarafından sürekli olarak kaldırılmışsa kanunda belirli önlemler öngörülmüştür. Eğer SPK tarafından tedrici tasfiye kararı verilmişse tedrici tasfiyenin tamamlandığı ilan edilinceye kadar; eğer SPK tarafından iflas isteminde bulunulmuşsa iflasın mahkeme tarafından esastan karara bağlanmasına kadar yatırım kuruluşunun malvarlığının korunması öngörülmüştür. Buna göre, anılan süreç içerisindeki yatırım kuruluşlarının malvarlığı SPK ve tedrici tasfiye kapsamında YTM tarafından yapılacaklar işlemler dışında devredilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, tedbir konulamaz, haczedilemez<sup>1051</sup>. Bunlar hakkında yapılmış olan tüm hacizler ve uygulanmış tüm ihtiyati tedbirler düşer ve tüm icra ve iflas takipleri kendiliğinden durur, bir takip muamelesi ile kesilebilen zamanaşımı ve hak düşüren müddetler işlemez. Amaç, yatırım kuruluşunun malvarlığından öncelikle yatırımcı haklarının alınmasını sağlamaktır. Bir aracı kurum hakkında iflas kararı alınması durumunda YTM'nin yatırımcıları tazmin amacıyla yapmış olduğu ödemelerden doğan alacakları (yatırımcının zararlarını tazmin eden YTM'nin yatırımcıların yerine geçerek yatırımcı haklarına ödediği tazmin tutarı oranında halef olması söz konusudur<sup>1052</sup>).

Devletin ve sosyal güvenlik kuruluşlarının 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsili Usulü Hakkında Kanun<sup>1053</sup> kapsamındaki alacaklarından sonra gelmek üzere imtiyazlı alacak olarak öncelikli olarak ödenir. Bu alacaklar, 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu m. 232 hükmündeki sıra cetvelinin kesinleşmesi beklenmeksizin YTM'ye ödenir. Bu esnada başka bir yatırım kuruluşu hakkında da tazmin kararı verilmesi ihtimaline karşı YTM'nin malvarlığının, yatırımcıları tazmin etmeden evvelki hâline getirilmesi bakımından kanaatimizce bu hüküm yerindedir. Ancak, hakkında iflas kararı verilen kuruluş Bankacılık Kanunu'na tabi ise bu durumda YTM'nin alacakları, TMSF'nin alacaklarından sonra gelir. Dolayısıyla, bir banka hakkında iflas kararı alınmış ise TMSF'nin alacakları YTM'nin alacaklarından önceliklidir.

<sup>1051</sup> Bkz. Kuru'nun özel malların haczedilemeyeceğine ilişkin hükümlere yönelik yaptığı eleştirisi. Yukarıda, dn. 686.

<sup>1052</sup> Bkz. Aşağıda, Üçüncü Bölüm, § 3, III, B.

<sup>1053</sup> 28.07.1953 tarihli ve 8469 sayılı RG'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

## II. Yatırımcı Tazmin Sisteminin Amacı ve Ortaya Çıkışı

Sermaye piyasası hukukunda yatırımcının korunması temel olarak iki amaç ekseninde ortaya çıkmaktadır<sup>1054</sup>. Bunlardan birincisi, sermaye piyasasına yatırım yapmış yatırımcıların kararlarında rol oynayacak bilgileri eksiksiz, zamanında ve doğru bir şekilde almış olmalarıdır<sup>1055</sup>. İkincisi ise yatırımcıların yatırım kuruluşuna emanet ettikleri sermaye piyasası araçları ya da nakitlerini, bu aracı kurumların mali risklerine karşı korumaktır. Böylece, sermaye piyasasında yatırım yapacak olan yatırımcılara, çalıştıkları yatırım kuruluşunun ödeme gücüne düşmesi durumunda karşılaşacakları olası zararlara karşı güvence hedeflenmiştir. Böylece yatırımcıların sermaye piyasasında yatırım yapmaları teşvik edilmek istenmiştir.

Dünya sermaye piyasalarında, bu ikinci amacı gerçekleştirebilmek için mali yapısı bozulan ya da iflâs eden yatırım kuruluşlarının müşterilerini koruma altına alabilmek amacıyla sermaye piyasalarında, bir güvence fonu/koruma fonu oluşturulması ya da özel sigorta sistemi oluşturulması<sup>1056</sup> yoluna gidilmesi veyahut da yatırımcılar tarafından yatırım kuruluşlarına karşı belirli önlemler alınması<sup>1057</sup> şeklinde çeşitli yöntemler geliştirilmiştir.

Sermaye piyasalarında, güvence fonlarının maliyetlerinin yatırım kuruluşları arasında paylaşılması ve yatırımcının zararlarının asgari bir miktara kadar kesin olarak tazmin edilmesi güvence fonlarının yatırımcıların yatırım kuruluşlarının zararlarına karşı korunması açısından tercih edilen bir yöntem olmuştur. Güvence fonunu kabul eden sermaye piyasalarında, ekonomik yapısı bozulan yatırım kuruluşlarının müşterilerinin zararları bu fon aracılığıyla giderilmiş ve böylece yatırımcıların mağdur olmaları engellenmeye ve sermaye piyasasına duyulan güven korunmaya çalışılmıştır. Böylelikle,

<sup>1054</sup> Küüksözen, s. 185; Kılıç, s. 1.

<sup>1055</sup> Türkiye’de, 2499 sayılı eSerPK ile tam kamuyu aydınlatma ilkesine geçilerek birinci amacın gerçekleşmesi için adım atılmıştır.

<sup>1056</sup> Özel sigorta sistemi oluşturulması yöntemi, yatırımcının varlıklarını doğrudan koruma altına almamakla birlikte, değişik şekillerde yapılan özel sigortalar vasıtasıyla yatırımcı varlıklarının uğrayabileceği zararlar ödenerek mağduriyet engellenmeye çalışılmaktadır. Sigorta sistemi, aracı kurumlara bir iç kontrol mekanizması sağlaması açısından avantajlı olsa da sigorta sisteminin yüksek maliyetli olması, yatırım kuruluşlarının riskinin yüksek olması sebebiyle sigorta piyasasının kapsamının yetersiz kalması ve en önemlisi yatırım kuruluşlarının sigorta yapılırken gerekli şartlara uymamış olmaları nedeniyle zarar doğduğunda sigorta şirketinin yatırımcının zararını karşılamayacak olması bu sistemin dezavantajları olarak sıralanabilir. Bkz. Kılıç, s. 31,32.

<sup>1057</sup> Yatırımcılar, yatırım kuruluşları nezdindeki varlıklarının korunması amacıyla varlıklarının yatırım kuruluşu haricinde başka kurumlarda saklanması, yatırımcıya teminat mektubu sunulması, ipotek kurulması gibi önlemlerin kabul edilmesini talep edebilirler. Ancak bu talepler hem yatırımcılara ek maliyet getirmeleri hem de ancak kurumsal yatırımcılar gibi müzakere gücü yüksek yatırımcıların bu taleplerini yatırım kuruluşlarına kabul ettirebilmeleri yönünden tam bir koruma sağlayamamaktadır. Bkz. Kılıç, s. 32.



yatırım kuruluşlarının ellerindeki yatırımcıya ait fonlar, yatırımcı tazmin planı çerçevesinde, yatırım kuruluşlarının iflâs süreci beklenmeksizin belirli bir miktara kadar geri ödenmektedir<sup>1058</sup>.

Avrupa Birliği üyesi ülkeler, yatırım şirketlerinin mali güçlüğü düşmesi ve iflâs etmesi durumunda yatırımcıların korunması için uygulanacak usulü 03.03.1997 tarihli ve 97/9/EC sayılı direktifte<sup>1059</sup> düzenlemiştir. Anılan direktifle, üye ülkelerin yatırım kuruluşlarının yatırımcılara olan yükümlülüklerini ihlâl etmeleri durumunda küçük yatırımcıların zararlarının tazmin edilmesi amacıyla asgari standartların öngörüldüğü bir tazmin mekanizması öngörülmesi kararlaştırılmıştır. ABD’de ise 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ile Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Şirketi (Securities Investors Protection Company -SIPC)<sup>1060</sup> kurularak mali güçlüğü düşen yatırım kuruluşlarının yatırımcılarını koruma amaçlı sistem oluşturulmuştur.

1981 yılında Türkiye’de, bankerlerin hukuki düzenleme boşluğundan yararlanarak halktan para toplayıp karşılığında bankaların ihraç ettiği tahvilleri vermeleri ancak vade geldiğinde geri ödeme yapamamaları nedeniyle bankerler krizi<sup>1061</sup> ortaya çıkmıştır. Bu kriz ile birlikte başlayan süreçte birçok banker ve banka ödeme güçsüzlüğü yaşamış veya iflâs etmişler, tasarruf sahibi yatırımcılar ise büyük zararlara uğramışlardır<sup>1062</sup>. Yatırımcıların zarara uğraması sebebiyle sermaye piyasasına duydukları güven sarsılmış ve bu güveni

<sup>1058</sup> Küçüksözen, s. 55.

<sup>1059</sup> “Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on Investor Compensation Schemes” Bkz. <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997L0009:EN:HTML> (Erişim Tarihi: 19.06.2018). Avrupa Komisyonu tarafından direktifi değiştiren öneri de 12.07.2010 tarihinde kabul edilmiştir. Bkz. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on Investor Compensation Schemes <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52010PC0371> (Erişim Tarihi: 19.06.2018).

<sup>1060</sup> ABD’de SEC, yatırımcıların zararlarının tazmini konusunda ikili bir ayrıma gitmiştir. Eğer bir aracı kurum iflâs gibi nedenlerle nakit veya sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getiremezse, aracı kurumların sebep olduğu bu zararların tazmini amacıyla kurulmuş olan Securities Investors Protection Company (SIPC) tarafından karşılanır. Eğer aracı kurumun sermaye piyasası mevzuatına aykırı fiillerinden dolayı yatırımcılar mağdur olmuşlar ise yatırımcıların zararları, Yatırımcı Tazmin Merkezi kapsamında karşılanır. Yatırımcı tazmin merkezinin fonu, Sarbanes-Oxley Yasası’nın 308 (a) maddesinin SEC’e verdiği yetki kapsamında idari para cezaları ve menfaat iadelerinden oluşur. Ülkemizde ise yatırımcıların zararlarının karşılandığı Yatırımcı Tazmin Merkezi, aracı kurumların iflâs ya da benzeri sebeplerle nakit ya da sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getirememesinden kaynaklı olarak meydana gelen zararların karşılanmasını amaçlar. Bu haliyle Yatırımcı Tazmin Merkezi, ABD’deki SIPC benzeri hizmet vermektedir. Bkz. Erman Çete, Yatırımcı Mağduriyetinin Giderilmesinde ABD Fair Fund Uygulamasının Türkiye İçin Analizi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2013, s. 15.

<sup>1061</sup> Bankerlerin, hukuki düzenleme boşluğundan yararlanarak halktan para toplamaları ve karşılığında bankaların ihraç ettiği tahvilleri vermeleri ancak geri ödeme yapamamaları nedeniyle ortaya çıkmıştır. Krizin nedenleri ve ayrıntılar için bkz. Tanör, 1. Cilt, s. 32; Karşlı, s. 38; Adıgüzel, s. 7.

<sup>1062</sup> Inceoğlu, s. 22-23.

yeniden inşa etmek amacıyla eSerPK kabul edilmiştir. ESerPK ile birlikte aracı kurumların ödeme güçsüzlüğü yaşamalarının önlenmesi için çeşitli düzenlemeler getirilmiştir.

ESerPK’da, SPK’nın mali yapıları önemli derecede bozulduğu tespit edilen aracı kurumlara uygun süre verilerek mali yapılarının güçlendirilmesini isteme ve buna rağmen mali durumları iyi hale getirilemeyen aracı kurumların yetkilerini kaldırmaya ve gerekirse tasfiyelerini ve iflâslarını istemeye yetkisi vardı. Ancak, aracı kurumların tasfiyeleri ve iflâslarıyla ilgili 1995 yılında tedrici tasfiyeye ilişkin hükümler iptal edilmiş, yerine İcra ve İflas Kanunu uyarınca genel hükümlerin uygulanması yoluna gidilmiştir. Aracı kurumların ödeme güçlüğüne düşmesi ihtimaline karşı yatırımcıları genel hükümlere oranla daha fazla koruyan “tedrici tasfiye”ye ilişkin hükümlerin çıkarılması eleştirilmiştir<sup>1063</sup>. 1994 yılında meydana gelen ekonomik kriz, aracı kurumları da etkilemiş, Kurul, mali yapılarının ciddi surette sekteye uğradığını gören aracı kurumlara karşı yetkisini kullanarak mali yapılarını güçlendirmelerini istemiştir. Fakat, bazı aracı kurumların aktifleri tarafından karşılanamayan borçlarının yüksek miktarda olması sebebiyle mali yapıları düzeltilememiş, bu aracı kurumlar iflâs etmiş ve yatırımcılara yönelik taahhütlerini yerine getirememiş, dolayısıyla yatırımcılar zarara uğramıştır<sup>1064</sup>. Bunun sonucunda yatırımcıların zararlarını karşılamaya yönelik fon oluşturulması gerekliliği gündeme gelmiştir<sup>1065</sup>. Para piyasalarında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’nun, bankaların mali yapılarının bozulması sebebiyle mağdur olabilecek para piyasası yatırımcılarının zararlarını karşılamasına benzer bir yapının sermaye piyasasında da oluşturulması ve aracı kurumlarla çalışan yatırımcıların aracı kurumun mali yapısının bozulması sebebiyle zarara uğraması durumunda oluşturulacak fonun zarara uğrayan yatırımcıların zararlarını karşılaması tartışılmıştır. Bu amaçla, ESerPK’ya 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanununun 23. maddesi ile 46/A hükmü eklenmiş ve “Yatırımcıları Koruma Fonu” kurulması, yatırımcıların bu kapsamda da korunması kabul edilmiştir<sup>1066</sup>.

<sup>1063</sup> Sönmez, s. 185; Küçüksözen, s. 183-184.

<sup>1064</sup> Inceoğlu, s. 22-23; Alacaklı müşteri sayısı 22.000 civarında olup bu yatırımcılar Haziran 1998 itibarıyla reel olarak dönemin parasıyla 25 Trilyon TL civarında zarara uğramışlardır. Aracı kurumların iflâsa düşmelerinin nedeni, ESerPK ve ilgili mevzuata aykırı davranarak aracı kurum yöneticilerinin müşteri emaneti sermaye piyasası araçlarını kendi menfaatlerine kullanması, karşılıksız repo yoluyla mevduat toplanması ve bu mevduatların aracı kurum dışına çıkarılması, evrakta sahtecilik yapılması gibi eylemleridir, Küçüksözen, s. 184.

<sup>1065</sup> Kılıç, s. 2; Ali İhsan Kaytaz, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununa Göre Yatırımcı Tazmin Sistemi, s. 1628; Küçüksözen, s. 138, 184.

<sup>1066</sup> Yatırımcıları Koruma Fonu, tüzel kişiliğe sahip olup MKK tarafından yönetilmekte ve temsil edilmekteydi. MKK’nın Fon adına gerekli işlemleri yapmak ve SPK tarafından tedrici tasfiyesi öngörülen aracı kurumların tasfiye işlemlerini yapmak gibi görevleri bulunmaktaydı. Bkz. Ünal M., s. 255-256.

Mevcut SerPK’da ise Yatırımcı Tazmin Sistemleri Hakkında Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi kapsamında yeni düzenlemelerle yapılmış ve “Yatırımcı Koruma Fonu”nun ismi “Yatırımcı Tazmin Merkezi” olarak değiştirilmiştir. Yatırımcı Tazmin Merkezi’ne ilişkin ayrıntıları düzenlemek üzere, 29280 sayılı Yatırımcı Tazmin Merkezi Yönetmeliği (YTM Yönetmeliği)’nde ve 28956 sayılı Yatırımcıların Tazmini İle Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik<sup>1067</sup> (Tazmin Yönetmeliği) kabul edilmiştir.

### **III. Yatırımcı Tazmin Merkezi’nin Hukuki Statüsü ve Benzer Kurumlarla Karşılaştırılması**

Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM), kamu tüzel kişiliğini haiz<sup>1068</sup> bir sermaye piyasası kurumu olup yatırım kuruluşları yatırımcı tazmin merkezine katılmak ve Kurul’un belirlediği şartlar çerçevesinde yatırımcı tazmin merkezine aidat ödemek zorundadırlar (SerPK m. 83). Bu aidatlar yatırımcı tazmin merkezinin havuzunda toplanır ve eğer Kurul, bir yatırım kuruluşu tarafından yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ödeme veya sermaye piyasası araçlarının teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi nedeniyle o yatırım kuruluşunun yatırımcılarını tazmin kararı alırsa tazminat bu havuzdan yatırımcılara ödenir.

TTK m. 1401/1 hükmünde sigorta sözleşmesi, “...sigortacının bir prim karşılığında, kişinin para ile ölçülebilir bir menfaatini zarara uğratan tehlikenin, rizikonun, meydana gelmesi hâlinde bunu tazmin etmeyi ya da bir veya birkaç kişinin hayat süreleri sebebiyle ya da hayatlarında gerçekleşen bazı olaylar dolayısıyla bir para ödemeyi veya diğer edimlerde bulunmayı yükümlendiği sözleşme” olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcı Tazmin Merkezi’nin sağladığı hukuki korumanın sigorta sözleşmesiyle benzerlik gösterip göstermediği ve yatırımcı tazmin merkezi kapsamında bir yatırım kuruluşunun mali yetersizliğe düşmesi riski karşısında yatırımcının belirli şartları taşıyan zararlarının sigorta himayesi taşıyıp taşımadığı tartışılmıştır.

<sup>1067</sup> 29.03.2014 tarihli ve 28956 sayılı RG’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>1068</sup> “Kamu tüzel kişiliği, ancak kanunla ya da kanunun açıkça verdiği yetkiye dayanılarak kurulur” (1982 Anayasası m. 123/3). Kemal **Gözler**/Gürsel **Kaplan**, İdare Hukuku Dersleri, Bursa 2016, 18. Baskı, Ekin Yayıncılık, s. 87: “Kamu hukuku tüzel kişileri ile özel hukuk tüzel kişileri arasındaki farklar ise şunlardır: 1. Özel hukuk tüzel kişileri gerçek ve tüzel kişilerin serbest iradeleri ile kamu tüzel kişileri kanunla veya kanunun verdiği yetkiye dayanılarak kurulur. 2. Özel hukuk tüzel kişileri birbiriyle eşit durumda iken; kamu hukuku tüzel kişileri özel hukuk gerçek ve tüzel kişilerinden üstün durumdadırlar. 3. Özel hukuk tüzel kişileri özel yararları gerçekleştirmek amacıyla kurulurken kamu tüzel kişileri kamu yararını gerçekleştirmek için faaliyette bulunurlar”.

TTK'daki tanıma göre sigorta sözleşmesi, sigortacının sigorta korumasını ve sigorta ettirenin prim ödeme borcunu üstlendiği tam iki tarafa borç yükleyen sinallagmatik bir sözleşmedir<sup>1069</sup>. YTM kapsamındaki sistemde, yatırım kuruluşları aidat ödeme borcu altında olup sigorta korumasından yararlanan taraf yatırımcılardır. Koruma için gerekli tazmini ise yatırımcı tazmin merkezi sağlamaktadır. Bu noktadan bakıldığında, YTM'deki sistem, sigorta hukukunda var olan “başkası lehine sigorta” kurumuna benzerlik göstermektedir. Zira, aidat ödeme yükümlülüğü altındaki yatırım kuruluşlarının (borçlunun) yatırımcılara (alacaklıya) değil fakat yatırımcı tazmin merkezine (üçüncü kişiye) karşı borcunu ifa etme yükümlülüğü bulunmaktadır.

Bir sigorta sözleşmesinde borçlu ve alacaklı taraflar borcun alacaklıya ödenmeyip üçüncü bir kişiye ödenmesini kararlaştırdıklarında “başkası lehine sigorta” ilişkisi doğmaktadır. TTK m.1454/I' hükmünde “*Sigorta ettiren, üçüncü bir kişinin menfaatini, onun adını belirterek veya belirtmeyerek, sigorta ettirebilir. Sigorta sözleşmesinden doğan haklar sigortalıya aittir. Sigortalı aksine sözleşme yoksa, sigorta tazminatının ödenmesini sigortacıdan isteyebilir ve onu dava edebilir*” şeklinde belirtilmektedir. Bu sigorta ilişkisinde, primin asıl borçlusu ve sözleşme tarafı sigorta ettiren iken sözleşmeden doğan haklar sigortalıdır<sup>1070</sup>.

2918 sayılı Karayolları Trafik Kanunu<sup>1071</sup> m. 91 uyarınca da başkası lehine sigorta türündeki mali sorumluluk sigortası yaptırılması zorunludur. Bu durumda, bir motorlu taşıt işletilirken zarara yol açmışsa, ödenecek tazminat prim ödeyen sigorta ettirene değil zarar görene ödenir. Zarar gören kişinin zorunlu trafik sorumluluğu sigortasında belirlenen sınırlar dahilinde dava açabileceği öngörülmüştür (KTK m. 97). YTM sisteminde de aidatları yatırım kuruluşu ödemekte ancak YTM tarafından yatırımcının zararı karşılanmaktadır. Bu açıdan YTM sistemindeki düzenleme KTK'daki düzenlemeye benzerlik göstermektedir. Ancak yine de bu durum yatırımcı tazmin sisteminin özel sigorta ilişkisi olduğu anlamına gelmemekte olup iki kurum aşağıda bahsedeceğimiz noktalarda farklılıklar göstermektedir.

<sup>1069</sup> Rayegân **Kender**, Türkiye’de Hususi Sigorta Hukuku, 15. Bası, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2016, s. 169; Samim **Ünan**, Türk Ticaret Kanunu Şerhi Altıncı Kitap, Sigorta Hukuku, C. I Genel Hükümler, İstanbul, Ekim 2016, s. 11; Tamer **Bozkurt**, Sigorta Hukuku, İstanbul, Ekim 2018, s. 3.

<sup>1070</sup> Şaban **Kayıhan**/Ömer **Bağcı**, Türk Özel Sigorta Hukuku Dersleri, 2. Bası, Umuttepe Yayınları, Kocaeli 2017, s. 138; **Ünan**, s. 316; **Bozkurt**, Sigorta, s. 118.

<sup>1071</sup> 18.10.1983 tarihli ve 18195 sayılı RG’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

## A. YTM'nin TMSF'ye Benzerliği ve TMSF Sisteminin TTK Anlamında Sigorta İlişkisi Doğurup Doğurmadığı Sorunu

Para piyasası aktörlerinden olan bankaların halktan topladıkları tasarruflarla kaynak yaratarak toplanan mevduatı fon ihtiyacında olan kesime yönlendirdiklerini daha önce açıklamıştık<sup>1072</sup>. Bankaların bu rolü sebebiyle, tasarruf sahiplerinin bankacılık sektörüne duydukları güvenin sağlanması önemlidir<sup>1073</sup>. Halktan mevduat toplayan bankaların bu topladıkları mevduatın sigorta ettirilmesi, riskin mevduat sahibinden alınması amacına hizmet eder<sup>1074</sup> ve mevduat sahiplerinin bankacılık sistemine duydukları güveni pekiştirir. Tasarruf mevduatı sigorta sistemi bu güveni oluşturmak adına getirilmiş bir sistemdir. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 63/1 uyarınca, tasarruf mevduatı sigorta ettirilir ve TMSF bankalara mevduat yatıran mevduat sahiplerinin mevduatlarını 100.000,00 TL'ye kadar belirli şartlarla koruma altına alır<sup>1075</sup>.

YTM de sermaye piyasalarında belirli şartlar dahilinde 100.000,00 TL'ye kadar yatırımcıları tazmin ettiğinden<sup>1076</sup> YTM, para piyasasında varlık gösteren TMSF'nin sermaye piyasasındaki karşılığı olduğu kabul edilmektedir<sup>1077</sup>.

TMSF'nin sigorta ilişkisi doğurup doğurmadığı hususu doktrinde tartışma konusu olmuştur. TMSF sisteminin gerçek anlamda bir sigorta ilişkisi doğurduğunu savunan görüş, Bankacılık Kanunu'nun açıkça "sigorta" terimini kullanarak tasarruf mevduatının sigorta edilmesinden söz ettiği, kredi kuruluşlarının sigorta sözleşmesinin taraflarından sigorta ettiren gibi ukdelerinde bulunan mevduatı ve gerçek kişilere ait katılım paylarını sigorta ettirmek ve prim ödemek zorunda olduğu ve böylece gerçek bir sigorta ettiren gibi hareket ettiği gerekçelerini öne sürmektedir<sup>1078</sup> (Bankacılık Kanunu m. 63). TMSF'nin gerçek anlamda bir sigorta ilişkisi olduğunu savunan bu görüşün taraftarlarından

<sup>1072</sup> Para piyasasının sermaye piyasasından farkları için bkz. Birinci Bölüm, § 1, II.

<sup>1073</sup> Rıza **Ayhan**, "Tasarruf Mevduatı Sigortası ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun Hukuki Niteliği", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. 1, S. 2, 1997, s. 31.

<sup>1074</sup> Asuman **Turanboy**, "Tasarruf Mevduatı Sigortasının Hukuki Niteliği ve Kapsamı", BATİDER, C. XXI, S. 2, Aralık 2001, s. 71.

<sup>1075</sup> Bkz. 07.11.2006 tarih ve 26339 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Sigortaya Tabi Mevduat ve Katılım Fonları ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunca Tahsil Olunacak Primlere Dair Yönetmelik m. 4/1-b hükmü. Yönetmelik hükmü, 15.12.2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan değişiklikle 100.000 TL'ye yükseltilmiştir.

<sup>1076</sup> Tazmin Yönetmeliği'nde tazmin tutarı 103.930 TL olarak belirtilmiştir. Bu tutar, her yıl bir önceki yıla ilişkin olarak Vergi Usul Kanunu uyarınca tespit edilen değerlendirme oranında artırılır (SerPKm. 84/5, Tazmin Yönetmeliği m. 15/1). 2019 yılı için bu tutar 177.681 TL'dir.

<sup>1077</sup> **Çetin**, Investor Protection, s. 25.

<sup>1078</sup> Ünal **Tekinalp**, Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988, s. 230; Yaşar **Karayalçın**, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (Bankalar ve 70 Yıllık Kararname, Bildiriler-Tartışmalar, Sempozyum, Ankara 16-17 Aralık 1973), s. 305; **Turanboy**, TMSF, s. 70.

*Karayalçın*, bir sigorta ilişkisinin ya tarafların iradesine, başka bir deyişle sözleşmeye ya da kanun hükmüne dayanacağını, sözleşmeye dayanan sigortalarda sigorta sözleşmesi kanuni bir zorunluluk dolayısıyla yapılmışsa buna akdi-mecburi sigorta denileceğini öne sürmektedir. Yazar, bankaların da tasarruf mevduatlarını TMSF'ye sigorta ettirmelerinin KHK'ya dayandığını ve bankaların prim ödeme zorunluluğunun da bulunması sebebiyle bu sigorta ilişkisinin sözleşme özgürlüğüne dayalı bir sigorta ilişkisi olmayıp “akdi mecburi sigorta” olarak nitelendirilmesi gerektiğini belirtmektedir. “Akdi mecburi sigorta” olarak bu sigorta sözleşmesinin kanun gereği kendiliğinden kurulmadığını, bankalar ile TMSF arasında mutlaka bir sigorta sözleşmesinin de yapılması gerektiğini, banka sigorta yaptırma zorunluluğuna aykırı davranırsa da bu durumda sigorta ilişkisinin kurulmamış olduğundan sigorta yaptırma zorunluluğuna uymayan bankanın yalnızca bazı yaptırımlara tabi olduğunu<sup>1079</sup> savunmaktadır<sup>1080</sup>.

*Tekinalp* ise TMSF'nin gerçek anlamda sigorta ilişkisi doğurduğu görüşünde olmakla birlikte “akdi mecburi sigorta” terimini kullanmamakta, TMSF'nin “otomatik sigorta” olduğu fikrini ileri sürmektedir. Yazar, sigorta primlerinin Bankacılık Kanunu gereği otomatik olarak ödendiğini, ancak TMSF'nin bankaların ödediği primler dışında kamusal nitelikte olan kaynaklarının da bulunduğunu ve tasarruf mevduatının tüm bu kaynaklarla birlikte sigortalandığını belirtmektedir. Bu sebeple, TMSF ilişkisinin gerçek bir sigorta ilişkisi olduğunu iddia etmekle birlikte tasarruf mevduatının kanuni sınırlar içerisinde ve ayrıca bir sözleşmeye gerek kalmaksızın sigortalandığı görüşündedir<sup>1081</sup>. Aynı görüşün taraftarlarından *Turanboy* ise Bankacılık Kanunu m. 63/2 uyarınca mevduat kabul eden bankaların bu sigortayı yapma ve prim ödeme zorunluluklarının olduğunu ve bu nedenle TMSF'nin hukuki niteliğinin kanundan doğan mecburi sigorta ilişkisi niteliğinde olduğunu kabul etmektedir<sup>1082</sup>.

TMSF'nin TTK anlamında bir sigorta ilişkisi doğurmadığını kabul eden görüş ise bir hukuki ilişkinin “özel sigorta” ilişkisi olarak nitelendirilebilmesi için o hukuki ilişkide öncelikle bir sigortacı olması gerektiğini ancak TMSF'nin TTK anlamında sigortacı olmadığını savunmaktadır. Sigortacı, sigorta sözleşmesi uyarınca prim ödeme karşılığında

---

<sup>1079</sup> Bkz. 07.11.2006 tarihli ve 26339 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Sigortaya Tabi Mevduat ve Katılım Fonları ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunca Tahsil Olunacak Primlere Dair Yönetmelik m. 9.

<sup>1080</sup> *Karayalçın*, TMSF, s. 305.

<sup>1081</sup> *Tekinalp*, Banka Hukuku, s. 230; Ayrıca bkz. *Tekinalp/Çamoğlu*, s. 45.

<sup>1082</sup> *Turanboy*, TMSF, s. 71.

rizikoyu üstlenen ve bu konuda ruhsat sahibi olan anonim şirket ya da kooperatiftir<sup>1083</sup>. Oysa TMSF, bir kamu tüzel kişisidir. Ayrıca, sigorta şirketlerinin başka bir ticari faaliyette bulunmaları yasak iken TMSF münhasıran sigortacılık faaliyeti yapmak için kurulmamış, başkaca görevleri de üstlenen bir kurumdur. Bu görüşün taraftarlarından *Ayhan*, bankanın fon ile ilişkisinin kesilmesinin (sigorta sözleşmesinin feshedilmesi) mümkün olmadığını<sup>1084</sup> bunun varsayımında dahi mevduat sahiplerine karşı olumsuz sonuçlar doğuracağını belirtmektedir<sup>1085</sup>. Bu sebeplerle TMSF'nin TTK anlamında bir sigorta ilişkisi doğurmadığı söylenecektir. TMSF, tasarruf mevduatı sahiplerinin tasarruflarını mevzuatın belirlediği sınırlar dahilinde yalnızca “garanti etmek” ve böylece para piyasasındaki istikrar ve güveni korumak amacıyla kurulmuş bir kamu kuruluşudur<sup>1086</sup>.

*Önder* ise TMSF'nin yatırılan sigorta primleri karşılığında 1983 yılından itibaren gerçek kişilere ait tasarruf mevduatlarını, 2005 yılından itibaren de katılım bankalarındaki gerçek kişilere ait katılım fonlarını sigortaladığını belirterek bir sigortacı kurum olduğunu, ancak TMSF'nin bu görevi haricinde bankaların mali yapılarının güçlendirilmesi ve yapılandırılmasıyla alacakların takip edilmesi ve tahsil edilmesi görevlerinin de olması nedeniyle her iki görüşe ait savları desteklediği ve yalnızca sigorta ilişkisi değil karma nitelikte bir hukuki ilişki doğurduğu kanaatindedir<sup>1087</sup>.

## **B. YTM Sisteminin TTK Anlamında Bir Sigorta İlişkisi Doğurmadığı Yönündeki Görüşümüz**

Kanaatimizce, para piyasasında faaliyet gösteren TMSF'ye benzer nitelikte sermaye piyasasında faaliyet gösteren yatırımcı tazmin sisteminin de TTK anlamında bir sigorta ilişkisi doğurduğu söylenemez. YTM de TMSF gibi kamu tüzel kişiliğini haiz, idari ve mali özerkliğe sahip bir kuruluştur<sup>1088</sup>. TMSF, para piyasasına fon sağlayan yatırımcıları korurken YTM sermaye piyasasına fon sağlayan yatırımcıları korumaktadır. TMSF'deki koruma sisteminin de YTM'de olduğu gibi zorunlu olması, başka bir deyişle YTM sistemindeki yatırım kuruluşları gibi para piyasası aktörlerinden kredi kuruluşlarının

<sup>1083</sup> Hazine Müsteşarlığı'ndan alınan bu ruhsat, ticaret siciline tescil ve ilan ettirilmelidir. Bkz. Sigortacılık Kanunu m. 5/1.

<sup>1084</sup> Bankanın riskli bir takım işlemlerde bulunması durumunda Bankacılık Kanunu ve TMSF Yönetmeliği uyarınca tedbirlerin alınması söz konusu olacaktır.

<sup>1085</sup> *Ayhan R.*, s. 35.

<sup>1086</sup> *Ayhan R.*, s. 39.

<sup>1087</sup> Mehmet Fahrettin **Önder**, “Fonksiyonları Açısından Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Ve Yatırımcı Tazmin Merkezi'nin Karşılaştırılması”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C. 4, S. 1, 2018, s. 40.

<sup>1088</sup> Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Teşkilat Yönetmeliği m. 4/1.

TMSF'ye aidat ödeme zorunluluğunda olmaları her iki sistem arasındaki benzerliğin bir diğer göstergesidir.

İlk olarak, 5684 sayılı Sigortacılık Kanunu m.3/I hükmüne göre, sigorta sözleşmesindeki sigortacının anonim şirket ya da kooperatif şeklinde kurulmuş olması zorunludur. Oysa, Yatırımcı Tazmin Merkezi kamu tüzel kişiliğini haiz bir kuruluştur (SerPK m. 83/1). Bu açıdan yatırımcı tazmin sistemi, sigortacılık sisteminden ayrılmaktadır.

İkinci olarak, her ne kadar sigorta sözleşmesinde başkası lehine sigorta mümkün olup üçüncü bir kişinin menfaati sigorta ettirilebilirse de bu ilişki sözleşmesel bir ilişki olup sözleşme özgürlüğüne dayanmaktadır. Oysa, yatırımcı tazmin sisteminde yatırım kuruluşlarının faaliyette bulunabilmeleri için yatırımcı tazmin sistemine katılma zorunluluğu vardır<sup>1089</sup>. Bu açıdan da yatırımcı tazmin sistemi, sözleşme özgürlüğü kapsamında yorumlanan sigortacılık sözleşmesinden ayrılmaktadır.

Bu noktada, YTM'deki sistemin Sigortacılık Kanunu m. 13'te düzenlenen zorunlu sorumluluk sigortasıyla<sup>1090</sup> karşılaştırılması gerekir. Bu hükme göre, sorumluluk sigortaları kamu yararı gerektiren hâllerde Cumhurbaşkanı kararıyla zorunlu hâle getirilebilir ve sigortanın yaptırılıp yaptırılmadığıyla ilgili denetim yapılır. Zorunlu sorumluluk sigortalarından en yaygını, karayolları motorlu araçlar zorunlu mali sorumluluk sigortasıdır<sup>1091</sup>. Karayolları Trafik Kanunu'nda düzenleme bulunan zorunlu trafik sorumluluğu sigortası ile motorlu taşıtlar sebebiyle üçüncü kişilere zarar verilirse bu zararın sigorta ettirilerek üçüncü kişinin zararının giderilmesi sağlanmaktadır (KTK m. 91). Zorunlu trafik sorumluluğu sigortası sözleşmesinde taraflar sigortacı ve araç sahibidir. Sigorta primlerini araç sahibi öder. Araç sahibinin işlettiği motorlu araç sonucu üçüncü kişi zarar gördüğünde ise tazminat sigorta ettiren araç sahibine değil, zarara uğrayan üçüncü kişiye ödenir. Dolayısıyla, üçüncü kişi sigorta sözleşmesine taraf değilken sigorta sözleşmesinden doğan belirli şartlarla talep hakkını haizdir<sup>1092</sup>.

Görüldüğü üzere, zorunlu trafik sorumluluğu sigortasında da bir sigorta sözleşmesi mevcut olduğu halde YTM sisteminde ne SerPK'da ne de yönetmeliklerde bir sigorta

<sup>1089</sup> Bkz. SerPK. m. 83/2; YTM YÖNETMELİĞİ m. 20/1.

<sup>1090</sup> Zorunlu sorumluluk sigortası ve yasada öngörülmemiş ve sözleşme özgürlüğünün sınırlanması anlamına gelen zorunlu sorumluluk sigortasının Cumhurbaşkanı kararıyla (eski Bakanlar Kurulu kararıyla) öngörülebilmesine yönelik eleştiriler için bkz. Samim Ünan, Türk Ticaret Kanunu Şerhi Altıncı Kitap, Sigorta Hukuku, C. II Sigorta Türlerine İlişkin Özel Hükümler, İstanbul, Kasım 2018, s. 406 vd.

<sup>1091</sup> Ünan, C. II, s. 411.

<sup>1092</sup> Kender, s. 216.



sözleşmesinden söz edilmemektedir. YTM'de zorunlu trafik sorumluluğu sigortasındaki zarar gören üçüncü kişiye benzeyen yatırımcının zararının tazmin edilebilmesi için YTM ile yatırım kuruluşları arasında zorunlu bir sigorta sözleşmesi de yapılmamaktadır. YTM sisteminde yatırımcının aidat ödeme borcunun doğması için YTM ile yatırım kuruluşu arasında bir sözleşme kurulmasına gerek yoktur. Yatırım kuruluşunun, SerPK m. 43 hükmünde düzenlenen şartları sağlayarak kurulması yeterlidir. Daha sonra yatırım kuruluşunun SerPK m. 83/2 hükmü uyarınca YTM'ye katılma ve aidat ödeme yükümlülüğü doğar. Yatırım kuruluşunun aidat ödeme yükümlülüğünün doğması YTM ile sigorta sözleşmesi yapılmasını gerektirmemektedir. Tüm bu sebeplerle, kanaatimizce YTM sistemi, sigorta sözleşmesi yapılması şartını içinde barındıran zorunlu trafik sorumluluğu sigortasına benzerlik göstermemektedir<sup>1093</sup>.

Üçüncü olarak, Sigortacılık Kanunu m. 3/1 hükmü uyarınca, sigorta şirketleri sigortacılık işlemleri ve bunlarla doğrudan bağlantısı bulunan işler haricinde başka işlerle uğraşamaz<sup>1094</sup>. Oysa, YTM'nin sadece yatırım kuruluşlarının nakit ödeme ve sermaye piyasası araçlarını teslim yükümlülüğünü yerine getirmemesi nedeniyle zarara uğrayan yatırımcıların zararlarını tazmin etme görevi değil, aynı zamanda SerPK m. 86 uyarınca bu yatırım kuruluşları hakkında tedrici tasfiye kararı verme, tedrici tasfiyesine karar verilen yatırım kuruluşlarının tasfiye sonuçlanıncaya kadar görev ve yetkilerini yerine getirme (SerPK m. 86/3) gibi görevleri de bulunmaktadır. Bu görevler Sigortacılık Kanunu'ndaki sigorta şirketlerinin yapmakla yükümlü oldukları sigortacılık işlemlerinden farklıdır. Bu sebeple de YTM, Sigortacılık Kanunu'nda düzenlenen sigorta şirketlerine benzememektedir<sup>1095</sup>.

Bu noktada ayrıca belirtmek gerekir ki, özel sigorta ilişkisinde devletin sigorta şirketlerini kontrol etmesi devletin zararın sigortacı tarafından karşılanmasının garantisi anlamına gelmemektedir. Devletin bu kontrolünün amacı sadece sigorta şirketlerinin sigorta ödemelerini yapmasını temin etmek ile sigortalıları korumaktır<sup>1096</sup>. Oysa, yatırımcı tazmin sisteminde kamu tüzel kişiliğini haiz YTM tarafından, yatırımcıların belirli şartlar dahilindeki zararlarının belirli bir limite kadar tazmin garantisi verilmektedir.

---

<sup>1093</sup> Ferah **Türkoğlu**, Aracı Kurumlarda Mali Durumun Bozulması ve Yatırımcıları Koruma Fonu, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2007, s. 74; **Kaymaz**, s. 1633.

<sup>1094</sup> Bu hükmün getirilmesindeki amaç, sigorta şirketlerinin ekonomik varlığının başka işlemlere kaymasını ve dolayısıyla sigortalıların haklarının zedelenmesinin önlenmesidir. Bkz. **Kender**, s. 38.

<sup>1095</sup> **Türkoğlu**, s. 71.

<sup>1096</sup> **Kender**, s. 40.

Dördüncü olarak, TMSF sisteminin aksine YTM sistemini düzenleyen SerPK m. 82 hükmü ve devamında “sigorta” kelimesi geçmeyip bu sistemin bir “sigortacılık” sistemi olduğuna değinilmemiştir. Sigorta ilişkisinde sigorta ettirenin prim ödeme borcu olmasına rağmen, TMSF’yi düzenleyen mevzuatın aksine, YTM’yi düzenleyen mevzuatta “prim” sözcüğü de yer almayıp yatırım kuruluşlarının YTM’ye ödemesi gereken para “aidat” olarak nitelendirilmektedir (SerPK m. 83/2). Doktrinde *Önder*, yatırım kuruluşları tarafından YTM’ye ödenen paranın “prim” olarak adlandırılmamasının önem arz etmediği zira, YTM sisteminde “prim”den söz edilmeden sermaye piyasasına özgü sigortalama sisteminin<sup>1097</sup> yer aldığını belirtmektedir. Kanaatimizce YTM sisteminde sigorta sözleşmesinin asli unsurlarından olan “prim” ödeme borcu yerine aidat ödeme borcundan söz edilmesi bu hukuki ilişkinin sigorta ilişkisi olarak değerlendirilmemesi için önemli nedenlerden biridir<sup>1098</sup>.

Tüm bunlara ek olarak, SerPK m. 39/6 hükmünde ve III-39.1 sayılı Tebliğ m. 16 düzenlemesinde, SPK’nın yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunacak yatırım kuruluşunun bu hizmeti sunabilmesi için mesleki sorumluluk sigortası yaptırılmasının mecburi tutulabileceği düzenlenmiş olup bu husus dahi başlı başına YTM sisteminin TTK anlamında bir sigorta ilişkisi doğurmadığını kanıtlar niteliktedir.

YTM sisteminde, yatırımcının zararlarını tazmin eden YTM’nin yatırımcıların yerine geçerek yatırımcı haklarına ödediği tazmin tutarı oranında halef olması söz konusudur (SerPK m. 85/4). Bu halefiyet ilişkisi, özel sigorta sistemindeki halefiyet ilişkisinin de ötesindedir<sup>1099</sup> (TTK m. 1472). Özel sigorta ilişkisinde sigortacı ödediği sigorta tazminatı oranında sigortalının haklarına halef olur<sup>1100</sup>. YTM sisteminde ise YTM, ödediği tazminat tutarı oranında yatırımcıya halef olurken, yatırım kuruluşunun tedrici tasfiyesini gerçekleştirme ve yatırımcıların bakiye alacaklarının tahsili ve YTM’nin halef olmasından kaynaklanan alacağın ödenmesini sağlama hakkına da sahiptir (SerPK. m.

---

<sup>1097</sup> Yazar, YTM sisteminde açıkça sigortadan söz edilmeden TMSF sistemine benzer şekilde isimsiz bir sigortalama işlemi yapıldığı görüşündedir. Bkz. *Önder*, s. 43.

<sup>1098</sup> *Önder*, s. 43.

<sup>1099</sup> *Kaymaz*, s. 1632.

<sup>1100</sup> TBK m. 127’de düzenlenen halefiyet müessesesi, üçlü ilişkilerin var olduğu durumlarda meydana gelir. Sigortacının halefiyeti, sigorta ettirenin rizikonun gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkan zararlar için üçüncü kişiye karşı sahip olduğu tazminat alacağı hakkının, sigortacının ödediği sigorta tazminatı miktarınca kanuni olarak sigortacıya geçmesi demektir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Merih Kemal *Omağ*, Türk Hukukunda Sigortacının Kanuni Halefiyeti, İstanbul 2001, s. 37; Şaban *Kayıhan*, “Zarar Sigortalarında Sigortacının Halefiyeti”, Cevdet Yavuz’a Armağan, C. II, İstanbul 2016, s. 1598.

86/2). Görüldüğü üzere YTM ödediği tazminat tutarı oranında yatırımcıya halef olmanın ötesinde o yatırım kuruluşunun tedrici tasfiyesini de gerçekleştirme imkanına sahiptir.

Bunun yanında, YTM'nin yatırımcı haklarına halef olurken aynı zamanda yatırım kuruluşunun birtakım haklarına da halef olması söz konusudur. Şöyle ki; YTM tarafından gerekli görülmesi hâlinde, tazmin kararı verilen yatırım kuruluşunun ödemelerinin durmasına ve bu yatırım kuruluşunun bütüm mal varlığı üzerinde yalnızca YTM tarafından tasarrufta bulunulmasına karar verilebilir. Yatırım kuruluşunun malvarlığında tasarruf hakkına sahip olmakla YTM yatırım kuruluşunun malvarlığı üzerindeki birtakım hakları da kullanabilir. Nitekim, bu durum YTM'nin yatırım kuruluşunun hapis hakkını öne sürebilmesinde kendini gösterir. Yatırım kuruluşuna hem borçlu hem alacaklı olan yatırımcıların tazmin edilebilmesi için borçlarını ödemeleri gerekir. Borçlarının ödenmediği ihtimalinde YTM yatırım kuruluşunun hapis hakkına dayanarak bu yatırımcıların tazminini tazminin kapatılmasına kadar bekletir (Tazmin Yönetmeliği m. 11/2). Görüldüğü üzere YTM, sigortacının, sigortalının haklarına halef olduğu şekilde yalnızca yatırımcı haklarına halef olmamakta, aynı zamanda zarar görenin yerine geçerek ona ait birtakım hakları da kullanabilmektedir. Bu husus da YTM sisteminin TTK anlamındaki sigorta ilişkisinden farklılığını kanıtlar niteliktedir.

Yatırımcı tazmin sisteminde, kanun koyucu hak sahibi her bir yatırımcıya ödenecek en yüksek tutarı 100.000 TL olarak takdir etmiştir<sup>1101</sup>. Oysa, bir sigorta ilişkisinde rizikonun gerçekleştiği durumda sigortalıya ödenecek tazminat, sigorta değeri veyahut da ödenen primler dikkate alınarak hesaplanır. Bu açıdan da yatırımcı tazmin sisteminin, sigorta ilişkisinden ayrıldığı görülmektedir.

Tüm bu gerekçeler ışığında, kanaatimizce YTM'nin sağladığı korumanın sigorta himayesi olarak yorumlanması mümkün değildir. YTM'nin sağladığı koruma sistemi SerPK anlamında belirli şartlarla ve limitlerle devletin sağladığı ve zorunlu kıldığı kendine özgü (sui generis) bir koruma sistemidir<sup>1102</sup>. Kanaatimizce, yatırımcı tazmin sistemi sermaye piyasasında güven ve istikrarı temin etmek, yatırım kuruluşlarının ekonomik yapılarını güçlendirmek ve bunun için gerekli olduğu durumda yatırım kuruluşlarını yeniden yapılandırmak ve ayrıca yatırım kuruluşunun ekonomik yetersizliğinin giderilmesi sağlanamadığı durumda yatırımcıların nakit ödeme ve sermaye piyasası araçlarını teslim yükümlülüğünü yerine getirememesi sebebiyle yatırımcıların zarar görmesi ihtimalinde

<sup>1101</sup> Bu tutar Kanun'dan öngörülmüştür. Güncel tutar için bkz. Aşağıda, 3. Bölüm, § 3, IV.

<sup>1102</sup> Aynı görüşte bkz. **Türkoğlu**, s. 74; **Kayataz**, YTM, s. 1633.

yatırımcıların bu zararlarını belirli limitler dahilinde tazmin etme garantisini vermek amacıyla kurulmuştur. Kanaatimizce bu amaç, özel sigorta himayesini de aşan bir amaçtır.

#### IV. Yatırımcı Tazmin Merkezinin Yapısı ve Gelirleri

YTM, kamu tüzel kişiliğine sahip olup SPK tarafından idare ve temsil olunur, SPK'nın karar organı aynı zamanda YTM'nin de yönetim kuruludur (SerPK m. 83/1 ve YTM Yönetmeliği m. 8).

YTM Yönetmeliği m. 18 düzenlemesine göre, YTM'nin gelirleri, yatırım kuruluşlarının yatıracığı giriş aidatları, yıllık aidatlar ve ek aidatlardan, SerPK kapsamında verilen idari para cezalarının %50'sinden, SerPK m. 13/4 uyarınca YTM'ye intikal eden sermaye piyasası araçlarının satışından elde edilen gelirlerden, SerPK m. 83/4 uyarınca zamanaşımına uğramış her türlü emanet ve alacakların YTM'ye gelir kaydedilmesinden, YTM'nin malvarlığının getirisinden ve diğer gelirlerden oluşur.

YTM'nin en önemli geliri, yatırım kuruluşlarının ödediği giriş aidatları, yıllık aidatlar ve ek aidatlardır (YTM Yönetmeliği m. 18/1-a). Yıllık aidatlar, her yatırım kuruluşuna göre Kurul tarafından belirlenen esaslar uyarınca değişkenlik göstermektedir, yatırım kuruluşlarının icra ettikleri sermaye piyasası faaliyetlerinin türü ve sayısı bazında tespit edilmektedir<sup>1103</sup>. Aidat tutarlarının belirlenmesinde tür ve risk oranına göre belirleme yapılması yerindedir, çünkü sermaye piyasasında tüm yatırım kuruluşları risklere karşı aynı derecede güvenli değildir<sup>1104</sup>.

YTM'nin diğer bir gelir kaynağı, SerPK kapsamında verilen idari para cezalarının %50'sidir (YTY m. 18/1-b). Yatırımcının yatırım hizmet ve faaliyetlerinden kaynaklanan her türlü alacağı, SerPK m. 83/4 hükmü kapsamında zamanaşımına uğramışsa bunlar da YTM'ye gelir kaydedilir. Dolayısıyla, YTM'nin bir diğer gelir kaynağını yatırımcının SerPK m. 83/4 kapsamındaki<sup>1105</sup> zamanaşımına uğramış alacakları oluşturur. YTM'nin

<sup>1103</sup>Bkz. YTM Yönetmeliği m. 21/3: *Yıllık aidatlar yatırımcı bazında;*

a) *Repo işlemine konu olanlar hariç olmak üzere kaydedilmiş sermaye piyasası araçları açısından merkezi takas ve saklama kuruluşları nezdinde bulunan saklama bakiyelerinin,*

b) *Organize piyasalarda işlem gören türev araçlar açısından merkezi takas ve saklama kuruluşları nezdinde bulunan teminatların günlük tutarlarının toplamının, yatırım kuruluşlarının faaliyette bulunduğu iş günü sayısı dikkate alınmak suretiyle bulunan ortalamasının; beşinci fıkrada yer alan katsayılarla çarpılması suretiyle hesaplanır. Bu fıkra uyarınca yatırımcı bazında bulunan saklama bakiyeleri ile teminat tutarları ortalamasının her bir yatırım kuruluşu için toplamı, MKK tarafından hesaplanarak YTM'ye iletilir.*

<sup>1104</sup> **Kaymaz**, Tazmin, s. 1635.

<sup>1105</sup> SerPK m. 83/4: *“Yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinden kaynaklanan her türlü emanet ve alacaklar, hesap sahibinin yaptığı en son talep, işlem veya herhangi bir şekilde verdiği yazılı talimat tarihinden, yatırım fonu*

malvarlığına ait varlıkların getirileri (YTY m. 18/1-d), YTM'ye hizmetleri neticesinde teminat varlıklardan ve varlık kiralama şirketlerinin portföyündeki varlıklardan yapılan ödemeler (SerPK m. 59/5 ve m. 61/5) de YTM gelirleri arasındadır.

YTM'nin bir diğer gelir kaynağı ise Anayasa Mahkemesi'nin kararı ile iptal edilmiştir. Şöyle ki; SerPK m. 13/4 hükmünde “*Kaydileştirilmesine karar verilen sermaye piyasası araçlarının Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde teslimi zorunludur. Teslim edilen sermaye piyasası araçları kendiliğinden hükümsüz hâle gelir. Teslim edilmeyen sermaye piyasası araçları ise kaydileştirilme kararından sonra borsada işlem göremez, aracı kurumlarca bu sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık edilemez ve katılma belgelerinin geri alımı yapılamaz. Kayden izlenmeye başladığı tarihi izleyen yedinci yılın sonuna kadar teslim edilmeyen sermaye piyasası araçları YTM'ye intikal eder. Bunların üzerindeki sınırlı aynı haklar kendiliğinden sona ermiş sayılır. Bunlar YTM'nin hesabına geçmesinden itibaren üç ay içinde satılır*” hükmü yer almaktaydı. Anayasa Mahkemesi, hükmün “... ve katılma belgelerinin geri alımı yapılamaz. Kayden izlenmeye başladığı tarihi izleyen yedinci yılın sonuna kadar teslim edilmeyen sermaye piyasası araçları YTM'ye intikal eder. Bunların üzerindeki sınırlı aynı haklar kendiliğinden sona ermiş sayılır. Bunlar YTM'nin hesabına geçmesinden itibaren üç ay içinde satılır” kısmını temel hak ve özgürlüklerden olan mülkiyet hakkının AY m. 13 hükmü uyarınca sınırlandırılırken ancak ölçülük ilkesi uyarınca sınırlandırılabilceği ve bu sınırlandırmada kamu yararı ile bireyin mülkiyet hakkı<sup>1106</sup> arasında adil ve makul bir denge gözetilmemesi gerekçesiyle iptal etmiştir<sup>1107</sup>.

Kanaatimizce de sermaye piyasasında alım satım faaliyetinde bulunan yatırımcıların, gelecekteki bir sistem değişikliği (somut olayda kaydi sisteme geçilmesi) nedeniyle mülkiyetlerindeki sermaye piyasası araçlarına dair haklarının kendi rızaları

---

ve değişken sermayeli yatırım ortaklıkları için ise tasfiye tarihinden başlayarak on yıl içinde talep ve tahsil edilmemesi hâlinde YTM'ye gelir kaydedilir”.

<sup>1106</sup> Mülkiyet hakkına getirilecek bir sınırlamanın mutlaka yasaya dayanılarak yapılması gerekir. Bkz. Salih Önder **Yeşiltepe**, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları, Ekim 2014, Ankara, s. 39, dn. 74.

<sup>1107</sup> Bkz. Anayasa Mahkemesi'nin 22.10.2015 Tarih ve E. 29/K. 95 sayılı kararı: “...İtiraz konusu kuralın, kişilerin maliki oldukları menkul kıymetler üzerindeki mülkiyet hakkını sınırsız ve süresiz olarak ortadan kaldırması, sermaye piyasalarında alım satım yapacak kişilerin tam bir güvenceye sahip olarak yatırım yapabilmesine olanak tanımaması, kişilerin sahibi oldukları menkul değerler üzerinde rahat, kolay ve güvenli bir şekilde tasarrufta bulunmalarına imkan vermemesi ve aracı kuruluşların iş ve işlemlerinden doğacak zararları tazmine yönelik bir mekanizma öngörmüş olmasına rağmen sermaye piyasalarında işlem yapan kişilerin haklarının kaybı durumunda telafi edici herhangi bir yol veya tazmin mekanizması öngörmemesi nedeniyle kamu yararı ile bireyin hak ve özgürlükleri arasında adil bir denge oluşturmadığından ölçülülük ilkesini ihlal etmektedir...”.

dışında zamanaşımına uğrayabileceği ve haklarının sona erebileceği tehdidi hem yatırımcıların korunması açısından engel teşkil etmekte hem de ülkemiz sermaye piyasasına duyulan güveni etkileyerek sermaye piyasasının gelişiminin önünü kesmektedir. Dolayısıyla, yatırımcıların mülkiyetlerinde bulunan sermaye piyasası araçları üzerindeki haklarını kendiliğinden sona erdiren SerPK m. 13/4 hükmünün kısmen iptali yerinde olmuştur.

SerPK'ya iptal eden kısım yerine geçici 10. madde eklenerek kaydileştirildiği andan itibaren yedinci yılın sonuna kadar teslim edilmeyen ve dolayısıyla YTM'ye intikali gerçekleşen sermaye piyasası araçlarının aynen iade edileceği ve satışı yapılmış ise de satış bedelinin başvuru sahiplerine ödeneceği düzenlenmiştir<sup>1108</sup>. Görüleceği üzere, iptal kararından evvel SerPK m. 13/4 hükmünde kayden izlenmeye başladığı tarihten itibaren yedinci yılın sonuna kadar teslim edilmeyen sermaye piyasası araçları YTM'ye intikal edilmekte ve YTM tarafından satışı yapılarak YTM'ye gelir kaydedilmekte idi. Oysa Anayasa Mahkemesi bu hükmü iptal ettiği için YTM'nin bu gelir kalemi artık söz konusu değildir. Yargıtay da Anayasa Mahkemesi'nin bu iptal kararı dolayısıyla süresi içerisinde kaydileştirme talebinde bulunulmayan sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların YTM'ye intikalini öngören yerel mahkeme kararını bozmuştur<sup>1109</sup>.

## **V. Tazmin Kararı ve Alacaklılar Cetvelinin Hazırlanması Usulü**

SerPK m. 97 kapsamında öngörülen yatırım kuruluşunun mali durumun bozulması hâllerinden birinin SPK tarafından tespit edilmesi durumunda SPK'nın yatırımcıları tazmin kararı alabileceğini belirtmiştik. Buna göre, sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme ve finansal araç teslim yükümlülüklerini yerine getiremediği, sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme ve finansal araç teslim yükümlülüklerini kısa sürede yerine getiremeyeceği, mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğu, mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğu tespit edilen yatırım kuruluşları hakkında Kurul yatırımcıları tazmin kararı verebilir.

---

<sup>1108</sup> Bkz. 26.04.2016 tarihli ve 29695 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 6704 sayılı Kanun m. 28 hükmü. SerPK geçici m. 10 hükmü uyarınca, "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13 üncü Maddesinin Dördüncü Fıkrasının Kısmen İptali Üzerine Yatırımcı Tazmin Merkezi Tarafından Yatırımcılara Yapılacak Ödemelere İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik" yayınlanmıştır (RG. T. 07.09.2016, S. 29824).

<sup>1109</sup> Bkz. Yargıtay 11. H.D.'nin 12.06.2017 Tarih, 2016/5456 E. ve 2017/3636 K. sayılı kararı. Bkz. [www.kazanci.com](http://www.kazanci.com) (Erişim Tarihi: 04.06.2019).

2499 sayılı mülga eSerPK döneminde faaliyet gösteren Yatırımcı Koruma Fonu kapsamında ancak haklarında tedrici tasfiye kararı ya da iflas kararı verilen aracı kurumlar ve bankalar hakkında -Bankalar Kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla- yatırımcı tazmin kararı vermeye yetkiliydi. Daha açık bir anlatımla, tazmin kararı verilmesinin ön şartı aracı kurumların ya da eSerPK'ya tabi bankaların tedrici tasfiyesi ya da iflas kararının verilmiş olmasıydı. Yatırımcıların tazmini kararı için doğrudan karar verilememesi doktrinde eleştirilmekteydi<sup>1110</sup>. Dolayısıyla, yürürlükteki düzenleme yatırımcıların tazminini anılan şekilde bir ön şarta bağlamamış olması nedeniyle yerinde olmuştur.

SerPK m. 82/1 hükmünde ise m. 97'ye oranla daha dar bir düzenleme mevcuttur. SerPK m. 82/1'de yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası faaliyetlerinden doğan sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini veya nakit ödeme yükümlülüklerini yerine getiremediği ya da kısa sürede yerine getiremeyeceğinin tespiti durumunda yatırımcıları tazmin kararı alacağı belirtilmiştir. Tazmin Yönetmeliği m. 5/1 hükmünde ise SPK'nın yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyeti veya yan hizmetlerden doğan sermaye piyasası aracı teslim yükümlülükleriyle nakit ödeme yükümlülüğünün yerine getirilmediği ya da kısa sürede yerine getirilemeyeceği tespit edildiğinde yatırımcıları tazmin kararı alacağı belirtilmiştir. Tazmin Yönetmeliği m. 5/1 hükmünde, SerPK m. 82/1 hükmüne paralel bir düzenleme mevcuttur.

Görüldüğü üzere, SerPK'nın iki ayrı hükmünde Kurul tarafından tazmin kararı verilebileceği düzenlenmiştir. SerPK m. 97 hükmündeki tazmin şartları, SerPK m. 82/1'in kapsamından daha geniştir. Zira, SerPK m. 97'de yatırım kuruluşunun mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun ya da mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespiti durumunda da Kurul tarafından yatırımcı tazmin kararı verilebileceği belirtilmiştir. Ancak SerPK m. 84'te yalnızca yatırım kuruluşunun, yatırımcıya ait olan ve yatırım kuruluşu tarafından yatırım hizmet ve faaliyeti veya yan hizmetler ile bağlantılı olarak yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ödeme veya sermaye piyasası araçlarının teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden kaynaklanan taleplerin tazmin kapsamında olduğu belirtilmiştir. Dolayısıyla, SerPK m. 97 uyarınca mali yapısının ciddi surette zayıflamakta olduğu tespit edilen bir yatırım kuruluşu hakkında tazmin kararı verilebilmesi için de bu yatırım

---

<sup>1110</sup> Fatma Beril **Özcanlı**, Sermaye Piyasası Kurulunun Yatırımcıları Korumaya Yönelik Dava Açma Yetkisi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 153.

kuruluşunun sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini veya nakit ödeme yükümlülüklerini yerine getiremediği ya da kısa sürede yerine getiremeyeceğinin tespit edilmesinin gerektiği söylenebilir. Bu sebeple, kanaatimizce yatırımcı tazmin kararı verilmesi için mutlaka SerPK m. 82/1 ve Tazmin Yönetmeliği m. 5/1 uyarınca yatırım kuruluşunun sermaye piyasası faaliyetlerinden doğan sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini veya nakit ödeme yükümlülüklerini yerine getiremediği ya da kısa sürede yerine getiremeyeceğinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Tazmin kararı, anılan durumun tespit edilmesini izleyen 3 ay içinde alınır. Tazmin kararı, kararın alındığı gün SPK tarafından ilgili yatırım kuruluşuna, YTM'ye, MKK'ya, BİST'e, Takasbank'a, TSPB'ye ve veri depolama kuruluşuna; gerekli görülen durumlarda ise BDDK'ya, Türkiye Bankalar Birliği'ne ve Türkiye Katılım Bankaları Birliği'ne bildirilir.

Tazmin kararıyla birlikte, o yatırım kuruluşunun kendisine olan taahhütlerini yerine getirmediğini iddia eden yatırımcılar haklarını ispat eden belgelerle<sup>1111</sup> YTM'ye başvurarak tazmin talebinde bulunacaklardır. İşte bu sebeple tazmin kararı, 3 iş günü içinde ülke çapında günlük olarak yayımlanan en az 2 gazete ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi ile Kamuyu Aydınlatma Platformu ve YTM tarafından uygun görülen diğer yerlerde ilan edilir (Tazmin Yönetmeliği m. 5 ve m. 32). Yatırımcıların, tazmin kararının ilanından itibaren 1 yıl içinde tazmin talebinde bulunmaları gerekir. 1 yıllık süre sonunda tazmin talepleri zamanaşımına uğrar (Tazmin Yönetmeliği m. 8).

Yatırım kuruluşlarının, tazmin kararının verildiği tarihteki yönetim kurulu üyeleri ve yöneticileri, tazmin kararının ilanı tarihinden itibaren yedi gün içinde, yatırım kuruluşunun mevcut tüm aktif ve pasifini, taahhütlerini, bilanço dışı yükümlülüklerini, taraf olduğu sözleşmeleri ve hukuki ihtilafları, kayıtlarında olsun veya olmasın her türden bilgi dahil olmak üzere, yatırım kuruluşunun mevcut durumunu gösteren bir rapor hazırlayarak bunu YTM'ye vermek yükümlülüğü altındadırlar (Tazmin Yönetmeliği m. 8). Bu rapor ve yatırımcıların talepleri doğrultusunda YTM tarafından tazmin kararından itibaren 3 ay içinde bir alacaklılar cetveli hazırlanır. Alacaklılar cetveli, alacaklı olanlar ve alacak miktarları ile borçlular ve borç miktarlarını gösterir. 3 aylık süre, YTM'nin önerisi ve SPK'nın onayı ile uzatılabilir.

---

<sup>1111</sup> Gerçek hak sahipliğinin ve alacak/borç tutarlarının belirlenmesinde, yatırım kuruluşunun, MKK'nın, Takasbank'ın, veri depolama kuruluşunun ve merkezi saklama kuruluşunun kayıtları ve YTM'nin güvenilir bulunduğu diğer bilgi ve belgeler de alacaklının sunduğu belgelerle birlikte incelenir (Tazmin Yönetmeliği m. 9/1).



Tazmin kararıyla birlikte ilgili yatırım kuruluşunun malvarlığı üzerindeki tasarruf yetkisi doğrudan YTM'ye geçmez. Fakat YTM tarafından gerekli görülürse, tazmin kararı verilen yatırım kuruluşun ödemelerinin durmasına ve tüm mal varlığı üzerinde yalnızca YTM'nin tasarrufta bulunmasına yönelik karar verilebilir. Kanaatimizce tazmin kararı verilmesiyle birlikte yatırım kuruluşunun malvarlığının eritilmesinin ve şirketin içinin boşaltılmasının önüne geçilebilmesi için bu kararın tüm tazmin kararlarında verilmesi yerinde olur. Bu durumda tazmin kararı verilen yatırım kuruluşuna yapılacak bütün ödemeler yalnızca YTM'ye yapılır. Yatırımcılar tarafından MKK nezdindeki hesapları üzerinde tesis edilmiş olan blokaşlar da YTM'nin talebi ile MKK tarafından kaldırılır (Tazmin Yönetmeliği m. 6).

Alacaklılar cetveli, alacaklılar cetveline itiraz süresine ve itirazın usulüne, saklama hesaplarındaki sermaye piyasası araçlarının dağıtımını ve YTM tarafından tazmin için yapılacak olan ödemelerin esaslarına ve başlangıç tarihlerine ve de borçlu yatırımcıların borçlarını ödeme süresi ve esaslarına ilişkin bilgilerle birlikte YTM tarafından ilan edilir. Bu ilandan itibaren otuz gün içinde alacaklılar cetveline itiraz edilebilir. Eğer alacaklılar cetvelinde yer almayan alacaklar için başvuru yapılıyorsa bu başvurunun da tazmin kararının ilanını izleyen 1 yıllık zamanaşımı süresi içinde yapılması gerekir (SerPK m. 85/1; Tazmin Yönetmeliği m. 10).

Görüldüğü üzere, SerPK ve ilgili mevzuat, yatırımcı tazmin sisteminin en kısa sürede amacına ulaşarak yatırımcıların zararlarının karşılanması için YTM'ye de uyması gereken belirli süreler öngörmüştür. Kanaatimizce, tazmin sürecinin uzamaması ve yatırımcılara yapılacak ödemelerin bir an önce gerçekleştirilmesi için öngörülen süreler yerindedir<sup>1112</sup>.

## **VI. Tazminin Kapsamı**

SerPK m. 84'te tazminin kapsamı düzenlenmiştir. Bu hükme göre, yatırımcının yatırım kuruluşundaki yatırımcı hesabında somut olarak var olan sermaye piyasası araçları ya da nakitin kendisine teslim borcunun yerine getirilmemesi sebebiyle uğradığı zararlar YTM tarafında karşılanır. Yatırımcının sermaye piyasasındaki olası fiyat hareketlerinden kaynaklı zararları veyahut yatırım kuruluşunun yatırımcıya vermiş olduğu yanlış yatırım tavsiyeleri sebebiyle uğradığı zararlar tazmin kapsamı dışındadır.

<sup>1112</sup> Aynı görüşte bkz. **Kaytaş**, Tazmin, s. 1644.

2499 sayılı mülga ESerPK döneminde faaliyet gösteren Yatırımcı Koruma Fonu kapsamında yatırım kuruluşu tarafından yatırımcıya yalnızca pay senetlerinin teslim edilmemesi ve hisse senedi işlemlerinden kaynaklanan nakit ödemenin gerçekleştirilmemesi durumunda tazminat ödeniyordu (2499 sayılı mülga SerPK m 46/A hükmü). Yürürlükteki SerPK açısından tazmin kapsamının genişletilmesi ve yalnızca hisse senetleri değil, tüm sermaye piyasası araçlarının teslim yükümlülükleri tazminat kapsamı içerisine alınmıştır. Böylece yatırımcıların yalnızca paylar bakımından değil türev araçlar, tahviller, varantlar gibi sermaye piyasası araçlarının kendilerine teslim edilmemesi nedeniyle oluşan zararlarının da YTM tarafından tazmin edilmesi yolu açılmış ve kanaatimizce koruma kapsamının genişlemesi yerinde olmuştur<sup>1113</sup>. Ayrıca, koruma kapsamına yalnızca hisse senetlerinin değil tüm sermaye piyasası araçlarının alınmasıyla birlikte AB'nin 97/9/EC sayılı Yatırımcı Tazmin Planları Hakkında Direktif'le de uyum sağlanmıştır<sup>1114</sup>.

2499 sayılı mülga eSerPK'da, yalnızca aracı kurumlar ve bankaların yatırımcıları koruma fonuna üye olmaları gerektiği düzenlenmişti. Oysa, Avrupa Birliği'nin 97/9/EC sayılı Yatırımcı Tazmin Planları Hakkında Direktif uyarınca, tazmin planına “investment firm” olarak adlandırılan yatırım şirketleri üye olmalıydılar. Bu yatırım şirketleri, bir ya da daha fazla yatırım hizmetini üçüncü kişilere sunmak üzere üye devletin yetkili otoritesinden faaliyet izni almış tüzel kişilerdir. Bunların arasında aracı kurumlar olmakla birlikte portföy yönetim şirketleri de vardır<sup>1115</sup>. Dolayısıyla eSerPK'da tüm yatırım kuruluşlarının değil yalnızca aracı kurum ve bankaların belirli ihlallerine karşı yatırımcıların tazmin edilmesinin öngörülmesi eleştiriliyordu. Yürürlükteki düzenlemede de yalnızca yatırım kuruluşlarının (aracı kurumlar, bankalar ve yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları) yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ödeme veya sermaye piyasası araçlarının teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden kaynaklanan talepler öngörülmüştür. Oysa, yatırım kuruluşlarına portföy yönetim

---

<sup>1113</sup> Aynı görüşte bkz. Yakup **Ergincan**, “Yatırımcıları Koruma Fonu Düzenlemesi”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu, İstanbul 2011, s. s. 290.

<sup>1114</sup> Bkz. AB'nin 97/9/EC sayılı Yatırımcı Tazmin Planları Hakkında Direktif m. 1/3'te hangi araçların tazmin kapsamında yer alacağı 93/22/EEC sayılı Direktif'e atf yapılarak gösterilmiştir. Anılan Direktif MiFID II ile yürürlükten kaldırılmış ve MiFID II Ek-1, Bölüm C'de finansal araçlar sayılmıştır.

<sup>1115</sup> **Ergincan**, Koruma Fonu, s. 296.

şirketleri, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları dahil değildir<sup>1116</sup> (SerPK m. 15/1-ç). Dolayısıyla, yürürlükteki tazmin sisteminin de tam anlamıyla anılan AB Direktifi'ne tüm yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunan kuruluşları kapsamaması nedeniyle uyum gösterdiği kanaatimizce söylenemez.

Avrupa Birliği'nin 97/9/EC sayılı Yatırımcı Tazmin Planları Hakkında Direktif m. 4 hükmü uyarınca, her bir Avrupa Birliği üyesi ülkenin yatırımcı tazmin planı çerçevesinde yatırımcılara en az 20.000 Euro ödemesi gerekmektedir. SerPK m. 84/5 hükmüne göre, yatırımcı tazmin merkezi tazmin kararı verdiği durumda her bir yatırımcıya en fazla 100.000,00 TL tutarında tazminat ödemektedir. Tazmin Yönetmeliği'nde ise tazmin tutarı 103.930 TL olarak belirtilmiştir. Bu tutar, her yıl bir önceki yıla ilişkin olarak Vergi Usul Kanunu uyarınca tespit edilen değerlendirme oranında artırılır (SerPKm. 84/5, Tazmin Yönetmeliği m. 15/1). 2019 yılı için bu tutar 177.681 TL'dir<sup>1117</sup>.

Tazmin tutarı, kanuni ve akdi şartlar uyarınca yatırım kuruluşunun mahsup ve benzeri talepleri de dikkate alınarak belirlenir. Kurul'un artırım teklif etmesi üzerine Cumhurbaşkanı tazmin tutarını beş katına kadar artırılabilir (SerPK m. 84/5 ve Tazmin Yönetmeliği m. 15/1). Bu haliyle SerPK, yatırımcının tazmini için ödeme gücüne düşmüş bir yatırım kuruluşunun tüm müşterileri için bir üst sınır belirlememiştir. Belirli bir yatırım kuruluşunun müşterilerine sınırlama yapmaksızın, yatırımcı tazmin merkezinin ödeme yapma şartlarına giren (mali gücüne düşen) her bir müşteriye yapılacak ödeme için 177.681 TL tutarında bir üst sınır belirlemiştir. Yatırımcının 177.681 TL'nin üzerindeki bakiye alacağı için ise yatırım kuruluşunun tedrici tasfiyesi gerçekleştirilerek yatırımcı alacağının karşılanması öngörülmüştür.

Kanaatimizce, bir yatırım kuruluşunun tüm müşterilerine yapılacak ödeme için toplam bir üst sınır belirlemektense, ödeme gücüne düşen yatırım kuruluşunun her yatırımcısı için bir üst sınır belirlemek yerinde olmuştur<sup>1118</sup>. Zira, yatırım kuruluşlarının ödeyecekleri yıllık aidat tutarı, icra ettikleri sermaye piyasası faaliyetlerinin türü ve sayısı bazında tespit edilmektedir<sup>1119</sup>. Böylece, YTM'nin sektör tarafından fonlanması mümkün kılınmış, kamu fonlarının kullanılması engellenmiştir<sup>1120</sup>.

<sup>1116</sup> Yıldız, s. 142, dn., 536; Aysel Gündoğdu, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Sermaye Piyasası Hukuku-Kavram-Uygulama-Yapı, Ankara, Eylül 2015, s. 33.

<sup>1117</sup> Bkz. YTM, Tazmin ile İlgili Sıkça Sorulan Sorular <http://www.ytm.gov.tr/s-sorulan-sorular/tazmin-ile-ilgili-s%C4%B1k%C3%A7a-sorulan-sorular.aspx> (Erişim Tarihi: 09.03.2019).

<sup>1118</sup> Aynı görüşte bkz. Kılıç, s. 133.

<sup>1119</sup> Bkz. Tazmin Yönetmeliği m. 21/3: *Yıllık aidatlar yatırımcı bazında;*

SerPK’da 2019 yılı için öngörülen 177.681 TL minimum koruma tutarının Avrupa Birliği düzenlemeleriyle uyum sağlamakta olduğu görülmektedir. Bu tutar, 97/9/EC sayılı Yatırımcı Tazmin Planları Hakkında Direktif m. 4’te belirtilen 20.000 Euro’nun üzerindedir ve yerindedir. Ancak her bir yatırımcıya ödenecek minimum koruma tutarının Avrupa Birliği düzenlemelerinin çok üzerinde bir rakam olarak da öngörülmemesi gerekmektedir. Çünkü, yatırımcıya çok yüksek oranda koruma sağlanması ahlaki risk (*moral hazard*) sorununu tetikleyebilmektedir. Ahlaki risk sorunu, koruma fonunun yatırımcılara sağladığı korumayı bilen yatırım kuruluşlarının, korumanın verdiği rahatlıkla yaptıkları iş ve işlemlerde gereğinden fazla risk alarak yatırımcıların zarar görme riskinin önünü açması demektir<sup>1121</sup>. Aynı şekilde, bu durum çok yüksek oranda korumanın verdiği rahatlıkla yatırımcıların daha fazla risk alarak hareket etmesi anlamına da gelmektedir. Başka bir deyişle ahlaki risk sorunu, yatırım kuruluşlarının davranışlarından kaynaklanabildiği gibi yatırımcıların davranışlarından da kaynaklanabilmektedir. Yüksek miktarda korumanın verdiği güvence söz konusu olduğunda yatırım kuruluşlarının ve yatırımcıların daha fazla oranda risk üstlenme istekleri artmaktadır.

SerPK’da 2019 yılı için öngörülen 177.681 TL oranındaki sınır, yatırımcının bir yatırım kuruluşundan kaynaklanan hesap türü, hesap sayısı ve para birimi önemli olmaksızın tüm taleplerini kapsamaktadır (SerPK m. 84/5).

YTM tarafından ödenecek azami tutarın üzerinde kalan tutarın başka bir yatırımcıya ödenmesi amacıyla devredilmiş olması hâlinde devralana YTM tarafından ödeme yapılmaz. Bir örnekle açıklamak gerekirse, bir yatırımcının YTM kapsamında yatırım kuruluşundan alacağı 277.681 TL iken 177.681 TL olan asgari koruma sınırı nedeniyle 100.000 TL tutarındaki alacağı için korumadan yararlanamayacağından 100.000 TL alacağını başka bir yatırımcıya devrettiğinde devralan yatırımcıya bu devredilen kısım olan 100.000 TL ödenmeyecektir. Böylece, her bir yatırımcıya yapılacak ödemenin kanunda ve yönetmelikte öngörülen asgari koruma sınırının alacağın temlik yoluyla başka bir yatırımcıya devredilerek dolanılması engellenmeye çalışılmıştır. Yukarıda

---

a) Repo işlemine konu olanlar hariç olmak üzere kaydıleştirilmiş sermaye piyasası araçları açısından merkezi takas ve saklama kuruluşları nezdinde bulunan saklama bakiyelerinin,

b) Organize piyasalarda işlem gören türev araçlar açısından merkezi takas ve saklama kuruluşları nezdinde bulunan teminatların

günlük tutarlarının toplamının, yatırım kuruluşlarının faaliyette bulunduğu iş günü sayısı dikkate alınmak suretiyle bulunan ortalamasının; beşinci fıkrada yer alan katsayılarla çarpılması suretiyle hesaplanır. Bu fıkra uyarınca yatırımcı bazında bulunan saklama bakiyeleri ile teminat tutarları ortalamasının her bir yatırım kuruluşu için toplamı, MKK tarafından hesaplanarak YTM’ye iletilir.

<sup>1120</sup> Çetin, Yatırımcıların Korunması, s. 469.

<sup>1121</sup> Kılıç, s. 31, s. 137.

açıkladığımız ahlaki risk sorununun ortaya çıkabilme olasılığı nedeniyle asgari koruma tutarının bu şekilde dolanılmaya çalışılmasının engellenmesi kanaatimizce yerindedir.

Tazmin Yönetmeliği m. 16/2 uyarınca, Türkiye’de yerleşik yatırım kuruluşlarının yurtdışındaki merkez dışı örgütleri nezdindeki hesap sahipleri ile yurt dışında ihraç edilen veya çıkarılan sermaye piyasası araçlarına ilişkin tazminin kapsamına, yalnızca merkezi saklama veya teminat tutma işlemleri MKK ve Takasbank’ta gerçekleştirilen nakit ödeme ve sermaye piyasası araçları teslim yükümlülükleri dâhildir.

Yatırım kuruluşları tarafından süresi içinde ödenmeyen aidatlar ya da eksik ödenen aidatlara ilişkin farklar YTM tarafından tahsil edilir ve durum SPK ve TSPB’ye bildirilir (YTM Yönetmeliği m. 23). Dolayısıyla, yatırım kuruluşunun aidat ödememesi durumunda yatırımcılara yine tazminat ödemesi yapılır, yatırımcıların tazmini aidatların ödenmemesinden etkilenmez<sup>1122</sup>. Fakat Tazmin Yönetmeliği m. 16/2 uyarınca tezgahüstü türev araç işlemleri, yatırım kuruluşları tarafından bu araçlara ilişkin YTM aidatlarının ödenmiş olması halinde tazmin kapsamındadır. Başka bir deyişle, yatırım kuruluşları YTM aidatlarını ödememiş ise yatırımcıların tezgahüstü türev araç işlemlerine ilişkin tazmin talepleri karşılanmayacaktır. Daha önce de ifade edildiği üzere Kanun’da yatırımcıların tüm sermaye piyasası araçlarının teslim yükümlülüklerinin tazmin kapsamında olduğu düzenlenmiştir (SerPK m. 82/1). Dolayısıyla, yalnızca payların teslim edilmemesi değil türev araçların teslim edilmemesi nedeniyle oluşan zararların da YTM tarafından tazmin edilmesi gerekir. Kanaatimizce, tezgahüstü türev araç işlemlerine ilişkin böyle bir istisna tanınması yatırımcıların korunması açısından yerinde olmamıştır.

## **VII. Tazmin Koruması Dışındaki Kişi ve Kurumlar**

Tazmin sisteminin kötüye kullanılmasının engellenmesi amacıyla SerPK tarafından bazı yatırımcılar koruma kapsamı dışında bırakılmıştır. Aşağıda sıralanan bu yatırımcılar, yatırım kuruluşunun mali yetersizliği nedeniyle yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ödeme veya sermaye piyasası araçlarının teslim yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle zarara uğramış olsalar dahi YTM’nin korumasından yararlanamazlar.

- Yatırım danışmanlığı hizmeti alan yatırımcıların bu hizmetten kaynaklanan zararları YTM koruması kapsamı dışındadır.

---

<sup>1122</sup> **Kaytaç**, Tazmin, s. 1645.

- Yatırımcıların piyasadaki fiyat hareketlerinden kaynaklanan zararları YTM koruması kapsamı dışındadır. Esasen, yatırımcıların en çok piyasadaki fiyat dalgalanmaları sebebiyle zarar görmesi söz konusu olsa da fiyat dalgalanmaları nedeniyle doğabilecek zararlar sermaye piyasasındaki ticari riskin doğası gereğidir ve tazmin kapsamı dışındadır<sup>1123</sup>.
- Bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçlarından veya suçtan kaynaklanan mal varlığı değerlerini aklama suçundan mahkûm olmuş yatırımcılar, sadece bu söz konusu eylemlerle ilgili alacaklarıyla sınırlı olmak üzere, koruma kapsamı dışındadırlar ve zararları tazmin edilmez<sup>1124</sup> (SerPK m. 84/3, Tazmin Yönetmeliği m. 16/4). Bu hüküm de Avrupa Birliği'nin 97/9/EC sayılı Yatırımcı Tazmin Planları Hakkında Direktif m. 4 hükmü ile paralellik göstermektedir. SerPK m. 84/3 hükmünde Tazmin Yönetmeliği m. 16/4 hükmünde açıkça ikili bir ayırım yapılmıştır: İlk olarak, SerPK m. 106. ve 107. hükümlerinde yer alan suçlardan mahkum olanlar tazmin edilmeyecektir. İkinci olarak da yalnızca SerPK m. 106. ve 107. hükümlerinde yer alan suçlardan değil herhangi bir suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama suçundan mahkum olanlar tazmin edilmeyecektir. İkinci gruptaki mahkumiyetin tüm suçlardan değil de yalnızca SerPK m. 106. ve 107. hükümlerindeki bilgi suiistimali ve piyasa manipülasyonu suçlarından doğan malvarlığı gelirlerini aklama suçundan kaynaklanan zararları kapsadığı belirtilmektedir<sup>1125</sup>. Ancak kanaatimizce, SerPK ve yönetmeliği anılan hükümlerinin lafzı açıktır, yalnızca belirli suçlardan söz edilmemiş. Kanaatimizce TCK anlamında ve diğer mevzuatlarda suç kabul edilen tüm suçlar kastedilmiştir. Anılan hükümlerde geçen “suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama suçu” sadece bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçlarından kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama suçunu değil, anılan yönetmeliğin lafzına uygun olarak kanunlarda öngörülen tüm suçlardan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama suçu anlamına gelmektedir.

<sup>1123</sup> Memiş/Turan, s. 40.

<sup>1124</sup> SerPK m. 84/3 uyarınca bilgi suiistimali suçu ve piyasa dolandırıcılığı suçlarından dolayı haklarında suç duyurusunda bulunulan kişilere yapılacak tazminat ödemeleri anılan bu suçlara ilişkin soruşturmanın başlamasından kararın kesinleşmesine kadar duracaktır.

<sup>1125</sup> Kaytaç, sadece bilgi suiistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçlarından kaynaklanan malvarlığı değerlerinin aklanması suçundan mahkum yatırımcıların zararlarının tazmin dışı olduğunu belirtmektedir. Kaytaç, Tazmin, s. 1642.

- SerPK m. 84/4 hükmünde dört bent halinde sayılan gerçek ve tüzel kişiler de YTM'nin tazmin kapsamı dışında yer almaktadır<sup>1126</sup>. Bu kişiler, yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, şahsen sorumlu ortakları, yatırım kuruluşunda %5 ve daha fazla oranda paya sahip ortaklar, denetim kurulu üyeleri gibi yatırım kuruluşunun yönetiminde az ya da çok etkili olabilecek şahıslar ile bunların eş ve ikinci dereceye kadar kan ve kayın hısımları gibi şahıslardır<sup>1127</sup>. Esasen, ahlaki risk sorununun ortaya çıkabilmesi olasılığı nedeniyle, SerPK m. 84/4 düzenlemesinde sayılan bu kişilerin koruma kapsamı dışında bırakılması yerinde olmuştur. Şöyle ki, 84/4 hükmünde dört bent halinde sayılan gerçek ve tüzel kişiler de bu korumadan yararlanmış olsalar, korumanın verdiği rahatlıkla yaptıkları iş ve işlemlerde gereğinden fazla risk alarak yatırımcıların zarar görme riskinin önünü açabilirler. Yatırımcılar ise korumanın farkında olup nasıl olsa belirli bir miktara kadar uğrayabilecekleri zararın tazmin edileceğinin verdiği güvenle, birlikte çalışacakları yatırım kuruluşlarını seçerken gerekli dikkat ve özeni göstermeyebilirler<sup>1128</sup>. Bu sebeple, ahlaki risk sorununun oluşmasını engelleyebilmek için alınabilecek tedbirlerden biri de mali yetersizliğe düşen yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerinin, pay sahiplerinin ve bunların hısımlarının bu kuruluşlardan YTM'nin tazmin kapsamında olan alacaklarının kapsam dışında tutulmasıdır<sup>1129</sup>. Yatırımcıları korumaya yönelik oluşturulan güvence fonlarının yaratabileceği bu ahlaki risk, özellikle yatırım kuruluşlarının güvence fonuna katılmalarının zorunlu olduğu durumlarda etkisini göstermektedir<sup>1130</sup>. YTM'ye her bir yatırım kuruluşunun katılması zorunludur (SerPK m. 83/2). Bu sebeple, kanaatimizce ahlaki risk sorununun önüne geçilebilmesi bakımından 84/4 hükmünde dört bent halinde sayılan gerçek ve tüzel kişilerin koruma kapsamı dışında tutulması yerindedir.

<sup>1126</sup> Avrupa Birliği'nin 97/9/EC sayılı Yatırımcı Tazmin Planları Hakkında Direktif m. 4/2 hükmü uyarınca, EK-I'de her bir üye ülkenin koruma kapsamı dışında bırakabileceği ya da daha düşük oranda korumadan yararlandırabileceği kişi ve kurumlar sayılmıştır.

<sup>1127</sup> Tam liste için bkz. SerPK m. 84/4: “a) Yatırımcıları tazmin kararı verilen yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ve şahsen sorumlu ortakları, yüzde beş veya daha fazla paya sahip ortakları, denetim kurulu üyeleri veya ilgili yatırım kuruluşları ile aynı grup içinde yer alan diğer şirketlerde benzer konumda olan kişiler ile bu kişilerin eş ve ikinci dereceye kadar kan ve kayın hısımları ile bu kişiler adına hareket eden üçüncü kişiler b) Yatırımcıları tazmin kararı verilen yatırım kuruluşları ile aynı grupta yer alan diğer şirketler c) Bu fıkranın (a) bendinde sayılan gerçek ve tüzel kişilerin yüzde yirmi beş veya daha fazla paya sahip olduğu şirketler ç) Yatırım kuruluşlarının mali sıkıntıya düşmesine neden olan veya finansal durumunun bozulmasına önemli etkileri olan olaylarda sorumluluğu bulunan veya bu olaylardan menfaat sağlayan kişiler”.

<sup>1128</sup> Kılıç, s. 31.

<sup>1129</sup> Kılıç, s. 137.

<sup>1130</sup> Kılıç, s. 31.

- Bankacılık Kanunu ve ilgili mevzuata göre mevduat ya da katılım fonu olarak kabul edilen nakit ödeme yükümlülükleri tazmin edilmezler (YTTTTY m. 16/5). Zira, mevduat veya katılım fonu olarak kabul edilen nakit ödeme yükümlülüklerine, SerPK'daki YTM sistemine ilişkin hükümler uygulanmaz, Bankacılık Kanunu ve ilgili mevzuat uygulanır (SerPK m. 82/2).

### **VIII. Hak Sahibi Yatırımcıların Tazmini Usulü ve Tazminin Kapatılması**

Tazmin kararı verilen yatırımcılara ait olan yatırım kuruluşundaki sermaye piyasası araçları o yatırımcılara teslim edilir. Teslim edilecek bu sermaye piyasası araçları, buldukları her bir hesap bazında ve özellikle yerine getirilmemiş takas yükümlülükleri için mahsup edilir. Tazmin tutarı, kanuni ve akdî şartlar uyarınca yatırım kuruluşunun mahsup ve benzeri talepleri de dikkate alınarak belirlenir (SerPK m. 85/3). YTM, yatırımcıların haklarına, ödediği tazmin tutarı kadar halef olur (SerPK m. 85/4; Tazmin Yönetmeliği m. 18/1).

Yatırımcılara ait sermaye piyasası araçları bu süreçte hak sahiplerine dağıtılır. Yatırım kuruluşundan alacaklı olduğu gibi yatırım kuruluşuna kurtaj ücreti ve/veya masraflar nedeniyle borçlu olan yatırımcılar da olabilir. İşte aynı zamanda yatırım kuruluşuna borçlu olan yatırımcıların tazmin edilebilmesi için ilanda gösterilen sürede bu borçlarını ödemeleri gerekir. İlanda gösterilen sürede borçların ödenmemesi durumunda, bu yatırımcılara ait sermaye piyasası araçlarının dağıtımını tazminin kapatılmasına bırakılır. Bunun nedeni, bu sermaye piyasası araçlarına ilişkin yatırım kuruluşunun genel hükümler uyarınca hapis hakkına sahip olmasıdır (Tazmin Yönetmeliği m. 11/2). Görüldüğü üzere, YTM yatırımcı haklarına halef olurken, aynı zamanda yatırım kuruluşunun yatırımcılara karşı olan birtakım haklarına da halef olmaktadır.

Eğer bir yatırımcı hesabı üzerinde haciz ve/veya tedbir bulunuyorsa ya da yatırımcı hesabı üzerinde rehin hakkı kurulmuşsa, o yatırımcıya yapılacak ödemeler haciz veya tedbirin kalkmasına veya rehin hakkının sona ermesine kadar durur. Uyuşmazlık sebebiyle BİST'e, TSPB'ye veya tahkime gidilmişse burada verilecek kararların kesinleşmesine kadar ödemeler durur. Eğer borsada yatırım kuruluşunun teminatı söz konusuysa, yatırımcının alacağı öncelikle bu teminattan karşılanır.

Yatırımcıların korunması açısından öngörülen bir diğer önemli düzenleme Tazmin Yönetmeliği m. 13/3'te mevcuttur. Kurul tarafından tazmin kararı verildikten sonra



yatırımcının o yatırım kuruluşu nezdinde bulunan sermaye piyasası araçlarına ilişkin bedelsiz sermaye artırım, kupon ödemesi ve benzeri işlemler nedeniyle semereler elde edilmişse bunlar da yatırımcıya aynen iade edilir. Fakat, tazmin kararı alındıktan sonra yatırımcının yatırım kuruluşu nezdinde bulunan nakitine ilişkin herhangi bir faiz uygulanmaz (Tazmin Yönetmeliği m. 14/3).

Tazmin kararı veren Kurul, tazmin sürecinin tamamlanmasından sonra, YTM'nin bildirim üzerine tazmin sürecinin sonlandırılarak tazminin kapatılmasına karar verir. Bir yatırım kuruluşu hakkında alınan tazmin kararı kapatılmış olsa da bu o yatırım kuruluşunun tedrici tasfiyesinin ya da iflâsının istenemeyeceği anlamına gelmez. YTM, yapılan tazmin sürecinin neticelerini, hakkında yatırımcıları tazmin kararı verilen yatırım kuruluşunun tedrici tasfiyesinin ve iflâsının talep edilmesinin uygun olup olmayacağına dair gerekçeli bir öneri hazırlayarak bunu Kurul'a sunar (Tazmin Yönetmeliği m. 18/1).

### **IX. Tedrici Tasfiye**

SerPK m. 86 uyarınca Kurul tarafından bir yatırım kuruluşunun yatırımcılarını tazmin kararı verilirse, o yatırım kuruluşunun -bankalar hariç olmak üzere- tedrici tasfiyesi kararı da verilebilir. Bu durumda tedricî tasfiye işlemleri YTM tarafından yürütülür. Tazmin Yönetmeliği ile tedrici tasfiyeye ilişkin usul ve esaslar düzenlenmiştir.

Tedrici tasfiye, belirli ortaklık tiplerinin ekonomik ve siyasi olarak önem arzetmeleri sebebiyle öngörülmüş olan özel bir tasfiye türüdür<sup>1131</sup>. Yatırım kuruluşları anonim ortaklık olarak kurulmakla birlikte yatırımcıların korunması amacıyla daha sıkı şartlara tabi kılınmışlardır. Bu şartları, yatırım kuruluşlarının hem SPK'dan izin alarak kurulması ve yetki belgesiyle faaliyete başlamasında hem asgari sermaye miktarlarında hem de kurucularda ve çalışanlarda aranılan özel şartlarda olmak üzere birçok yerde incelemeye çalıştık. İşte, yatırım kuruluşlarının, TTK'daki anonim ortaklıklardan farklı şartlara tabi tutulduğu bir diğer düzenleme de, bankalar hariç olmak üzere yatırım kuruluşlarının alelade tasfiye işlemi yerine tedrici tasfiye işlemine tabi tutulmasıdır.

<sup>1131</sup> Tedrici tasfiyeye ilişkin ilk düzenleme mülga 7129 sayılı Bankalar Kanunu'na 28 sayılı KHK ile değişik m. 60 hükmünde, bankalar için yer almaktaydı. Aracı kurumlar için ise mülga 2499 sayılı eSerPK'nın 3794 sayılı Kanun ile değiştirilmeden önceki metninde yer almaktaydı. 3794 sayılı Sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu'nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun ile tedrici tasfiye eSerPK'dan kaldırılmış ve aracı kurumların tasfiyesine ilişkin boşluk oluşmuştur. 558 sayılı KHK ile yeniden kanunda düzenlenen tedrici tasfiye, bu kez anılan KHK'nın Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmesiyle tekrar ortadan kalkmıştır. Son olarak ise 4487 sayılı Kanun ile yeniden eSerPK'da düzenlenmiştir (ESerPK m. 46/B). Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tevetoğlu**, Mali Durum, s. 98 vd; **Türkoğlu**, s. 3, 106.

Alelaide tasfiye işleminin uzun bir sürece yayılması, bu sebeple tasfiye hâlindeki ortaklık alacaklılarının alacaklarına kavuşmalarının uzun sürmesi, bazı hâllerde tüm alacaklıların tatmin edilmesi gereğinden dolayı yatırımcıların alacaklarına kavuşamaması, bu süreçte ortaklık malvarlığı değerlerinin erimesi gibi sebepler ortaya çıkabilir<sup>1132</sup>. Tedrici tasfiye, yatırım kuruluşlarının malvarlığının yatırımcı varlıklarından oluştuğu ve yatırımcıların diğer alacaklılardan öncelikli olduğu anlayışına dayanır; bu nedenle yatırımcı alacaklarının öncelikle tazmin edilmesini amaçlar<sup>1133</sup>.

Tedrici tasfiye ile TTK ve İİK'daki tasfiye hükümleri devre dışı bırakılarak yatırım kuruluşunun hızlı bir şekilde tasfiye edilmesi ve YTM'nin SerPK m. 85 kapsamında tazmin edemediği (2019 yılı için öngörülen 177.681 TL'den fazla zararı olan yatırımcıların zararlarının) zararların tazmin edilmesi ve aynı zamanda YTM'nin yatırımcılara halef olması nedeniyle sahip olduğu alacaklarının ödenmesi amaçlanır<sup>1134</sup> (SerPK m. 86/2 ve Tazmin Yönetmeliği m. 20/4). Zira böylece, yatırım kuruluşlarının iflas etmelerinin yatırımcıların güvenini zedelemesinin ve diğer yatırım kuruluşları ve piyasa üzerinde oluşturacağı olumsuz etkinin de bir nebze de olsa önüne geçilmiş olur.

Tedrici tasfiye ile anonim ortaklıkları için düzenlenen tasfiye arasında belirli farklılıklar bulunmaktadır. Şöyle ki; anonim ortaklıkların tasfiyesi, ortaklık malvarlığının paraya çevrilmesi sonucu borçların ödenmesi, alacaklıların tahsil edilmesi ve geriye kalan bir bakiye varsa bunun tasfiye bakiyesinin dağıtılması kuralları uyarınca ortaklıklar arasında paylaştırılmasını ve nihayetinde ortaklığın kaydının sicilden terkinini amaçlar<sup>1135</sup>. Oysa, tedrici tasfiyede amaç tüm alacaklıların tatmin edilmesi değil, öncelikle yatırımcıların ve yatırımcıların haklarına halef olan YTM'nin alacaklarının ödenmesidir.

Diğer bir farklılık, tasfiyenin ya da tedrici tasfiyenin ortaya çıkma sebepleri ve karar mercii noktasındadır. Anonim ortaklıkların tasfiyesi, kanundaki infisah ve fesih sebepleri gerçekleşmişse meydana gelir iken, tedrici tasfiye yatırım kuruluşunun mali

<sup>1132</sup> **Kayar**, Yatırımcının Korunması, s. 120; Ayhan **Menekşe**, Türk Hukukunda Tedrici Tasfiye, Ankara 1983, s. 4,5.

<sup>1133</sup> TBMM 24. Yasama Dönemi, 3. Yasama Yılı, 337. Sıra Sayısı, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Madde 85 gerekçesi, s. 34, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf> (Erişim Tarihi: 31.03.2019).

<sup>1134</sup> SerPK m. 86/2: “*Tedrici tasfiyenin amacı, tedrici tasfiyesine karar verilenlerin mal varlığını aynen veya nakde çevirmek suretiyle elde edilen bedeli tahsis ederek, 85 inci maddede düzenlenmiş olan tazmin süreci kapsamında yatırımcıların tazmin edilmeyen bakiye alacakları ile YTM'nin yatırımcılara halef olmasından kaynaklanan alacaklarının ödenmesidir*”.

<sup>1135</sup> **Bahtiyar**, Ortaklıklar, s. 388. Anonim ortaklıkların tasfiyesi kavramına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Sami **Karahan**, Anonim Şirketlerde Tasfiye, Konya 1998; Özlem **Karaman Coşgun**, Anonim Şirketin Tasfiyesi, Ankara 2015.

durumunun bozulması üzerine SPK kararı ile ortaya çıkar. İlk durumda tasfiye kararını anonim ortaklık genel kurulu ya da mahkeme alırken, ikinci durumdaki tedrici tasfiye kararını SPK alır. Bu da, tedrici tasfiyeyi tasfiyeden ayıran diğer bir farklılıktır.

Ayrıca, anonim ortaklıkların tasfiyesinde ortaklık organları varlıklarını sürdürür; fakat ortaklık organlarının görev ve yetkileri tasfiye memurlarınca gerçekleştirilemeyen ancak tasfiye için zorunlu olan işlemlerle sınırlıdır (TTK m. 535). Tedrici tasfiyede ise yatırım kuruluşunun görev ve yetkileri sona erer ve tedrici tasfiye tasfiye sürecini YTM yürütür. Bu durum da anonim ortaklıkların tasfiyesini tedrici tasfiyeden ayıran bir diğer farklılıktır<sup>1136</sup>.

Tüm bu bilgiler ışığında tedrici tasfiye, yatırım kuruluşunun hesaplarının ve işlemlerinin incelenerek aktif ve pasifi arasındaki farkın tespit edilmesi ve bu farkın kademeli şekilde paraya dönüştürülerek borçlarının ödenmesi olarak tanımlanabilir<sup>1137</sup>. Tedrici tasfiye ile yatırım kuruluşunun nakiti ile YTM tarafından satılıp nakde çevrilen malvarlığı tasfiye bakiyesini meydana getirir ve bu tasfiye bakiyesinden tazmin sürecinde alacağının tümü karşılanmamış hak sahiplerinin bakiye alacakları, kamu alacakları, YTM'nin halef olmasından kaynaklı alacakları ile tasfiye gideri olarak katlandığı alacakları ve varsa diğer alacaklıların alacakları ödenir.

Alacaklıların, alacaklılar cetveline itirazda bulunabileceklerini ifade etmiştik. Eğer YTM yapılan itirazı uygun görmemişse alacaklının itiraza konu alacağı oranında tutar, ilanı takip eden dördüncü ayın bitimine kadar bloke edilir ve alacaklının bu sürede mahkemeye başvurması beklenir. Alacaklı mahkemeye başvurmuşsa, kadar bu tutar dava sonuçlanana bloke edilir. 4 aylık süre içinde mahkemeye başvurulmaz ya da açılan dava reddedilirse blokaj kaldırılır (Tazmin Yönetmeliği m. 12/1).

Bir yatırım kuruluşu hakkında tedrici tasfiye kararı verilmesi, bu kurumun malvarlığıyla ilgili tüm tasarruf yetkisinin YTM'ye geçmiş olması anlamına gelir<sup>1138</sup>.

<sup>1136</sup> **Türkoğlu**, s. 108. Ayrıca tedrici tasfiyenin iflastan farkları için bkz. s. 111 vd.

<sup>1137</sup> **Menekşe**, s. 40; **Tevetoğlu**, Mali Durum, s. 88.

<sup>1138</sup> Tedrici tasfiye kararıyla birlikte bir takım koruma tedbirleri de öngörülmüştür. Tazmin Yönetmeliği m. 24: “(1) YTM, yatırım kuruluşunun aktif ve pasifini tespit eder. İlgililerin tedrici tasfiye kararının verilmesinden sonra vadesi gelen sözleşmelerinden doğan hak ve borçları da vadeleri itibarıyla belirlenir. İlgili mevzuat uyarınca verilmiş teminatlar da aktifin hesabında dikkate alınır.

(2) YTM, tasfiye kapsamında yer alan gerçek hak sahiplerini ve bunların alacak ve borç tutarlarını tazmin sürecinde elde edilen bilgi ve belgelere dayanarak tespit eder.

(3) YTM'nin, yatırımcıların tazmini dolayısıyla yatırımcılara halef olmasından kaynaklanan alacakları ile tasfiye giderleri de aktif ve pasifin tespitinde YTM alacağı olarak dikkate alınır.

Yatırım kuruluşunun genel kurul ve yönetim kurulu organlarının görev ve yetkileri sona erer ve tasfiye işlemi neticelenene kadar bu görev ve yetkiler YTM tarafından yerine getirilir. Tasfiyeye TTK, İİK ve diğer mevzuata ilişkin ilgili hükümler uygulanmaz. Yatırım kuruluşu hakkında 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsili Usulü Hakkında Kanun<sup>1139</sup> uyarınca takip yapılamaz, daha önceden yapılan takipler durur. Görüldüğü üzere, yatırım kuruluşuyla ilgili TTK ve İİK'dan ayrılan oldukça sıra dışı bir rejim yürütülmeye başlanır<sup>1140</sup>. Tedrici tasfiyenin neticelendiğinin ilanı ile birlikte ise başkaca bir işleme gerek kalmaksızın, o yatırım kuruluşunun tedrici tasfiye kararı tarihinden önceki genel kurul ve yönetim kurulu organları görev ve yetkilerini tekrar üstlenirler (Tazmin Yönetmeliği m. 21).

YTM, tedrici tasfiye amacını gerçekleştirmek üzere yatırım kuruluşunun malvarlığını satarak nakde çevirir. Buna göre, yatırım kuruluşunun malvarlığına dahil sermaye piyasası araçlarından, m. 13/2 saklı kalmak üzere, borsalar ve organize diğer piyasalarda işlem görenler ilgili borsa ya da teşkilatlanmış piyasada, borsalar ve organize diğer piyasalarda işlem görmeyenler ise rayiç bedel üzerinden satılarak nakde çevrilir. Sermaye piyasası araçları dışındaki taşınır ve taşınmaz malların nakde çevrilmesine ilişkin usule ise SPK'nın uygun görüşü alınarak YTM tarafından karar verilir. Nakde çevirme için yapılan satışlarda, SPK, MKK, BİST, YTM ve Takasbank'ın personeli ile bunların eşleri, üçüncü dereceye kadar kan ve kayın hısımları (bunlar da dahil olmak üzere) ve bunlarla doğrudan veya dolaylı ilişkide bulunan kişiler, borsalar ve organize diğer piyasalarda yapılan satışlar haricinde yapılan satışlardan alım yapamazlar (Tazmin Yönetmeliği m. 26).

Yatırım kuruluşu malvarlığının nakde çevrilmesiyle birlikte, yatırımcıların tazmin sürecinde tazmin edilmeyen alacaklarını gösteren bir dağıtım listesi oluşturulur. Bu liste uyarınca yapılacak ödemelerin esasları, ödemelerin yapılacağı tarih ve yerler ile listenin temin edilebileceği yerler de ilan edilir (Tazmin Yönetmeliği m. 28/2).

Yatırım kuruluşunun malvarlığının nakde çevrilmesiyle oluşturulan tasfiye bakiyesi eğer alacakların tümünü karşılamaya yetmezse; ödemeler garameten yapılır<sup>1141</sup>. Başka bir

---

(4) *Tedrici tasfiye kararını takiben ilgili mevzuat uyarınca verilmiş teminatlar, YTM'nin talebi üzerine ilgili kuruluş tarafından on iş günü içinde nakde çevrilerek YTM'ye ödenir. Ancak, tedrici tasfiye kararının alındığı tarih itibarıyla, ilgili mevzuat uyarınca yatırım kuruluşlarının borsalar ve takas kuruluşu nezdinde bulunan teminatları; incelemesi devam eden uyumsuzluklara konu yatırımcı alacaklarının cari tutarı ilgili borsa veya takas kuruluşu tarafından bloke edilmek suretiyle YTM'ye devredilir*".

<sup>1139</sup> 28.07.1953 tarihli ve 8469 sayılı RG'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>1140</sup> **Tekinalp/Çamoğlu**, s. 46.

<sup>1141</sup> Hasan **Pulaşlı**, Şirketler Hukuku Şerhi, C. III, Ankara 2018, § 62, N. 36, s. 2532.

deyişle, tasfiye bakiyesi söz konusu alacaklar toplamına bölünür ve bulunan oran dikkate alınarak ödemeler yapılır (Tazmin Yönetmeliği m. 29/1).

YTM, yatırım kuruluşunun alacaklarının tahsili işlemlerini de yürütür. Vadesi gelmiş alacakların tahsili ve varsa ipoteklerin paraya çevrilmesi için yasal işlemler YTM tarafından yapılır. Vadesi gelmemiş alacaklar için ise vadenin beklenmesi gerekir. Fakat karşılıklı anlaşma sağlanırsa, vadeden önce tahsil de söz konusu olabilir. Ancak tüm alacakların tahsilinin beklenmesi süreci uzatabileceği için alacakların tahsili işlemlerinin tamamlanması beklenmeksizin de mevcutların dağıtımını gerçekleştirilebilir (Tazmin Yönetmeliği m. 27).

SerPK ile Kurul'a tazmin kararı verilen yatırım kuruluşlarının tedrici tasfiyesine karar verebilme yetkisi verilmesi kanaatimizce yerinde olmuştur. Çünkü, mali yetersizliğe düşen aracı kurumun TTK ve İİK hükümleri uyarınca tasfiyesinin beklenilmesi süreci uzatmakta ve enflasyon oranının yüksek olduğu ülkemizde yatırımcıların daha fazla mağdur olmalarına yol açmaktadır. Tedrici tasfiye, yatırımcının yatırım kuruluşundan olan alacaklarının paraya çevrilerek nakit olarak verilmesi yerine aynen teslim edilebilmesi bakımından da TTK ve İİK tasfiye hükümlerine oranla avantajlıdır<sup>1142</sup>.

Yatırımcıları tazmin kararı verilen bir yatırım kuruluşunun tekrar yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunabilmesi, tazminden doğan ve tüm ödeme ve giderlerin anapara ve yasal faiziyle birlikte YTM'ye geri ödenmesi şartına bağlıdır (SerPK m. 85/5). Zira, YTM, ödediği tazmin tutarı kadar yatırımcıların haklarına halef olur (SerPK m. 85/4).

Tedrici tasfiyenin kapanmasına karar verme yetkisi de SPK'dadır. Ancak bunun için YTM'nin SPK'ya başvurusu gerekir. Bu tedrici tasfiyenin kapanması için önşarttır<sup>1143</sup>.

#### § 4. UYUŞMAZLIKLARIN ÇÖZÜMÜ

Sermaye piyasasında yatırımcının korunmasının en önemli yollarından biri hiç kuşkusuz yatırımcının karşı karşıya kaldığı uyuşmazlıkların en kısa sürede ve tatmin edici bir biçimde çözümlenmesidir.

Sermaye piyasasından kaynaklı uyuşmazlıklarda yargı yoluna ya da tahkime gidilmesi uyuşmazlıkların uzun sürede ve daha masraflı şekilde çözülmesine yol

<sup>1142</sup> Aynı görüşte bkz. **Sönmez**, Aracı Kurum, s. 189; **Kılıç**, s. 135.

<sup>1143</sup> **Türkoğlu**, s. 143.

açmaktadır. Bunun yanında, mahkemelerde ya da hakem heyeti önünde çözülen uyuşmazlıklar taraflar arasındaki ticari ilişkileri tamir edilemeyecek şekilde zedelemektedir. Dahası, sermaye piyasasında meydana gelen uyuşmazlıkların çözümü için sermaye piyasası hukuku konusunda uzman hakimlerden oluşan özel görevli mahkemeler mevcut değildir. Bu durum da hakimlerin mutlaka bilirkişi incelemesi yaptırmasına yol açmakta ve çoğunlukla bilirkişi raporu sonucu tespit edilen hususlara uygun karar alınmasına sebep olmaktadır. Bu sebeple, öteden beri, sermaye piyasasındaki uyuşmazlıklar için taraflar arasında alternatif çözüm yollarına gidilmesi, bu bağlamda arabuluculuk yapacak olan üçüncü bir kişinin tavsiyeleri ve yönlendirmeleriyle uyuşmazlıkların çözülmesi tavsiye edilmiştir<sup>1144</sup>.

Uyuşmazlıkların genel yargı yolu ile çözülmesinin haricinde alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleriyle çözülmesinde borsalar ya da TSPB gibi öz-düzenleyici kuruluşlar etkili olmaktadır. Bu amaçla, sermaye piyasası hukukunda işlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşlarının kendi aralarındaki ve müşteriler ile işlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşları arasındaki borsa işlemlerinden kaynaklı uyuşmazlıkların Borsa Yönetim Kurulu tarafından oluşturulan Uyuşmazlık Komitesi önünde çözülmesi imkânı getirilmiştir. Borsa işlemi dışındaki uyuşmazlıkların ise TSPB Müşteri Uyuşmazlıkları Hakem Heyeti önünde çözümü mümkün kılınmıştır. Genel yargı yoluna alternatif bu uyuşmazlık çözüm yollarının haricinde ayrıca 01.01.2019 yılından itibaren ticari davalarla ilgili zorunlu arabuluculuk yöntemi de getirilmiştir. Kanaatimizce tüm bu alternatif uyuşmazlık çözüm yolları, sermaye piyasasıyla ilgili uyuşmazlıkların bu konuda uzman heyetler ya da arabulucular tarafından çözüme kavuşturulması yolunu açtığı, uyuşmazlıkların yatırımcılar lehine daha az masraflı ve kısa sürede çözümünü sağlağı için yatırımcının korunması açısından yerindedir.

## **I. Genel Yargı Yolu ve Zorunlu Arabuluculuk Yöntemi**

Yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasındaki uyuşmazlıklar her zaman genel mahkemelerde çözülebilir. Bu hem borsa dışı uyuşmazlıklar hem de borsa uyuşmazlıkları için söz konusudur (BİST Yönetmeliğı m. 47/3).

---

<sup>1144</sup> Sermaye piyasasındaki uyuşmazlıklarda arabuluculuk yönteminin uygulanmasının avantajlarıyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Ayça **Özer**, Aracı Kuruluşlar ile Yatırımcılar Arasında Sermaye Piyasası Faaliyetlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Arabuluculuk Yöntemi, SPK Yeterlik Etüdü, 2004.

Genel yargı yolu için yetkili mahkeme, eğer çerçeve sözleşmede gösterilmişse<sup>1145</sup> o yer mahkemesidir. Çerçeve sözleşmeye yetki şartı konulmamış ise sermaye piyasası işlemlerinden doğan davalar için ayrıca yetkili mahkeme belirtilmediğinden HMK m. 6 uyarınca davalının dava açıldığı tarihteki yerleşim yeri mahkemesi ya da HMK m. 10 uyarınca sözleşmenin ifa edileceği yer mahkemesidir.

Asliye Ticaret Mahkemeleri'nde ticari davalar çözüme kavuşturulur. TTK m. 4/1-e uyarınca borsaya özgü özel hükümlerden doğan uyuşmazlıklar mutlak ticari dava sayılır ve Asliye Ticaret Mahkemeleri'nin görev alanına girer. Mutlak ticari davalarda tarafların tacir olup olmaması ya da yapılan işin ticari olup olmaması önem arz etmez. TBK'daki komisyon sözleşmesine ilişkin m. 532 ilâ m. 545 hükümleri arasındaki konulardan kaynaklanan uyuşmazlıklar da mutlak ticari davalardır (TTK m. 4/1-c). Bu hükümler arasındaki sözleşme, alım satım komisyonculuğu sözleşmesidir. Dolayısıyla, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki komisyon sözleşmesi niteliğindeki bireysel sözleşmelerden kaynaklı uyuşmazlıklar da ticari dava olduğu için Asliye Ticaret Mahkemeleri'nde görülür.

Ticari dava aynı zamanda tüketici işlemine konu ise ve tüketici tarafından açılmış ise bu durumda tüketici mahkemelerinde görülebilir veya tüketici hakem heyetine başvurulabilir<sup>1146</sup> (TKHK m. 73/1). Daha önce de ifade ettiğimiz üzere, yatırımcının yatırım kuruluşlarından yatırım hizmet ve faaliyeti alması durumunda kanaatimizce tüketici sıfatına sahip olması nedeniyle bu durumda dava ticari dava olsa da davanın tüketici mahkemelerinde açılması gerekir.

TTK m. 4/1 uyarınca mutlak ticari davalar dışındaki konularla ilgili olan ve her iki tarafın ticari işletmesiyle ilgili hususlardan doğan davalar da ticari davadır. Bunlar, nispi ticari dava olarak adlandırılır. Çalışmamızın konusu bakımından incelediğimiz bireysel yatırımcılar ticari işletmelerini ilgilendiren işlemler yapmadıkları için hiçbir zaman nispi ticari davanın konusunu oluşturmayacaktır.

SerPK m. 65/11 hükmünde borsalara karşı açılacak davaların adli yargıda görüleceği belirtilmiştir. Daha önce de ifade edildiği üzere sermaye piyasasından doğan uyuşmazlıkları çözmek için özel görevli mahkeme oluşturulmamıştır. Oysa, sermaye

<sup>1145</sup> Yatırımcı aynı zamanda tüketici sıfatını haiz ise yatırımcının çerçeve sözleşmedeki yetki şartının HMK m. 17 hükmüne aykırı olduğunun ilk itiraz olarak her zaman ileri sürebileceği hakkında bkz. Yukarıda, Üçüncü Bölüm, § 1, III, D, 1, a.

<sup>1146</sup> **Bahtiyar**, Ticari İşletme, s. 96.

piyasasında yaşanan hızlı gelişmeler ve değişimler, yeni sermaye piyasası araçlarının ortaya çıkışı özel uzmanlık alanı oluşturmaktadır. Sermaye piyasası uyuşmazlıklarına bakan görevli mahkemeler, konunun teknik olması dolayısıyla bilirkişi incelemesi yaptırmakta ve zaten iş yükü ağır olan mahkemelerde görülen davalar uzamaktadır. Bu da yatırımcının zararını artırmakta, alacağına kısa sürede kavuşamayan yatırımcı dava sonuçlanıncaya kadar sermaye piyasalarına yatırım yapmamaktadır. Bu sebeple, sermaye piyasasından doğan uyuşmazlıklar için özel görevli mahkemelerinin görevlendirilmesi yatırımcıların korunması açısından yerinde olur<sup>1147</sup>.

01.01.2019 tarihi itibarıyla yürürlüğe giren ve 7155 sayılı Abonelik Sözleşmesinden Kaynaklanan Para Alacaklarına İlişkin Takibin Başlatılması Usulü Hakkında Kanun'un<sup>1148</sup>20 maddesi ile TTK'ya eklenen m. 5/A hükmü ile bazı ticari davalar için dava şartı olarak arabuluculuk çözüm yolu öngörülmüştür. Bu davalar mutlak ticari davalardan ve diğer kanunlarda belirtilen ticari davalardan, konusu bir miktar paranın ödenmesi olan tazminat talepli davalardır. Bu davalar açılmadan evvel arabulucuya başvurma dava şartı getirilmiştir. Bu uyuşmazlık konularıyla ilgili taraflar genel yargı yoluna gitmeden evvel arabuluculuğa başvurmak zorundadırlar.

Bu hususta, sermaye piyasasından kaynaklı hangi uyuşmazlıkların zorunlu arabulucuya gitmesinin gerektiğini tespit etmek gerekmektedir.

Mutlak ticari davalar, TTK m. 4/1'de altı bent hâlinde sayılan davalardır. Buna göre, öncelikle belirtmek gerekir ki borsaya özgü özel hükümlerden doğan uyuşmazlıklar mutlak ticari davalardan sayıldığı için (TTK m. 4/1-e) eğer bu davanın konusu bir miktar paranın ödenmesi olan tazminat talebi ise bunlar için genel yargı yoluna başvurmadan önce dava şartı olarak arabulucuya başvurulmalıdır. İkinci olarak, TBK'nın komisyon sözleşmesine ilişkin 532 ilâ 545 hükümlerinde öngörülen hususlardan doğan davalar da mutlak ticari davalardan olduğu için bu davaların konusu da bir miktar paranın ödenmesini oluşturan tazminat talebiyse bunlarda da öncelikle dava şartı olarak arabulucuya başvurulması gerekir. Dava açan taraf, arabuluculuğa başvurulup uzlaşma sağlanamadığına ilişkin son tutanağın aslını veyahut da arabulucu tarafından onaylanan bir örneğini dava dilekçesine eklemelidir. Tutanak dava dilekçesine eklenmemişse hakim 1 hafta kesin süre verir aksi durumda davayı usulden reddeder (HUAK m. 18/A/2).

<sup>1147</sup> Aynı yönde bkz. **Kara**, s. 309.

<sup>1148</sup> 19.12.2018 tarihli ve 30630 sayılı RG'de yayınlanmıştır.



## II. Tahkim Yolu

Bilindiği üzere sermaye piyasalarında alım satım aracılık faaliyetleri, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında imzalanan bir çerçeve sözleşme çerçevesinde yürütülmektedir. Bu nedenle tarafların sözleşmelerinde tahkim şartı öngörebilmeleri mümkün hale gelmektedir. Böyle bir durumda taraflar uyuşmazlığı yargıya götürmek yerine hakem heyetine götürebilirler. Çerçeve sözleşmede tahkim şartı yer almasa dahi taraflar uyuşmazlık meydana geldikten sonra da anlaşarak yargı yolu yerine tahkime başvurabilirler<sup>1149</sup>.

Tarih boyunca, sermaye piyasasından kaynaklanan uyuşmazlıklarda tahkimin kullanılması öncelikle yalnızca borsa üyelerinin birbirleri arasındaki uyuşmazlıklarda söz konusu olmuş, borsa üyeleri ve yatırımcılar arasında öngörülmesi mümkün kılınmamıştır<sup>1150</sup>. Bunun nedeni, borsa üyeleri ve yatırımcılar arasındaki uyuşmazlıklarda tahkim kurallarının kullanılmasının yatırımcının haklarını zedeleyeceği düşüncesidir. Bu düşüncenin altında yatan neden öncelikle yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasında imzalanan çerçeve sözleşmelerin yatırım kuruluşları tarafından tek taraflı olarak önceden hazırlanması ve bu sözleşmelerde yer alan tahkim şartının da yatırımcılara zorunlu olarak kabul ettirilmiş olmasıdır.

ABD’de, halka açık anonim ortaklıkların anasözleşmelerinde tahkim şartının yer almasının, küçük yatırımcıların korunması açısından sorun teşkil edeceğiyle ilgili SEC’in olumsuz bakış açısı mevcuttur. SEC, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu m. 14 ve 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu m. 29/a uyarınca, bu kanunlar tarafından konulan küçük yatırımcıları koruyucu önlemlerden feragat eden hükümlerin geçersiz olduğu gerekçesiyle halka açık anonim ortaklıkların anasözleşmelerinde tahkim şartına yer verilmesinin mümkün olamayacağını, ortaklıkların halka arz edeceği paylarının ancak ortaklık anasözleşmelerinden tahkim şartının çıkarılması durumunda kayda alınacağını belirtmektedir<sup>1151</sup>.

Kanaatimizce SEC’in bu bakış açısı yalnızca halka açık anonim ortaklık bünyesinde meydana gelebilecek uyuşmazlıklarda tahkim şartının öngörülememesiyle

---

<sup>1149</sup> **Kuru**, Medeni Usul, s. 669.

<sup>1150</sup> **Mete Tevetoğlu**, Sermaye Piyasasında Uygulanacak Hukuk ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim, Ankara, 2010, s. 220.

<sup>1151</sup> Halka açık anonim ortaklıkların anasözleşmelerine “tahkim şartı” konulması ve bunun yatırımcının korunmasıyla bağlantısıyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. **Tolga Ayoğlu**, Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim, İstanbul, Ocak 2018, s. 14 vd.

İlgili olup yatırımcının bir yatırım kuruluşuyla imzaladığı ve tamamen borçlar hukuku düzeninde kalan çerçeve sözleşmede tahkim şartının öngörülmesini engellemektedir. Nitekim, ABD Federal Temyiz Mahkemesi'nin önüne gelen yatırımcının menkul kıymet satımında hile yapıldığı iddiasıyla bir aracı kuruma karşı açtığı davada da yatırımcı ve aracı kurum arasında imzalanan aracılık sözleşmesinde tahkim şartı yer almasının Securities Exchange Act m. 29/a hükmünü ihlâl etmediği sonucuna varmıştır<sup>1152</sup>. Bize göre, sermaye piyasasından doğan uyuşmazlıkların çözümlenmesinde tahkim şartının öngörülememesinin sebebini yatırımcının korunması olarak göstermek yersizdir. Zira, sermaye piyasası sektöründeki öz-düzenleyici kuruluşların sundukları tahkim uygulaması sektörde uzmanlaşmış hakemlerin bu uyuşmazlıkları çözmesini sağladığından her hâlde özel ihtisas mahkemeleri bulunmayan bir genel yargı yolundan daha koruyucudur. Nitekim, öz-düzenleyici kuruluşlar tarafından yerine getirilen tahkim uygulamasının gözetim ve denetiminin<sup>1153</sup> SPK ve diğer ülkelerdeki muadili kurum tarafından yapılacağı da göz önünde bulundurulduğunda kanaatimizce yatırımcının korunması açısından bir çekinceye yol açmamalıdır<sup>1154</sup>.

Ne var ki, ülkemizdeki yatırım kuruluşlarının üyesi olduğu öz-düzenleyici kuruluş TSPB'den önceki dönemde var olan TSPAKB tarafından "TSPAKB Tahkim Kuralları"<sup>1155</sup> yayınlanmıştı. TSPAKB Tahkim Kuralları güncellenmemiş olup tahkim uygulaması şu anda uygulanmamaktadır.

TSPAKB Tahkim Kuralları uyarınca eğer TSPAKB üyeleri ve müşteriler yazılı olarak aralarındaki uyuşmazlığın TSPAKB Tahkim Kuralları uyarınca çözüleceğini açıkça kararlaştırmışlar ise taraflar arasındaki borsa işlemi dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıklar TSPAKB Tahkim Kuralları çerçevesinde çözüme kavuşturulabiliyordu. Borsa işlemi dışındaki uyuşmazlıkların TSPAKB tarafından oluşturulan hakem listesinden hakem atamak suretiyle tahkim yoluyla çözülebiliyordu<sup>1156</sup>. Ancak uygulamada bu çözüm yoluna başvurunun çok tercih edilmemesi nedeniyle söz konusu bu tahkim kuralları TSPB nezdinde güncellenmemiştir. Oysa, TSPB'nin görevlerinden biri de üyelerinin yatırım hizmet ve faaliyetlerinden doğan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümünün

---

<sup>1152</sup> Ayoğlu, Tahkim, s. 21.

<sup>1153</sup> Öz-düzenleyici kuruluşların gözetim ve denetimi de sermaye piyasası yatırımcılarının korunması açısından gereklidir, İsmail Kayar, Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Etik Kurallar, İstanbul 2002, s. 4.

<sup>1154</sup> Bkz. Tevetoğlu, s. 358, dn. 1394'teki yazarlar.

<sup>1155</sup> Bkz. TSPAKB Tahkim Kuralları [https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/IHIM\\_Mevzuat\\_Birlik\\_Mevzuati\\_tspakb\\_tahkim.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/IHIM_Mevzuat_Birlik_Mevzuati_tspakb_tahkim.pdf) (Erişim Tarihi: 30.01.2019).

<sup>1156</sup> Bkz. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Statüsü, m.6/g.

sağlanması amacıyla tahkime ilişkin gereken altyapıyı kurmak ve yönetmektir (SerPK m. 74/2-g ve TSPB Statüsü m. 7/1-i). Ancak TSPAKB Tahkim Kuralları şu anda uygulanmadığı için bu amaç gerçekleştirilememektedir. Bunun yerine uygulamada, TSPB üyeleri ve müşteriler arasındaki borsa işlemi dışındaki işlemlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların çoğunlukla TSPB Müşteri Uyuşmazlıkları Hakem Heyeti nezdinde çözüme kavuşturulduğu görülmektedir. Kanaatimizce bunun sebebi, yatırımcıların TSPB Müşteri Uyuşmazlıkları Hakem Heyeti'ne ücretsiz olarak başvurabilmesidir. Ancak yatırımcıya borsa dışı uyuşmazlıkların çözümü için seçim hakkı tanınması açısından TSPB Tahkim Kurallarının güncellenmesi ve sektörde uzman hakemlere başvurulmasının yolunun açılması da kanaatimizce yerinde olur.

### **III. Uyuşmazlıkların TSPB Müşteri Uyuşmazlıkları Hakem Heyeti Yoluyla Çözümü**

TSPB Müşteri Uyuşmazlıkları Hakem Heyeti oluşturulmuştur. Bu heyet, SerPK m. 74/2-g ve TSPB Statüsü m. 7/1-j,k ve TSPB Müşteri Uyuşmazlıkları Hakem Heyeti Yönergesi (Hakem Heyeti Yönergesi) kapsamında oluşturulmuştur. Bu düzenlemenin amacı, borsa dışı uyuşmazlıkların çözümü için genel yargı yoluna gitmek zorunda kalmaksızın, hakem heyeti yoluyla hızlı şekilde sonuca ulaşmalarını sağlamaktır. Yatırımcılar, TSPB Hakem Heyeti'nin çözüm hizmetinden ücretsiz olarak yararlandıkları için uygulamada yatırımcıların borsa dışı uyuşmazlıklar için genel yargı yoluna gitmek yerine çoğunlukla öncelikle bu yola başvurdukları görülmektedir. Zira bu durum, uyuşmazlıkların hızlıca ve sermaye piyasasında uzman heyet tarafından çözümünü sağlamaktadır. Bu çözüm yolu ihtiyari olup tarafların her daim genel yargı yoluna başvuru hakları saklıdır.

TSPB Hakem Heyeti, yatırımcılar ile TSPB üyeleri arasında meydana gelen borsa işlemi dışındaki sermaye piyasası uyuşmazlıklarından doğan yatırımcıların tazminat talepli başvurularını inceler. Borsa işlemlerine ilişkin uyuşmazlıklar için aşağıda açıklanan Borsa Yönetim Kurulu'nun çözüm yoluna başvurulur. Ayrıca sıralanan şu uyuşmazlıkların çözümü de TSPB Hakem Heyeti'nin yetkisi dışında olup bunlara ilişkin başvurular Heyet'e iletilmeden sekreteryaya tarafından reddedilir: Sermaye piyasası faaliyeti haricindeki uyuşmazlıklar, iflasına ya da tasfiyesine karar verilen ya da faaliyetleri tamamen durdurulan TSPB üyesiyle ilgili uyuşmazlıklar, suç kabul edilen fiillere ilişkin uyuşmazlıklar, yargıya ya da tüketici hakem heyetine iletilmiş olan başvurular, adli

yargının görev alanı içindeki konulara ilişkin uyuşmazlıklar, Heyet tarafından daha önce karara bağlanmış olan uyuşmazlıklar, müşterinin başvuru hakkı saklı kalmak kaydıyla müşteri ile ilgili TSPB üyesi arasında çözülmüş olan uyuşmazlıklar, müşteri ile TSPB üyesi arasında yazılı anlaşma sağlanmış olan hususlar ile yazılı olarak ibra edilmiş olan işlemler (Hakem Heyeti Yönergesi m. 8/1).

Yatırımcılar doğrudan TSPB Hakem Heyeti'ne başvuramamaktadırlar. TSPB Hakem Heyeti'ne başvurulmadan önce yatırımcı tarafından, uyuşmazlığa konu eylem ya da işlemin gerçekleştiği tarihten itibaren en geç 5 yıl içerisinde ilgili TSPB üyesi yatırım kuruluşuna başvuru yapılması önşartı mevcuttur (Hakem Heyeti Yönergesi m. 8/1-b). Aksi hâlde başvuru Hakem Heyeti sekreteryası tarafından reddedilecektir.

TSPB üyesi yatırım kuruluşu, başvuruyu aldıktan itibaren otuz gün içerisinde yatırımcıya olumlu ya da olumsuz bir cevap vermelidir (Hakem Heyeti Yönergesi m. 10/1). Eğer yatırımcı bu önşartı gerçekleştirmeden TSPB Hakem Heyeti'ne başvurmuşsa, başvuru Hakem Heyeti sekreteryası tarafından ilgili TSPB üyesi yatırım kuruluşuna yönlendirilir. TSPB üyesi yatırım kuruluşu tarafından yatırımcıya olumsuz bir cevap verilmesi, tatmin edici bir cevap verilmemesi ya da hiç cevap verilmemesi durumunda yatırımcı cevabın kendisine tebliği tarihinden ya da hiç cevap verilmemesi durumunda otuz günlük sürenin geçmesinden itibaren altmış gün içerisinde TSPB Hakem Heyeti'ne başvuruda bulunmalıdır (Hakem Heyeti Yönergesi m. 10/2). Altmış günlük süre geçtikten sonra Heyet'e başvurular reddedilecektir (Hakem Heyeti Yönergesi m. 8/1-a).

TSPB Hakem Heyeti, maddi zararın ödenmesi talepli uyuşmazlıkların çözümünü inceler. Eğer uyuşmazlık konusu içerisinde manevi zarar tazmini talebi de varsa Heyet bu konuda görevsizlik kararı verir ve sadece maddi zararın ödenmesi talebini çözüme kavuşturur (Hakem Heyeti Yönergesi m. 8/2). Bu durumda manevi zararının tazmini için yatırımcının genel yargı yoluna başvurması gerekir.

Bazı durumlarda uyuşmazlık çözümü için başvuru, uyuşmazlığın tarafları tarafından yapılmayıp, SPK tarafından TSPB'ye yönlendirilmektedir. Şöyle ki; taraflar uyuşmazlık konusuyla ilgili doğrudan SPK'ya başvurmuşlarsa ya da diğer kamu kurum ve kuruluşlarına doğrudan başvurup bu kuruluşlar uyuşmazlık konusunu SPK'ya iletmişlerse bu durumda SPK uyuşmazlığın çözümünü TSPB'den isteyebilir. Böylesi bir durumda uyuşmazlığın taraflarının TSPB'ye başvuruda bulunması aranmaz (Hakem Heyeti Yönergesi m. 9). Böylece, taraflar doğrudan TSPB Hakem Heyeti önünde uyuşmazlığın

çözümünü talep etmemiş olsalar da uyuşmazlık TSPB Hakem Heyeti tarafından çözüme kavuşturulur. Kanaatimizce, ihtiyari bir uyuşmazlık çözüm yöntemi olan TSPB Hakem Heyeti çözüm yolu, SPK'nın uyuşmazlık konusundan haberdar olmasıyla birlikte zorunlu bir çözüm yoluna dönüşebilmektedir. Ancak tarafların her daim genel yargı yoluna başvurma hakları mevcut olduğu için bu husus yatırımcının yargı yoluna başvurma hakkını elinden almamaktadır.

Başvurunun usulüne uygun olarak yapıldığının tespit edilmesinden sonraki 5 gün içerisinde, uyuşmazlığın tarafı TSPB üyesinin uyuşmazlıkla ilgili bilgi ve belgeleri Heyet'e iletmesi yazılı olarak istenir. Talebin kendisine tebliğinden itibaren otuz gün içerisinde TSPB üyesinin bu bilgi ve belgeleri Heyet'e iletmesi gerekir. Mücbir sebep belirtilmeksizin bu süre içerisinde sunulmayan evraklar Heyet tarafından dikkate alınmaz. Heyet, tüm delilleri toplayıp gerektiğinde uyuşmazlık taraflarını da davet edip dinledikten sonra karar verir. Heyet'in verdiği karar TSPB üyesi açısından uyuşmazlıkla ilgili TSPB'nin kararı hükmündedir (Hakem Heyeti Yönergesi m. 14/3). Uyuşmazlık, başvuru tarihinden itibaren doksan gün içerisinde sonuçlandırılır. Ancak uyuşmazlık konusuyla ilgili ek inceleme gerektiren bir husus varsa bu süre bir kereye özgü olmak üzere otuz gün daha uzatılabilir. Heyet'in kararı 10 iş günü içerisinde taraflara tebliğ edilir ve SPK'ya da bildirilir. Taraflar, kararın tebliğinden itibaren 10 iş günü içerisinde karara karşı SPK nezdinde itiraz edebilirler. Eğer taraflar karara itiraz etmezlerse karar kesinleşir. SPK'nın itiraz üzerine verdiği karar da kesindir.

Hakem Heyeti Yönergesi m. 14/5 hükmü uyarınca, uyuşmazlık tutarı Tüketici Hakem Heyetleri Yönetmeliği m. 6'da düzenlenen ve değeri her yıl artırılan parasal en üst sınıra<sup>1157</sup> kadar olmak şartıyla bu uyuşmazlık başvuru sahibi yatırımcı lehine kesinleşmiş ise bu kesinleşen kararın TSPB üyesi tarafından uygulanması zorunludur. TSPB üyesi, kesin kararın kendisine tebliğini izleyen 10 gün içerisinde kararın gereğini yerine getirmek zorundadır. Karara ilişkin yargı yolu açıktır.

Heyet uyuşmazlığı incelerken, TSPB üyesinin SPK düzenlemelerine aykırı davrandığını tespit ederse SPK'ya, TSPB düzenlemelerine aykırı davrandığını tespit ederse TSPB'ye ve diğer mevzuata aykırı davrandığını tespit ederse de ilgili merciiilere bildirimde bulunur.

---

<sup>1157</sup> 26.12.2018 tarihli ve 30637 sayılı RG'de yayınlanan "6502 Sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanununun 68 İnci Ve Tüketici Hakem Heyetleri Yönetmeliğinin 6 Nci Maddelerinde Yer Alan Parasal Sınırların Artırılmasına İlişkin Tebliğ" m. 3 uyarınca parasal en üst sınır 2019 yılı için 8.480,00 TL olarak tespit edilmiştir.

#### IV. Uyuşmazlığın Borsada Çözümü

Uyuşmazlık borsa işleminden kaynaklanmış ise yatırımcının yukarıdaki seçeneklere ilaveten bir diğer seçeneği, Borsa Yönetim Kurulu'na başvurmaktır. Ancak bunun için uyuşmazlığın mutlaka borsa işleminden doğmuş olması gerekir. Esasen bu çözüm yolu, genel yargı yolu ile çözüme ulaşmak uzun sürdüğünden, borsa uyuşmazlıkları için kısa sürede çözüm sağlanabilmesi amacıyla getirilmiştir. SerPK m. 70 hükmünde, yatırım kuruluşlarının kendi aralarındaki ya da müşterileriyle aralarındaki SerPK m. 67/1-b,c'de yer alan borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklar borsa yönetim kurulu tarafından çözümlenir. Hükümde belirtilen bu borsa işlemleri, emirlerin iletilmesi ve eşleştirilmesi ile gerçekleştirilen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmesidir. İhtilafın çözümünde Uyuşmazlık Komitesi, Borsa Yönetim Kurulu'na yardım eder (BİST Yönetmeliği m. 47). Borsadaki uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin hükümler BİST Yönetmeliği'nde düzenlenmiştir.

##### A. Uyuşmazlığın Borsa İşlemi Olması

Uyuşmazlığın çözümünde Borsa Yönetim Kurulu'na başvurabilmek için uyuşmazlığın borsa işleminden kaynaklanması gerektiğini ifade etmiştik. Mülga 2499 sayılı eSerPK'ya tabi mevzuatta borsa işleminin tanımı verilmemişti. Bu sebeple borsa uyuşmazlıklarının çözüm mercii, her somut olaya ilişkin işlemin borsa işlemi olup olmadığını inceleme yoluna giderek çözmeye çalışmakta, bu da uygulamada borsa işleminin sınırının ne olduğu hususunda tartışmalara yol açmaktaydı. Bu sorun üzerine SPK, mülga Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik m. 54 hükmüne istinaden borsa işlemi kavramına “*borsalarda alım-satım işlemleri, borsa yönetim kurulunca atanan borsa eksperleri huzurunda borsaya intikal eden menkul kıymet arz ve talebinin, rekabet koşulları altında karşılanması olup, gerçekleşen alım veya satım emirlerinin tasfiyesi amacıyla, tarafların karşılıklı yükümlülüklerini yerine getirmeleriyle tamamlanır*” şeklinde mütalaa vermiştir<sup>1158</sup>.

Yürürlükteki BİST Yönetmeliği ise borsa işleminin tanımına yer vermiş ve borsa işlemi, alım satım emirlerinin borsaya iletilmesi, bu emirlerin borsa kurallarına göre eşleştirilmesi ve bu surette gerçekleştirilen işlemlere ilişkin yükümlülüklerin borsanın ve ilgili takas ve saklama kuruluşlarının düzenlemelerinde belirtilen yöntemlerle ve süreler içerisinde yerine getirilmesi olarak tanımlamıştır (BİST Yönetmeliği m. 34/1). Başka bir

<sup>1158</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Aydın, s. 29, 30.

deyişle borsa işlemi, borsa yönetim kurulu tarafından atanan borsa eksperleri huzurunda menkul kıymet arz ve talebinin rekabet şartları uyarınca karşılaşması ve alım satım emirlerinin tasfiyesi ile birlikte tamamlanan işlemdir<sup>1159</sup>.

Buna göre, müşteri emirlerinin kısmen ya da tamamen gerçekleştirilmemesi, yatırım kuruluşunun talimata aykırı işlemler gerçekleştirilmesi, talimat verilmeden işlemler yapılmış olması, borsa işlemlerinin tasfiyesi, kredili işlemlerin gerçekleştirilmesi, yapılan işlemlerin teyidi ile ilgili uyuşmazlıkları borsa uyuşmazlıklarıdır<sup>1160</sup>. Görüldüğü üzere, borsa işleminin söz konusu olabilmesi için müşteri emri verildikten sonra emrin gerçekleştirilmesi, emrin tasfiyesine ilişkin uyuşmazlıklar söz konusu olmalıdır. Yatırımcının yatırım kuruluşuna ödemesi gereken komisyon ücretine ilişkin uyuşmazlıklar, yatırım kuruluşundaki varlıkların iadesine ilişkin uyuşmazlıklar, hesap bakiyesine yönelik uyuşmazlıklar borsa işlemi dışındadır<sup>1161</sup>. Dolayısıyla, bu tür uyuşmazlıklarda BİST Yönetim Kurulu görevli değildir.

## **B. Borsa Uyuşmazlığının Tarafları**

Borsa'daki uyuşmazlıklar, işlem yapma yetkisi verilen iki yatırım kuruluşu arasında ya da işlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında meydana gelebilir. Biz çalışmamızda yatırımcı ile işlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşu arasındaki uyuşmazlıkların çözümünü inceleyeceğiz.

Daha önce de ifade edildiği üzere, yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmak için faaliyet izni almış yatırım kuruluşları ile diğer yetkili kurum ve otoritelerden faaliyet izni almış kuruluşlar ayrıca SPK tarafından uygun görülürse borsa üyesi olabilirler. Borsa üyesi olan bu kuruluşlar borsada işlem yapma yetkisine sahip olurlar. Ancak borsa üyesi olmadan da işlem yapma yetkisi verilebilir. Bunun için, borsaların yönetim kurullarının onay vermesi gerekir (Bkz. Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği m. 24).

İşlem yapma yetkisi verilen bir yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında uyuşmazlık meydana geldiğinde, bu uyuşmazlığı sadece yatırımcı taraf Uyuşmazlık Komitesi'nin önüne götürebilir. İşlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşunun uyuşmazlığın Uyuşmazlık Komitesi'nde çözümünü talep etme hakkı yoktur. Bu hak yalnızca yatırımcıya tanınmıştır (BİST Yönetmeliği m. 47/1). Uyuşmazlık Komitesi, Borsa Yönetim Kurulu

<sup>1159</sup> Konuralp, H./Konuralp, A., s.603.

<sup>1160</sup> İMKB, s. 4 vd.

<sup>1161</sup> İMKB, s. 998 vd.

tarafından uyuşmazlıkların çözümü için yardım etmesi amacıyla kurulan komitedir<sup>1162</sup>. Yatırımcı, yazılı bir dilekçe ile uyuşmazlık hizmet bedeli ödeyerek başvuruyu yapar. Başvurunun incelenebilmesi için uyuşmazlığa konu ilk borsa işleminin gerçekleştiği tarihten itibaren 2 yıl içerisinde yapılmış olması gerekir.

Başvurunun şekli, dilekçede bulunması gereken unsurlar, uyuşmazlık komitesinin çalışma usul ve esasları ile uyuşmazlığın incelenmesine, çözümüne ve karara bağlanmasına ilişkin usul ve esaslar Yönetim Kurulu tarafından belirlenir ve Kurulca onaylanır (SerPK m. 70).

Yatırım kuruluşlarının ya da yatırımcıların, ihtilafın incelenmesi sonucu verilen Borsa Yönetim Kurulu kararına, kararın tebliğinden itibaren on beş gün içerisinde SPK'da itiraz hakları vardır (BİST Yönetmeliği m. 49). Ancak itiraz edebilmek için ödenmesi öngörülen tutarın 177.681 TL'den<sup>1163</sup> fazla olması gerekir. SPK'nın vereceği karar ise nihaidir. Bu karara karşı idari yargı yoluna başvurulur.

Esasen, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında meydana gelen bu uyuşmazlık bir özel hukuk uyuşmazlığı olup adli yargıda çözülmesi gerekli iken itiraz sonucu SPK'nın verdiği kararla birlikte uyuşmazlık idari yargı yoluna götürülmektedir. Bu da uyuşmazlığın hem adli yargıda hem de idari yargıda görülebilmesi gibi karmaşık bir durum ortaya çıkarmaktadır. Kanaatimizce, bu karmaşıklığın ortadan kaldırılabilmesi için borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözüme kavuşturulacağı özel ihtisas mahkemeleri oluşturulmalıdır<sup>1164</sup>.

Uyuşmazlıkla ilgili yargı yoluna başvurulduğu, şikayetten vazgeçildiği ya da taraflar sulh olduğu durumda uyuşmazlık dosyası işlemde kaldırılır. Sulh olunması, yargı ya da tahkim yoluna başvurulması durumunda, uyuşmazlığın tarafı işlem yapma yetkisi verilen yatırım kuruluşunun bunu üç iş günü içerisinde borsaya yazılı olarak bildirmesi gerekir. Şikayetten vazgeçildiği, başvurunun yapılmamış sayıldığı, yargı yolu ya da tahkim yoluna başvurulduğu veya tarafların sulh olduğu durumlarda bir daha uyuşmazlığın çözümü için borsaya başvurulamayacaktır (BİST Yönetmeliği m. 50).

---

<sup>1162</sup> Komitenin kuruluşu, görevleri, toplantı ve karar nisapları, çalışma usul ve esasları, raportörlüğü ve benzeri hususlar Borsa Yönetim Kurulu tarafından düzenlenir (BİST Yönetmeliği m. 57/1).

<sup>1163</sup> BİST Yönetmeliği, itiraz için m. 49/1, tutarın SerPK m. 84/5'te öngörülen rakamdan yüksek olmasını aramıştır. SerPK m. 84/5'te yatırımcının YTM tarafından alabileceği maksimum tazminat rakamı 100.000 TL'dir. Ancak bu tutar, her yıl bir önceki yıla ilişkin olarak Vergi Usul Kanunu uyarınca tespit edilen değerlendirme oranında artırılır (SerPKm. 84/5, Tazmin Yönetmeliği m. 15/1). 2019 yılı için bu tutar 177.681 TL'dir<sup>1163</sup>.

<sup>1164</sup> Aynı görüşte bkz. **Kara**, s. 312.



## SONUÇ

Ülke ekonomisinin kalkınmasının yollarından biri de sermaye piyasasının gelişmesi, yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmesidir. Zira, atıl durumdaki tasarruflar ekonomik döngüye sokularak ekonomiye katkı sağlayacak olan kuruluşların kaynak ihtiyacı karşılanmış olur. Yatırımcıların sermaye piyasalarında faaliyet göstermeleri birincil piyasalarda da ikincil piyasalarda da söz konusu olabilir. İkincil piyasaların yatırımcılar tarafından rağbet görüyor olması en az birincil piyasalara kaynak akışının sağlanması kadar önemlidir. Zira, ikincil piyasalar sermaye piyasası araçlarının likiditesinin artmasına neden olur, birincil piyasalarda ihraççıların ihraç edeceği sermaye piyasası araçlarına talebin artmasını sağlar ve şirketlerin gerçek değerinin belirlenmesine yardımcı olur. Bu sebeplerle ikincil piyasaların iyi olması, piyasanın işleyiş zincirindeki tüm kurumların hukuka uygun şekilde görevlerini yerine getirmesi ve dolayısıyla yatırımcıların güvenle bu piyasalara yatırım yapması sermaye piyasasının gelişmesi için önemlidir.

Çalışmamızda bireysel yatırımcıların ikincil piyasalardaki alım satım işlemlerinde korunması için öngörülen düzenlemeler ve çözüm yolları incelenmeye çalışılmıştır. Bu inceleme kapsamında yatırımcıların öncelikle yatırım kuruluşlarına karşı korunması zorunluluğu tespit edilmiştir. Sermaye piyasasının uzman bilgi gerektiren bir alan olması sebebiyle, bu bilgiden yoksun bireysel yatırımcılar yatırım kuruluşlarının mesleki bilgisi karşısında asimetrik bilgi sorunuyla karşı karşıya kalmakta ve dezavantajlı konuma düşmektedirler. Yatırım kuruluşları kendilerinde oluşan bu avantaja dayanarak yatırımcıların sermaye piyasası araçları ve nakdini yetkileri olmayan işlemlerde kullanmakta ve yatırımcıları zarara uğratabilmektedirler.

İncelememiz neticesinde kanaatlerimiz şu şekildedir:

- Bireysel yatırımcının yatırım kuruluşu karşısında müşteri sıfatıyla hareket ettiği durumda finansal hizmetleri satın alması nedeniyle tüketici olduğu kanaatine varılmıştır. Bu durumda yatırımcı, isterse SerPK kapsamında yatırımcıyı koruyan hükümlere, isterse de TKHK kapsamının sağladığı koruyucu hükümlere başvurabilir.
- Alım satım aracılık çerçeve sözleşmesinin şekli hususunda kanunda bir düzenleme öngörülmemiştir. İkincil düzenlemeyle çerçeve sözleşmenin yazılı yapılması gerektiği

öngörülmüştür (III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 26). Türk Borçlar Kanunu (TBK) m. 12/1 hükmü uyarınca, bir sözleşmenin hangi şekilde yapılacağı kanunla belirlenmemiş ise o sözleşme herhangi bir şekle bağlı değildir. SerPK m. 2/2 hükmü ile sermaye piyasasındaki ikincil mevzuatın genel kanunların da önüne geçmesine yol açan bir düzenleme kabul edilmiştir. Ancak kanaatimizce bu düzenleme, sözleşmelerin şekli gibi önemli hususların kanunda ikincil mevzuata düzenleme yetkisi verilmeksizin doğrudan ikincil mevzuatla düzenlenmesini kapsamamaktadır. Bu sebeple, TBK m. 12/1 hükmü uyarınca alım satım aracılık sözleşmesi için öngörülen yazılı şekil şartının kanun ile düzenlenmiş olması veya kanunun bu konuda düzenleme yapması için Kurul'a yetki vermiş olması gerekmektedir. Bu sebeple, tereddütleri önlemek adına, alım satım aracılık sözleşmelerinin uygulamadaki önemi de göz önünde bulundurularak, bir an evvel SerPK'ya çerçeve sözleşmenin yazılı şekilde yapılması gerektiği hükmü veya Kurul'a bu konuda yetki verilmesini öngören bir hüküm getirilmelidir.

- Kanaatimizce, çerçeve sözleşmenin imzalanması yatırımcıya emir verme yükümlülüğü yüklemeyiz. Ancak yatırımcı emir verir ise yatırım kuruluşunun bu emirleri yerine getirmesi zorunluluğu söz konusu olmalıdır. Zira, yatırımcılar yatırım kuruluşu olmaksızın sermaye piyasası alım satım işlemi yapamazlar. Ancak, BİST Yönetmeliği m. 29/3 uyarınca müşteri emirlerinin yatırım kuruluşları tarafından mutlaka kabul edilme zorunluluğu yoktur. Fakat bu durumda yatırım kuruluşu, müşteriye ya da temsilcisine emri kabul etmediğini derhâl gerekçesiyle birlikte bildirmelidir. Bu hükmün öngörülmesinin nedeni, çok yüksek miktarda (ve özellikle düşük hacimli) emir veren yatırımcıların, diğer yatırımcıların emir verme hakkının önüne geçmesinin önlenmesi, böylece yatırım kuruluşunun tüm yatırımcılara gerekli hizmeti sağlayabilmesidir. Amaç, yatırımcı hakkının zedelenmesi değil, yatırım kuruluşunun sistemini meşgul edebilecek müşteri hareketlerinin önüne geçebilmek ve yatırım kuruluşunun diğer müşterilerine de yeterli zamanı ayırmasını ve hizmeti vermesini sağlamak, en nihayetinde piyasanın işleyişini korumaktır. Dolayısıyla, yatırım kuruluşları yatırımcı emirlerini kabul etmedikleri durumda mutlaka bunun gerekçesi olmalı ve bu durum yatırımcıya derhâl bildirilmelidir.
- Yatırım kuruluşlarının kendi nam ve hesabına alım satım yaptığı durumlarda bu işlemlerin alım satım sözleşmesi olarak nitelendirilmesi ve dolayısıyla komisyon

sözleşmesi hükümlerinin uygulanmayacak olması, yatırımcının aleyhine sonuç yaratır. Zira, bu durum yatırım kuruluşunun komisyon sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülöklere de sahip olmayacağı anlamına gelir. Bu hukuki ilişki bir alım satım ilişkisi kabul edilirse yatırım kuruluşunun yatırımcıya olan satın aldığı sermaye piyasası aracını teslim etme ya da sattığı sermaye piyasasının karşılığı olan bedeli ödeme borcu komisyon sözleşmesi çerçevesinde talep edilemez. Dolayısıyla, yatırım kuruluşunun alım satım işlemini kendi ad ve hesabına yaptığı bir durumda da bu hukuki ilişkinin komisyon sözleşmesi hükümlerine tabi olduğunu kabul etmek yerinde olacaktır.

- SerPK m. 38/1-b hükmünde de “*yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması*” hizmetleri olarak kredili işlem ve ödünç işleminden söz edildiği görölmektedir. SerPK m. 37’deki “*Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri*” hükmü altında ise anılan faaliyetlere ilişkin herhangi bir düzenleme yoktur. Anılan faaliyetlerin yatırım hizmet ve faaliyetleri olarak kanunda sayılmaması, bu faaliyetlerin yatırım hizmet ve faaliyeti olarak nitelendirilmeyeceği, bu faaliyetlerin bir yan hizmet olduğu ve dolayısıyla bu faaliyetler için SPK’dan ayrı bir yetki belgesi alınmayacağı izlenimi oluşturmaktadır. Zira, yan hizmetler, mevzuata uygun şekilde kurulmuş yatırım kuruluşları veya portföy yönetim şirketleri tarafından özel bir yetki belgesi aranmaksızın sunulabilirler. Ancak sermaye piyasası araçlarının kredili olarak alımı, açığa satışı ve ödünç faaliyetleri yalnızca alım satıma aracılığa yetkili aracı kurumlar tarafından yerine getirilebilir. Anılan her bir faaliyet için müşteriyle aracı kurum arasında bir çerçeve sözleşme imzalanır. Görüldüğü üzere her üç tür faaliyet, yatırımcının malvarlığında olmayan sermaye piyasası araçları üzerinden işlem yapması anlamına gelmekte ve genel bir alım satım aracılığı faaliyetine oranla yatırımcı açısından daha fazla risk arz etmektedir. Bu sebeple, anılan faaliyetlerin, SerPK m. 37 uyarınca bir yatırım hizmet ve faaliyeti olarak alım satıma aracılık faaliyeti kapsamında düzenlenmesi kanaatimizce yerinde olur.
- Yatırım kuruluşu ile müşterisi arasındaki hukuki ilişki kanaatimizce vekalet ilişkisidir. Bu sebeple vekaletle ilişkin TBK m. 505/1 hükmü uyarınca vekili talimata uygun ifa borcu, yatırım kuruluşu ile müşteri arasındaki vekalet ilişkisine de uygulanır. Ancak, belirli hâllerde vekil talimattan sapabilir. Bu hâller, vekilin vekalet verenden izin alma olasılığı bulunmayan ancak durumu bilseydi vekilin talimattan ayrılmaya izin

vereceğinin açık olduğu hâllerdir. Bu gibi hâllerde vekil, verilen talimatın müvekkilin çıkarlarına açıkça aykırı olduğu ve müvekkili bu konuda uyarırsa müvekkilin talimatını değiştireceği kanaatindedir. Bu nedenle, müvekkilin açık bir talimatı olsa dahi vekil bu durumda müvekkilin çıkarlarını değerlendirmeli, gerektiğinde müvekkili uyarmalı, bu da mümkün değil ise işin gereğine göre davranıp gerekirse talimattan sapmalıdır. Bunun dışındaki hâllerde ise vekil, doğacak zararı üzerine almak şartıyla talimattan ayrılabilir (TBK m. 505/2). Buna göre, sermaye piyasası alım satım sözleşmelerinde müşterinin verdiği emir açık bir biçimde müşterinin çıkarlarına aykırı ise, örneğin verilen emrin müşteriye zarara uğratacağı açık ise yatırım kuruluşunun, söz konusu emri geri alması veya değiştirmesi yönünde müşteriye tavsiyede bulunması gerekir. Eğer yatırım kuruluşu tarafından bu tavsiyeyi yapma imkânı bulunmuyorsa ve yatırım kuruluşu tavsiyede bulunsaydı müşterinin bu tavsiyeye riayet edeceği açık ise yatırım kuruluşu müşterinin emrinden ayrılmalıdır. Ancak, müşteriye ulaşamıyor ise bu durumda yatırım kuruluşunun bu emri “müşteri emrini en iyi gerçekleştirme yükümlülüğü” çerçevesinde uygulamaya koymaması ve emirden ayrılması gerekir. Buna uygun hareket eden yatırım kuruluşunun “müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”nü ihlâl ettiği söylenemez. Çünkü, yatırım kuruluşunun müşterinin vekili olarak her zaman için onun menfaatini düşünerek hareket etme borcu vardır.

- Kanaatimizce, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30 hükmünde düzenlenen “müşteri emrini en iyi gerçekleştirme yükümlülüğü”nün MiFID II m. 27’ye uyumlu hâle getirilmesi gerekir. Yalnızca III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30’da öngörülen durumlarda emrin belirli bir kuruluş veya piyasaya iletilmesi yönünde açık bir talimat içermesi durumunda değil; fiyat, zaman vb. tüm unsurlar yönünde açık bir talimat içermesi durumunda da talimata uygun davranılması durumunda, yatırım kuruluşu tarafından “müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü”nün yerine getirilmiş olur.
- Çerçeve sözleşmelerin sermaye piyasası mevzuatına göre denetimini sağlayan III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmünün kaleme alınış biçimi karmaşık görünse de uygulanabilmesi kanaatimizce üç durumda söz konusu olabilir. Bunlardan ilki, çerçeve sözleşmedeki sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümlerdir. İkinci durum, düzenlemenin müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan düzenlemelerdir. Hükmün kapsamına

giren üçüncü tip düzenlemeler ise müşteri emirlerinin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin düzenlemelerdir. Kanaatimizce III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmünün uygulanabilmesi için her iki şartın da bir arada aranması yatırımcının korunması açısından uygun değildir.

- 39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmün aykırılığın yaptırımının ne olacağı sermaye piyasası mevzuatında belirtilmemiştir. Tebliğ hükmünde yalnızca çerçeve sözleşmelerde bu hangi tip hükümlere yer verilemeyeceği belirtilmiştir. Kanaatimizce, anılan Tebliğ'in bu hükmünü emredici olarak kabul etmek ve tebliğ hükmüne aykırı çerçeve sözleşme hükümlerini de TBK m. 27/1 anlamında kesin hükümsüz kabul etmek yatırımcının korunması açısından yerinde olacaktır.
- Kanaatimizce, kaydi sermaye piyasası araçları, gerek borsada gerekse de borsa dışında devredilsin, bir tasarruf işlemi niteliğinde olan alacağın temlik hükümlerine göre devredilir. Hak sahibi yatırımcıların yatırım kuruluşlarına verdikleri emirler yatırım kuruluşları tarafından borsaya iletilip eşleştiğinde, alacağın devri için gerekli olan devir beyanı, kaydi sistemdeki sermaye piyasası araçları için oluşturulmuş olur. Daha sonra ise takas kuralları uyarınca değişiklikler MKK nezdinde yapılır.
- Kanaatimizce, kaydi sistemdeki sermaye piyasası araçlarının devrinde hakkın doğumu açısından MKK'daki kayıtlar açıklayıcı etkiye sahiptir. SerPK'da, kurucu etkinin doğabilmesi için gerekli olan hakkın MKK'ya kayıtla doğması ya da kaydın silinmesi ile sona ermesi ya da MKK'daki kayıtlara iyiniyetle güvenen üçüncü kişinin hakkı elde etmesi gibi düzenlemeler yer almamaktadır. Nitekim, kaydi payların devrinin tasarruf işlemi niteliğindeki alacağın temlik hükümleri uyarınca gerçekleşmesi görüşümüz de bunu desteklemektedir. Zira, taraflar arasında yapılan alacağın temlik sözleşmesiyle kaydi payların mülkiyeti alıcıya geçer ve sonrasında MKK kayıtlarında yapılan değişiklik mülkiyetin geçişi açısından kurucu etki taşımaz. Kaldı ki, MKK kayıtlarının açıklayıcı olması sistemi, kaydi sistemden önce Takasbank'ta uygulanmış sistemle de aynıdır. Mevzuatta açık bir düzenleme yer olmadığından, daha sonra bu açıklayıcı sistemin değiştirildiği söylenemeyecektir.
- Tazmin Yönetmeliği m. 16/2 uyarınca tezgahüstü türev araç işlemleri, yatırım kuruluşları tarafından bu araçlara ilişkin YTM aidatlarının ödenmiş olması halinde

tazmin kapsamındadır. Yatırım kuruluşları YTM aidatlarını ödememiş ise yatırımcıların tezgahüstü türev araç işlemlerine ilişkin tazmin talepleri karşılanmayacaktır. Oysa, SerPK’da yatırımcıların tüm sermaye piyasası araçlarının teslim yükümlülüklerinin (SerPK m. 82/1) tazmin kapsamında olduğu düzenlenmiştir. Dolayısıyla, yalnızca payların teslim edilmemesi değil türev araçların teslim edilmemesi nedeniyle oluşan zararların da YTM tarafından tazmin edilmesi gerekir. Kanaatimizce, tezgahüstü türev araç işlemlerine ilişkin böyle bir istisna tanınması yatırımcıların korunması açısından yerinde olmamıştır.

- TSPAKB Tahkim Kuralları uyarınca eğer TSPAKB üyeleri ve müşteriler yazılı olarak aralarındaki uyuşmazlığın TSPAKB Tahkim Kuralları uyarınca çözüleceğini açıkça kararlaştırmışlar ise taraflar arasındaki borsa işlemi dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıklar TSPAKB Tahkim Kuralları çerçevesinde çözüme kavuşturulabiliyordu ve borsa işlemi dışındaki uyuşmazlıkların TSPAKB tarafından oluşturulan hakem listesinden hakem atamak suretiyle tahkim yoluyla çözülebiliyordu. Ancak uygulamada bu çözüm yoluna başvurunun çok tercih edilmemesi nedeniyle söz konusu bu tahkim kuralları TSPB nezdinde güncellenmemiştir. Kanaatimizce, yatırımcının korunması açısından TSPB Tahkim Kurallarının güncellenmesi ve sektörde uzman hakemlere başvurulmasının yolunun açılması da kanaatimizce yerinde olur.
- Borsa uyuşmazlıklarında, uyuşmazlığın incelenmesi sonucu verilen Borsa Yönetim Kurulu kararına, kararda ödenmesi öngörülen tutarın 177.681 TL’den fazla olması durumunda, kararın tebliğinden itibaren on beş gün içerisinde yatırım kuruluşlarının ya da yatırımcıların SPK’da itiraz hakları vardır (BİST Yönetmeliği m. 49). SPK’nın verdiği kararla birlikte uyuşmazlık idari yargı yoluna götürülmektedir. Oysa yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında meydana gelen bu uyuşmazlık bir özel hukuk uyuşmazlığı olup adli yargıda çözülmesi gereklidir. Dolayısıyla, itiraz sonucu, uyuşmazlığın hem adli yargıda hem de idari yargıda görülebilmesi gibi karmaşık bir durum ortaya çıkarmaktadır. Bu karmaşıklığın ortadan kaldırılabilmesi için borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözüme kavuşturulacağı özel görevli mahkemeler oluşturulmalıdır.
- Avrupa Birliği’nin 97/9/EC sayılı Yatırımcı Tazmin Planları Hakkında Direktif uyarınca, tazmin planına “*investment firm*” olarak adlandırılan yatırım şirketleri üye

olmalıdırlar. Bu yatırım şirketleri, bir ya da daha fazla yatırım hizmetini üçüncü kişilere sunmak üzere üye devletin yetkili otoritesinden faaliyet izni almış tüzel kişilerdir. Bunların arasında aracı kurumlar olmakla birlikte portföy yönetim şirketleri, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları da vardır. Oysa, SerPK m. 84'te düzenlenen tazminin kapsamında yatırımcının yatırım kuruluşundaki yatırımcı hesabında somut olarak var olan sermaye piyasası araçları ya da nakitin kendisine teslim borcunun yerine getirilmemesi sebebiyle uğradığı zararlar YTM tarafında karşılanır. Yatırım kuruluşları arasında ise aracı kurumlar, bankalar ve yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları olup portföy yönetim şirketleri, yatırım ortaklıkları ya da yatırım fonları gibi kuruluşlar yer almaz. Dolayısıyla, AB Direktifi'ne uygun şekilde tazmin sisteminin tüm yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunan kuruluşları kapsar şekilde düzenlenmesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz.

## KAYNAKÇA

- Acır, Birsen** : Elektronik İmza ve Elektronik Kayıtların Medeni Usul Hukukunun İspat Kuralları Yönünden Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2000.
- Adıgüzel, Burak** : Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2017.
- Adıgüzel, Burak** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C. 3, S. 2017/1, s. 1-8. (*Sermaye Piyasası Aracı*)
- Acar, Faruk** : “Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi”, Prof. Dr. Vecdi Aral’a Armağan, Kocaeli 2001, s. 317-336.
- Akalın, Nevruz** : Türev Araçların Taşıdığı Risklerin Ortaya Konmasında Kamuyu Aydınlatma Düzenlemelerinin Yeri ve Önemi, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1999.
- Akçaoğlu, Emin** : Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi, Ankara 2002.
- Akdağ Güney, Necla** : 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'na göre Anonim Şirketlerde Kuruluş, İstanbul 2014.
- Akerlof, George A.** : “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism”, Quarterly Journal of Economics, Cilt: 84, Sayı: 3, August: 488-500.
- Akev, Sahir Talat** : Türk Hususi Hukukunda Kumar ve Bahis, 1964.
- Akın Sunay, Nesrin** : “Finansal Hizmet, Finansal Tüketici Kavramları ve Bireysel Yatırımcının Tüketici Sıfatı İle Korunması”, 3. Tüketici Hukuku Sempozyumu, Sektörel Bazda Tüketici Hukuku ve Uygulamaları, Ankara 2014.
- Akın Sunay, Nesrin** : “6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun ve İlgili Yönetmelik Taslağı Kapsamında Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler”, 4. Tüketici Hukuku Sempozyumu, Sermaye Piyasası Sektöründe Tüketici Hukuku ve Uygulamaları, Sektörel Bazda Tüketici Hukuku ve Uygulamaları, Ankara 2015. (*Mesafeli Sözleşmeler*)
- Akman, Sermet** : Sorumsuzluk Anlaşması, İstanbul 1976.



- Akmaz, Demet** : Spot Menkul Kıymet Piyasalarında Uygulanan Takas Sistemleri ve Karşılaşılan Riskleri, Sermaye Piyasası Yeterlik Etüdü, Ankara 2002.
- Akyol, Şener** : Türk Medeni Hukukunda Temsil, İstanbul 2009.
- Alberts Jeffrey E./Fry Bertrand:** “Is Bitcoin A Security?”, 21 Boston University Journal of Science & Technology Law, 2015, s. 1, 21.
- Altay, İsmail** : Türk Menkul Kıymetler Borsası Hukukunda Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması Açısından Kotasyon Sistemi Ve Kottan Çıkarılan Şirket Yatırımcısının Hukuki Başvuru Yolları, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Ana Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006.
- Altınışik Ulvi** : Elektronik Sözleşmeler, Ankara 2003.
- Altop, Atilla** : Türk, İsviçre ve Alman Hukuklarında Bankaların Verdikleri Banka Bilgilerinden Dolayı Hukuki Sorumlulukları, İstanbul 1996.
- Anbar, Adem** : “Online Yatırımlar ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C. 3, S. 3, 2001.
- Anbar, Adem/Karabıyık, Lale:** Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi, Bursa, Ocak 2018.
- Apak, Sudi** : Sermaye Piyasaları ve Borsa, İstanbul 1995.
- Arda, Füsün** : “Sermaye Piyasasının Bankacılık Sistemine Etkileri”, BATİDER, Aralık 1977, C. IX, S. 2, s. 407-450.
- Arkan, Sabih** : Ticari İşletme Hukuku, Ankara 2017.
- Arıkan, A. Naci** : Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu, İstanbul 2000.
- Arıkan, A. Naci** : “Döviz Dayalı Olarak Yapılan Forward İşlemlerinin İşleyişi ve Vergi Usul Kanunu Açısından Değerlemesi”, Vergi Dünyası, S. 259, Mart 2003. (*Forward*)
- Arpacı, Abdülkadir** : Kişiler Hukuku (Gerçek Kişiler), İstanbul 1993.
- Aslan, İ. Yılmaz** : 6502 Sayılı Kanun’a Göre Tüketici Hukuku, 5. Baskı, Bursa Temmuz 2015.
- Aslan, İ. Yılmaz** : Tüketici Hukuku Dersleri, Eylül 2016. (*Dersleri*)
- Aslan, Muhsin** : “Sermaye Piyasaları Altyapısı Oluşturulmadan Yapılan Bir Halka Arz Denemesi: Hastaş Vakası”, Muhasebe ve Finans Tarihi Araştırmaları Dergisi, Eylül 2018, Özel Sayı, s. 139-164

- Aslan, Gündüz Alp** : “Türk Hukukunda Bağımsız İdari Otoritelerin Düzenleyici İşlem Yapma Yetkisi ve Yetki Unsurundaki Sakatlığın Düzenleyici İşleme Etkisi”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 3, 2016, s. 571- 631.
- Atalay, Oğuz** : Pekcanıtez Usul Medeni Usul Hukuku, İstanbul 2017.
- Atamer, Yeşim** : Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, İstanbul 2001.
- Atamer, Yeşim** : “İnternet Bankacılığının Üçüncü Kişiler Tarafından Hukuka Aykırı Kullanımı Nedeniyle Doğan Zararı Kim Taşır?”, Banka Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu (8 Haziran 2007), Ankara 2007, s. 15-41. (*İnternet Bankacılığı*)
- Avdan, Berna** : Bankacılıkta Dijitalleşmenin Hukuki Boyutu ve Mesafeli Sözleşmeler, İstanbul, 2018.
- Aybay Aydın/Hatemi Hüseyin**: Eşya Hukuku, Gözden Geçirilmiş 4. Bası, İstanbul 2014
- Aydın, Sema** : Borsa İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar, İstanbul 2009.
- Aydın, Sema** : Alım Satım Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, S. 1, Haziran 2008, s. 101-123. (*Çerçeve Sözleşme*)
- Aydoğan, Fatih** : “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı ve Kaydileştirilmesi”, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), İstanbul 2019, s. 123-143.
- Axilrod, Stephen R.** : “The Japanese Capital Markets”, University of Pennsylvania, Journal of International Law, C. 12, S. 4, 1991, s. 477-483.
- Aydoğdu, Murat** : Genel İşlem Koşulları Şerhi, Ankara 2018.
- Aydos, Başak** : Takas Sistemlerinde Merkezi Karşı Taraf Rolü ve İMKB Hisse Senetleri Piyasasına İlişkin Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2008.
- Ayhan, Rıza** : “Tasarruf Mevduatı Sigortası ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’nun Hukuki Niteliği”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. 1, S. 2, 1997, s. 31-40.
- Ayhan, Hatice Ebru** : Borsada Hisse Senedi Alım Satım Sözleşmesi ve Hakkın İntikali, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı Medeni Hukuk Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2008.
- Aydoğdu, Murat** : Tüketici Hukuku Dersleri, 2015.

- Ayoğlu, Tolga** : Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2008. (*Halka Arz*)
- Ayoğlu, Tolga** : “Bankalar Hukukunda Mali Yapının Bozulması Kavramı ve Mali Yapısı Bozulan Bankaların Temettü Avansı Müessesesinden Yararlanma İmkani”, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, Cilt I, İstanbul 2002, s.69-98.
- Ayoğlu, Tolga** : Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim, İstanbul, Ocak 2018. (*Tahkim*)
- Aytaç, Zühtü** : “V. Oturum: Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması”, Sermaye Piyasası Kurulu Uluslararası Semineri, Ankara 1995, s. 120-127.
- Aytaç, Zühtü** : Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988. (*Hisse Senetleri*)
- Aytaç, Zühtü** : “Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?”, Perşembe Konferansları 12, Ankara 2001, s.3-16. (*Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?*)
- Aytaç, Zühtü** : “Yatırımcı Hakları ve Yatırımcının Korunması Açısından Bakış”, Mesleki/Etik Kurallar & Yatırımcı Hakları, İstanbul, 6 Mart 2002, TSPAKB, s. 61-67. (*Mesleki/Etik Kurallar*)
- Aytaç, Zühtü** : “İsviçre Hukukunda Anonim Şirket Pay Sahiplerinin Pay Edinimlerinde Bildirim Yükümlülüğüne İlişkin Yeni Düzenlemeler ve Konunun Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi”, Prof. Dr. Seza Reisoğlu Armağanı, 2016/XII, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2016, s. 57-103. (*Bildirim Yükümlülüğü*)
- Bahtiyar, Mehmet** : “Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması”, Yargıtay Dergisi, Ocak-Nisan 1996, C. 22, S. 12, s. 76-98.
- Bahtiyar, Mehmet** : “Sermaye Piyasası Tebliğlerine İlişkin Bazı Notlar”, Ankara Barosu Dergisi, 1996, S. 1, s. 39-46. (*Tebliğler*)
- Bahtiyar, Mehmet** : “Banka Kartları ve Kredi Kartları Kanununa Göre Kartın Haksız Kullanımından Dolayı Hukuki Sorumluluk”, Makaleler III, İstanbul, 2014, s. 327-349.
- Bahtiyar, Mehmet** : Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş, İstanbul 2019. (*Sermaye Piyasası*)

- Bahtiyar, Mehmet** : Ticari İşletme Hukuku, 19. Bası, İstanbul 2018. (*Ticari İşletme*)
- Bahtiyar, Mehmet** : Kıymetli Evrak Hukuku, 16. Bası, İstanbul 2018. (*Kıymetli Evrak*)
- Bahtiyar, Mehmet** : Ortaklıklar Hukuku, 13. Bası, İstanbul 2019. (*Ortaklıklar*)
- Bahtiyar, Mehmet/Biçer, Levent**: “Adi İş/Ticari İş/Tüketici İşlemi Ayrımı ve Bu Ayrımın Önemi”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakülteleri Araştırmaları Dergisi, Yıl 2016, C. 22, S. 3, s. 395-436.
- Barlas, Nami** : “Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmelerin Özellikleri”, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1999, s.807-828.
- Başalp, Nilgün** : Sorumsuzluk Anlaşmaları, İstanbul 2011.
- Başpınar, Veysel** : Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu, Ankara 2004.
- Batı, Murat** : “Forward Sözleşmeler Vergiden Kaçınma Aracı Mıdır?”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 1217-1244.
- Battal, Ahmet** : “Bankacılık İşlemlerinde İspat Usulü ve Delil Sözleşmeleri”, BATİDER 1997, C.XIX, S.2, s.129-140. (*İspat Usulü*)
- Battal, Ahmet** : “Güven Kurumu Nitelendirmesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu”, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2001. (*Güven Kurumu*)
- Battal, Ahmet** : “Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Yönünden Tacirlerin Tüketici Sıfatı”, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s.313-332.
- Büker, Semih/Bayar, Doğan**: Finansal Yönetim, Eskişehir 1977.
- Bayındır, Sinan** : Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Manipülasyon Suçu, Nisan 2011.
- Baysal, Başak** : “Cayma Hakkının Sözleşme Hukukundaki Yeri”, İÜHFİM, 2017, C. 75, S. 1, s. 273-292.
- Benston, George J.** : “Universal Banking”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 8, N. 3, 1994, s. 121-143.
- Berzek, Ayşe Nur** : “Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul 1995, s.51-65.
- Bilgili, Fatih** : “Almanya’da Sermaye Piyasasının Hukuki Yapısı ve Piyasa Üzerindeki Kamusal Denetim”, BATİDER 2001, C. 21, S. 2, s. 177-205.

- Black, Barbara** : “How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, University of Pennsylvania Journal of Business Law 2010, C. 13, S. 1, s. 59-106.
- Boğa, Serap** : Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri, İstanbul 2010.
- Bolak, Mehmet** : Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul 1991.
- Bozkurt, Tamer** : Ticari İşletme Hukuku, Ankara, Ekim 2018.
- Bozkurt, Tamer** : Sigorta Hukuku, İstanbul, Ekim 2018. (*Sigorta*)
- Budak, Ali Cem** : Hukuk Muhakemeleri Kanunu’na Göre Yetki Sözleşmeleri, MİHDER, 2012/1, s. 1-25.
- Bullard, James/ Neely, Christopher J./Wheelock, David C.**: “Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October 2009, s. 403-418.
- Caplan, Karen A./ Kuczynski, Alex**: “Cross-Border Broker Dealer Insolvencies”, Corporate Rescue, Vol. 1, Issue 2, Kluwer Law International 2004, s.104-109.
- Cartwright, Peter** : Consumer Protection in Financial Services: Putting the Law in Context, London 1999.
- Cartwright, Peter** : Banks, Consumers and Regulation, Hart Publishing, 2004. (*Banks*)
- Chance, Don M.** : An Introduction to Option and Futures, The Dryden Pres, Florida, 1989.
- Chambers, Nurgül** : Türev Piyasalar, İstanbul 2007.
- Civan, Mehmet** : Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Ankara 1994.
- Civelek Acar, Esra** : Yasal Mal Rejiminin Tasfiyesinde Sermaye Ortaklıkları Payı, Mart 2019, İstanbul.
- Clapperton Dale/Corones Stephen**: “Unfair Terms in ‘Click Wrap’ and Other Electronic Contracts”, Australian Business Law Review, Vol. 35, June 2007, s. 156.
- Çapanoğlu, Mustafa Birol** : Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul 1993.
- Çete, Erman** : Yatırımcı Mağduriyetinin Giderilmesinde ABD Fair Fund Uygulamasının Türkiye İçin Analizi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2013.

- Çetin, Nusret** : “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Yatırımcıların Korunması”, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (6-7 Haziran 2013 İstanbul), Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, 2017, s. 437-476. (*Yatırımcıların Korunması*)
- Çetin, Nusret** : Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemlerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2004. (*Alım Satım İşlemleri*)
- Çetin, Nusret** : “Bankaların Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri”, Prof. Dr. Seza Reisoğlu Armağanı, Aralık 2016, s. 705-732. (*Bankalar*)
- Çetin, Nusret** : “Investor Protection as the Objective of Securities Regulation: Goal v Instruments”, s. 1-47.
- Çetin, Nusret** : “Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi”, GÜHFD, 2011, C. XV, S. 1, s. 1-23. (*Teorik Analiz*)
- Çetin, Nusret/Töremiş, H. Ebru**: Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği, GÜHFD 2008, Prof. Dr. Atilla Özer’e Armağan, C. XII, S. 1-2, s. 77-102. (*Hukuki Nitelik*)
- Çetin, Nusret/Töremiş, H. Ebru** : “AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi Ve Yönergenin Yatırımcı-Yatırım Şirketi Arasındaki İlişkiye Etkileri”, GÜHFD 2010, C. XIV, S. 2, s. 45-70.
- Çetin, Nusret/Töremiş, H. Ebru/Cantimur, Zeynep**: Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistematik Analizi, Ankara 2014.
- Çıtak, Serdar** : Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar, Ankara 1998.
- Çoştan, Hülya/Çetin Nusret** : Sermaye Piyasası Kurulu ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun Hukuki Sorumluluğunun Sınırlandırılması Üzerine Bir İnceleme, BATİDER, Mart 2014, C. 30, S. 1, s. 79-119.
- Demir, Mehmet** : “Tüketici Sözleşmeleri Alanındaki Yenilikler”, BATİDER, Haziran 2003, C. XXII, S. 1, s. 203-236.
- Demir, Mehmet** : “Finansal Hizmet Edimlerinin Mesafeli Sürümüne İlişkin Avrupa Birliği Yönergesi ve Ülkemizdeki Yasal Durum”, Fırat Öztan’a Armağan, C. 1, Ankara 2010, s. 689-718. (*Finansal Hizmet*)

- Demir, Mehmet** : Mesafeli Sözleşmelerin İnternet Üzerinden Kurulması, Ankara 2004. (*Mesafeli Sözleşme*)
- Develioğlu, Hüseyin Murat** : Takas, İstanbul 2012.
- Doğan, Gül** : Önsözleşme (Sözleşme Yapma Vaadi), İstanbul 2006.
- Doyrangöl, Cömert** : “Menkul Kıymetlerin Açığa Satışı ve Ödünç Alma ve Verme İşlemlerinin SPK’ca Öngörülen Kayıt Düzenine Eleştirel Bir Yaklaşım – II”, *Yaklaşım Dergisi*, Ağustos 2003, S. 128.
- Ege, İlhan/Ege Önder** : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması, Ankara, Kasım 2017.
- Emerson, Robert W.** : Business Law The Easy Way, New York, 1994.
- Eren, Fikret** : Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Ankara, 2018.
- Eren, Fikret** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara 2018. (*Genel Hükümler*)
- Ergincan, Yakup** : “Hisse Senetlerinin Kaydileştirilmesi: Dünya ve Türkiye Uygulaması”, *Geleneksel Finans Sempozyumu 2004*, C. 2, İstanbul 2005.
- Ergincan, Yakup** : Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:33, Ankara, 1996. (*Vadeli İşlem*)
- Ergincan, Yakup** : “Yatırımcıları Koruma Fonu Düzenlemesi”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 272-298. (*Koruma Fonu*)
- Ergincan, Yakup/Yayla, Ümit**: “2008 Finansal Krizi Sonrasında AB ve ABD’de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası Kanunu’na Etkileri”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim 2013.
- Erişir, Evrim** : “Yetki Şartlarının Genel İşlem Koşulu Denetimi”, Prof. Dr. Hakan Pekcanitez’e Armağan, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.16, Özel Sayı 2014, s. 1141,1213.
- Erol, Ümit** : Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik, İstanbul 1999.
- Ersan, İhsan** : Finansal Türevler, İstanbul 1997.

- Eser, Rüya** : İngiltere’de Finansal Piyasaların Düzenlenmesinde Finansal Hizmetler Kurumu, 2001, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.
- Erdoğan Oral/Sancak Ethem**: “Türk Sermaye Piyasasında Önceden İşlemlere Karşı Yeni Yaklaşımlar ve Yeni Yaklaşımların Piyasa Üzerinde Olası Etkileri, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi”, C. 8, S. 14, Ocak 2016, s. 103-124.
- Erten, Ali** : Türk Sorumluluk Hukukunda Sorumsuzluk Şartları, Ankara 1977.
- Ertuna, Özcan** : Finansal Kurumlar, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir 1982.
- Eş, Mecit** : Kuruluş Döneminde (1961-1982) Türkiye Sermaye Piyasası Gelişmeler, Sorunlar, TC. Anadolu Üniversitesi, Kütahya 1989.
- Evik, Ali Hakan** : Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları, Ankara 2004.
- Evik, Ali Hakan/Evik, Vesile Sonay**: “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu”, İÜHFM, LXIII, İstanbul, 2005, s. 3-56.
- Fabozzi, Frank J./ Modigliani, Franco/Jones, Frank J./Ferri, Michael G.**: Foundations of Financial Markets and Institutions, Third Edition, Prentice Hall, 2002.
- Falcioğlu, M. Özgür** : “Elektronik Satımlara İlişkin Uluslararası Düzenlemeler”, İnternet ve Hukuk, İstanbul, Ocak 2004, s 65-92.
- Ferran, Eilis** : Building an EU Securities Market, Cambridge University Press, 2004.
- Fertekligil, Azmi** : Menkul Kıymet Borsaları, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar – Panel, Sermaye Piyasası Kurulu, İktisadi Araştırmalar Vakfı, 20-21 Nisan 1984.
- Fertekligil, Azmi** : Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları No. 3, 1993. (*Tarihçe*)
- Fıkırkoca, Ekin** : İsviçre Sermaye Piyasası, Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği, Sermaye Piyasasında Gündem, S. 49, Eylül 2006.



- Flanagan, Sean** : "The Rise of a Trade Association: Group Interactions Within the International Swaps and Derivatives Association", Harvard Negotiation Law Review 6 (2001).
- Fleming, Rick A.** : "100 Years of Securities Law: Examining a Foundation Laid in the Kansas Blue Sky", 50 Washburn Law Journal 583, 2011.
- Franko, Nisim** : "Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi: Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı", BATİDER 1985, C. 13, S.2, s. 11-45.
- Gemici, İlke Aytekin** : Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği, Ankara 2005.
- Gezder, Ümit** : Mesafeli Sözleşmeler, İstanbul 2006.
- Gezder, Ümit** : "Mesafeli Sözleşmeler", Yeni Tüketici Hukuku Konferansı Makaleler-Tartışmalar, İstanbul, Mayıs 2015, s. 327-343.
- Gezder, Ümit** : Mukayeseli Hukuk Açısından İnternet'te Aktedilen Sözleşmelerde Tüketicinin Korunması, İstanbul 2004.
- Golden, Jeffrey** : International Capital Markets Review, Eight Edition, The Law Reviews, 2018.
- Gökyayla Demir, Cemile** : "Aracı Kuruluşların İkinci El Piyasalarındaki Alım-Satıma Aracılık Faaliyetlerinden Doğan İspat Sorunları", Prof. Dr. Mahmut Tevfik Birsnel'e Armağan, İzmir, 2001, s. 173-200.
- Gözler, Kemal/Kaplan, Gürsel:** İdare Hukuku Dersleri, 18. Baskı, Bursa 2016.
- Gözler, Kemal** : Hukuka Giriş, 15. Baskı, Bursa, Ağustos 2018.
- Guadamillas Mario/Kepler Robert:** Securities Clearance and Settlement Systems, April 2001.
- Güler, Murat** : "Müşteriyi Tanıma Kuralı: Dünya Nerede?", Türkiye Sermaye Piyasaları Kongresi 2018 "Gelecek".
- Gümüş, Mustafa Alper** : Borçlar Hukuku Özel Hükümler, C. II, İstanbul 2014.
- Gümüş, Mustafa Alper** : Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu, Beta, İstanbul 2001. (*Özen Borcu*)
- Gümüş, Mustafa Alper** : "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) m. 18/II'de Yer Alan "Basiretli İş Adamı (Tacir) Davranışı" Ölçütünün

İyiniyetin (TMK m. 3) Varlığının Belirlenmesindeki İşlevi”, Cevdet Yavuz’a Armağan, C. II, İstanbul, 2016, s. 1221-1240.

**Günel, Vural**

: Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul 1997. (*Sermaye Piyasası Faaliyetleri*)

**Günel, Vural**

: “Aracı Kurumların Müşterileri İle İmzaladıkları Sözleşmeler Üzerine”, Maliye ve Sigorta Yorumları Dergisi 1999, S.301, s. 92-97.

**Günel, Vural**

: Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı, Ankara 1987.

**Gündoğdu, Aysel**

: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Değişen Yüzü, Seçkin Yayıncılık, 1. Baskı, Ocak 2015.

**Gündoğdu, Aysel**

: 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Sermaye Piyasası Hukuku- Kavram-Uygulama-Yapı, Ankara Eylül 2015.

**Gündoğdu, Aysel/Kılıç Depren, Serpil/Kartal, Mustafa Tevfik:** “Türkiye’de Yatırımcı

Hakları ve Yatırımcıların Korunmasına Yönelik Bir Araştırma”, Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 2017, C. 2, S. 1, s. 21-38.

**Güneş, Zeynep Naz**

: Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler, Ankara 2018.

**Gürel, Pınar**

: Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanların Sorumluluğu, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2003.

**Hacıoğlu Ümit/Dinçer Hasan:** Finansa Giriş, İstanbul 2009.

**Harvey Brian W./Parry Deborah:** The Law of Consumer Protection and Fair Trading, 6th Edition, 2000.

**Hatemi, Hüseyin**

: Hukuka ve Ahlaka Aykırılık Kavramı ve Sonuçları, İstanbul Üniversitesi, İstanbul 1976.

**Hatemi, Hüseyin**

: Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku, İkinci Cilt, İstanbul 1998. (*Sorumluluk*)

**Hatemi, Hüseyin/Serozan, Rona/Arpacı, Abdülkadir:** Borçlar Hukuku Özel Bölüm, İstanbul 1992.

**Hatemi, Hüseyin/Gökyayla, Emre:** Borçlar Hukuku Genel Bölüm, İstanbul 2017.

**Hızır, Fatma** : “Türk Borçlar Kanunu Kapsamında Alım ve Satım Komisyuncusunun Temsil Yetkisi”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 2867-2890.

**Hull, John J.** : Options, Futures & Other Derivatives, Prentice-Hall, Inc. 2012.

**Işık, Olcay** : “Hukuki Açıdan Borsa ve Borsa Türleri”, Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 1, S. 1, 2012, s. 215-258.

**İhtiyar, Mustafa** : Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, 2006.

**İMKB** : Borsa Uyuşuzlukları, Uygulama, Örnek Kararlar ve Mevzuat (1997-2009), İstanbul, Temmuz 2011.

**İnal, Emrehan** : E-Ticaret Hukukundaki Gelişmeler ve İnternette Sözleşmelerin Kurulması, İstanbul 2005.

**İnam, Mehmet** : Sermaye Piyasası, Ankara 2007.

**İnceoğlu, Mehmet Murat** : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004.

**Jordan, Cally** :International Capital Markets, 2014.

**Kabaalioğlu, A. Haluk** : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985. (*Kamuyu Aydınlatma*)

**Kabaalioğlu, A. Haluk** : Sermaye Piyasasında Hukukunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu, BATİDER 1980, C.X, S.3, s. 773-808. (*İzahname*)

**Kabaalioğlu, A. Haluk** : “IV. Oturum: Kamunun Aydınlatılmasında Muhasebe Standartları ve Bağımsız Dış Denetim”, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, SPK Uluslararası Semineri 31 Ekim – 2 Kasım 1990, Sermaye Piyasası Kurulu, Mayıs 1995, s. 100-101.

- Kahraman, Özge** : Avrupa Birliği Dönemecinde Türk Bankalarının Sermaye Piyasasındaki Durumu ve Evrensel Bankacılığın Türk Sermaye Piyasalarında Uygulanması, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, Ekim 2002.
- Kalkan, Onur/Onur, Mehmet**: “Yatırımcının Korunması Kapsamında Yatırım Kuruluşlarının İç Denetim Faaliyetleri ve Öneriler”, Bankacılar Dergisi, S. 103, 2017, s. 57-81.
- Kaplan, İbrahim** : “Banka Standart Sözleşmeleri ve Genel İşlem Şartları”, BATİDER, 1991, C. XVI, S. 2, s. 48-89. (*Banka Standart Sözleşmeleri*)
- Kaplan, İbrahim** : “Portföy Yönetim Sözleşmesi”, BATİDER, Haziran-Aralık 1995, C. XVIII, S. 1-2, s. 47-77. (*Portföy*)
- Kaplan, İbrahim** : “Bankanın Sır Saklama Borcu”, BATİDER 1990, C. XV, S. 4, s. 3-22.
- Kara, İlhan** : Tüketici Hukuku, Ankara 2015.
- Kara, Mustafa Sencer** : Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Anabilim Dalı, Ticaret Hukuku Bilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2006.
- Kara, Mustafa Sencer** : Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 23, S. 2, 2015, s. 131-172. (*Kamuyu Aydınlatma Belgeleri*)
- Karababa, Serdar** : Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ocak 2001.
- Karabacak, Serkan** : Açığa Satış İşlemleri, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul 2002.
- Karabıyık, Lale Erdem** : Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri, Bursa 2017.
- Karacabey, Ömer Faruk** : “Hakların Yarışması”, Ankara Barosu Dergisi, S. 6, 1980, s. 666-685.
- Karacan, Ali İhsan** : Self-Regulation, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996. (*Self-Regulation*)
- Karacan Ali İhsan** : Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996.

- Karacan, Ali İhsan** : Sermaye Piyasaları ve Borsalar: Ekonomik ve Hukuksal İşlevleri, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996. (*Sermaye Piyasaları ve Borsalar*)
- Karahan, Sami** : Anonim Şirketlerde Tasfiye, Konya 1998.
- Karakaş, Tülay** : Portföy Yönetim Sözleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2000.
- Karaman Coşgun, Özlem** : Anonim Şirketin Tasfiyesi, Ankara 2015.
- Karatepe, Yalçın** : Türev Piyasaları, Futures-Opsiyon-Swaps, Ankara 2000.
- Karayalçın, Yaşar** : “Sermaye piyasası hukukunda yeni gelişmeler I. Katılma (iştirak) II. Halka açıklama”, BATİDER 1996, C. 18, S. 4, s. 113-125.
- Karayalçın, Yaşar** : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu, Bankalar ve 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararname, Bildiriler-Tartışmalar, Sempozyum, Ankara 16-17 Aralık 1973. (*TMSF*)
- Karlı, Abdürrahim** : Medeni Muhakeme Hukuku, 4. Bası, İstanbul 2014.
- Karlı, Muharrem** : Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul 2004.
- Kaya, Arslan** : “Borca Batık Anonim Şirketin İflasının Ertelenmesi”, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1999, s. 279-304. (*Borca Batık*)
- Kaya, Arslan** : Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001. (*Bilgi Alma*)
- Kaya, Arslan** : “Anonim Şirket Payının Hisse Değişim Sürecinde Edinilmesi, Bilanço Düzeninde Kayda Alınması ve Kayıttan Çıkarılması Esasları ile Bu Bağlamda Temel Sorun Olarak KVK’nın 5/1-e Hükmü Uyarınca “Kurum Aktifinde Bulunma” Şartını Koşulları –Vakıa Üzerinden Bir İnceleme-“, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul, Ocak 2019, s. 651-675.
- Kaya, Arslan/Demir, Koray** : “Türev İşlemlerin Hukuka Uygunluğu Sorunu – Bankaların Türev İşlemlerden Doğan Yükümlülükleri”, İstanbul Hukuk Mecmuası, 76/1, 2018, s. 179–204.
- Kayar, İsmail** : Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu’na Göre Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Kayseri 2000. (*Yatırımcının Korunması*)

- Kayar, İsmail** : Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Etik Kurallar, İstanbul 2002. (*Sermaye Piyasası*)
- Kayar, İsmail** : Kredi Sözleşmelerinde Bankaya Tek Yanlı Faiz Artırma Yetkisi Veren Hükümlerin Geçerliliği ve Uygulaması, Naci Kınacıoğlu'na Armağan, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. I, Ankara 1997.
- Kayar, İsmail** : Sermaye Piyasasında Mesleki ve Etik Kurallar Üzerine Bir Değerlendirme, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, S. 19, 2005/2, s. 97-112. (*Mesleki ve Etik Kurallar*)
- Kayar, İsmail** : Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler, Mart 1997. (*Mali Durum*)
- Kaygısız, Timur Altay** : Tezgahestü (OTC) Türev İşlemlerin Merkezi Takası, SPK Yeterlik Etüdü, Aralık 2008.
- Kayıhan, Şaban** : “Zarar Sigortalarında Sigortacının Halefiyeti”, Cevdet Yavuz'a Armağan, C. II, İstanbul 2016, s. 1596-1625.
- Kayıhan, Şaban/Bağcı, Ömer**: Türk Özel Sigorta Hukuku Dersleri, 2. Bası, Umuttepe Yayınları, Kocaeli 2017.
- Kaytaş, Ali İhsan** : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul 2010.
- Kaytaş, Ali İhsan** : “6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanununa Göre Yatırımcı Tazmin Sistemi”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 22, S. 3, Cevdet Yavuz'a Armağan, C. II, İstanbul, 2016, s. 1627-1628. (*Tazmin*)
- Kazgan Haydar** : Galata Bankerleri, Türk Ekonomi Bankası A.Ş., İstanbul 1991. (*Galata Bankerleri*)
- Kazgan Haydar** : Tarih Boyunca İstanbul Borsası, İMKB Yayınları, İstanbul 1995.
- Keklikkırın, Fatih** : Alım Satım Aracılık Sözleşmelerinde Uyuşmazlıklar ve İspat Sorunları, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2007.
- Kender Rayegân** : Türkiye'de Hususi Sigorta Hukuku, 15. Bası, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2016.

- Kendigelen, Abuzer** : “Sahte Hisse Senetleri – Aracı Kurumun Sorumluluğu”, Hukuki Mütalâalar, Cilt II, Ekim 2001, s. 296-315.
- Keskin, Ayşe Dilşad** : Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği, Ankara 2008. (*Swap*)
- Keskin, Ayşe Dilşad** : Hukuki Açından Finansal Türev Araç Kavramı, BATİDER 2008, XXIV, s. 125-153. (Türev Araç)
- Kılıç, Saim** : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Ankara 1997.
- Kılıç, Saim** : Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Açısından Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesi, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl:10, Sayı:56, Eylül 2008. (*Kamuyu Aydınlatma*)
- Kılıçoğlu, Ahmet** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara 2018.
- Kınık, Teyfik** : Elektronik Finansın Gelişimi Karşısında Aracı Kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 2002.
- Kırca, Çiğdem** : “İnternette Sözleşme Kurulması”, BATİDER, C. XX, S. 4, Yıl 2000, s. 99-120.
- Kırca, İsmail** : Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri, Ankara, 2000.
- Kırman, Ahmet** : Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s. 713-745.
- Kocayusufoğlu/Hatemi/Serozan/Arpacı**: Borçlar Hukuku Genel Bölüm, C.I, Borçlar Hukukuna Giriş-Hukuki İşlem- sözleşme Yenilenmiş, Genişletilmiş, Tamamlanmış 4. Bası’dan 7. Tıpkı Bası, İstanbul, 2017.
- Konuralp, Haluk/Konuralp, Aysel**: Borsa Uyuşmazlıkları, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s. 591-608.
- Korkmaz, Turhan/Ceylan, Ali**: Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Bursa 2010.
- Korkmaz, Turhan/Ceylan, Ali**: Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi, Bursa 1998. (*Portföy Yönetimi*)
- Korkmaz, Turhan/Ceylan, Ali**: Sermaye Piyasası Temel Konular, Bursa, Şubat 2018. (*Sermaye Piyasası*)

- Koruyan, Adil** : Sermaye Piyasası, Taraflar, Kurumlar, İşlemler, 2001.
- Koruyan, Adil** : “Sermaye Piyasasında Kurumsallaşma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Şekillenmesi Üzerinde Etkisi”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, Aralık 1996, s. 159-180. (*Kurumsallaşma*)
- Kotar, Erhan** : Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi, Ankara 1971.
- Kurtoğlu, Evin** : Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2015.
- Kuru, Baki** : İstinaf Sistemine Göre Yazılmış Medeni Usul Hukuku Ders Kitabı, İstanbul, Kasım 2018. (*Medeni Usul*)
- Kuru, Baki** : Panel: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Getirdikleri, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (6-7 Haziran 2013 İstanbul), Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, 2017, s. 490-494.
- Kutlu Gürsel, Meltem** : İdare Hukuku Açısından Sermaye Piyasası, Ankara, Şubat 2016.
- Küçüksözen, Cemal** : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999.
- Kütükçü, Doğan** : Sermaye Piyasası Hukuku, Birinci Cilt, İstanbul 2004.
- Landis, James M.** : “The Legislative History of the Securities Act of 1933”, 28 George Washington Law Review 29 (1959-1960).
- Lastra, Rosa M.** : “The Governance Structure For Financial Regulation An Supervision In Europe”, Columbia Journal of European Law, Fall 2003, s. 49-68.
- Madura, Jeff** : Financial Markets and Institutions, Fourth Edition, South-Western College Publishing, 1998.
- Manavgat, Çağlar** : “TTK Tasarısının Sermaye Piyasasını Etkileyen Yönleri”, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Yıl 2005, C. II, S. 1, s. 523-551. (*TTK Tasarısı*)
- Manavgat, Çağlar** : “Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı”, BATİDER Aralık 1998, C. XIX, S. 4; s. 175-204.



- Manavgat, Çağlar** : “Menkul Kıymetlerin Merkezi Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukuki Niteliğine Etkisi”, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü- C.XVIII, S. 4, Ankara Aralık 1996, s. 129-141. (*Merkezi Saklama*)
- Manavgat, Çağlar** : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991. (*Aracı Kurumlar*)
- Manavgat, Çağlar** : Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, AÜHFD, 2001, C. 50, S. 2, s. 159-191, s. 159-191. (*Kaydi Sistem*)
- Manavgat, Çağlar** : Aleni Pay Alım Teklifi, Ankara 1997.
- Manavgat, Çağlar** : Hukuki Açından Merkezi Karşı Taraf ve Türkiye’deki Mevzuat, Türkiye Sermaye Piyasalarında Merkezi Karşı Taraf Uygulamaları Semineri, 13 Mayıs 2013, İstanbul, s. 69-92 (*Merkezi Karşı Taraf*).
- Mayer Colin** : “Regulatory Principles and the Financial Services and Markets Act 2000” in Eilis Ferran and Charles Goodhart (eds), *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, Hart Publishing Ltd, 2001.
- Mayo, Herbert** : Basic Investments, Ohio 2006.
- McClafferty, Aonghus** : “Effective Protection for the E-Consumer in light of the Consumer Rights Directive?”, *Hibernian Law Journal*, C. 11, 2012.
- Memiş, Tekin/Turan, Gökçen**: Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara, Şubat 2019.
- Menekşe, Ayhan** : Türk Hukukunda Tedrici Tasfiye, Ankara 1983.
- Mishkin Frederic S./Eakins Stanley G.**: Financial Markets and Institutions, 2006.
- Moloney, Niamh** : EU Securities and Financial Markets Regulation, OUP, Third Edition.
- Moroğlu, Erdoğan** : “Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu”, Makaleler I, 2. Baskı, İstanbul 2001, s. 279-289.

- Möllers, Thomas M.J.** : “Investor Protection in the System of Capital Markets Law Legal Foundations and Outlook”, North Carolina Journal of International Law & Commercial Regulation, 2010, C. 36, S. 1, s. 57-84.
- Möllers, Thomas M.J./Temel, Erhan:** “Sermaye Piyasası Hukukunda Düzenleme ve Denetimde Etkinlik Ampirik ve Ekonomik Argümanların Özel, Ceza ve Kamu Hukuku Yaptırımlarına Gerekçe Olarak Kullanılması”, BATİDER 2008, C. 24, S. 3, s. 35-86.
- Möllers, Thomas M.J./Temel, Erhan:** Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınılığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik, Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri), BATİDER Aralık 2016, C. 32, S. 4, s. 23-66. (*Bilgi Taşkınılığı*)
- Münyas, Turgay** : Türk Sermaye Piyasasının Yeni Kolektif Yatırım Kuruluşu: Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı'nın Yapı, İşleyiş ve Faaliyet Esasları Üzerine Bir İnceleme, Maliye Finans Yazıları, 2017, C. 1, S. 107, s. 147-160.
- Niemeyer, Jonas** : “An Economim Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to Go after the Lamfalussy Report?”, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, S. 482, 14 Aralık 2001, s. 1-66.
- Nomer Ertan, Füsun** : “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, İÜHFİM, C.LXXI, S.2, s. 131-143. (*Kolektif*)
- Nomer Ertan, Füsun** : Yatırım Ortaklıkları, İstanbul 2003. (*Yatırım Ortaklıkları*)
- Nomer Ertan, Füsun** : “Sermaye Piyasası Hukukunun Hukuk Sistemimizdeki Yeri”, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), İstanbul, Temmuz 2019, s. 17-27.
- Nomer Ertan, Füsun** : “Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Konumu”, Prof. Dr. Ömer Teoman'a 55. Yaş Günü Armağanı, C.I, İstanbul 2002, s. 595-622. (*Katılma Belgesi*)
- Nowak, Eric** : “Recent Developments In German Capital Markets and Corporate Governance”, Journal of Applied Corporate Finance, 2001, Vol. 14, No. 3, s. 35-48.

- O'Brien, Justin** : Private Equity, Corporate Governance And The Dynamics Of Capital Market Regulation, Imperial College Press 2007.
- Oğuz, Orhan** : İktisada Giriş Temel Kavramlar ve Prensipler, İstanbul 1992.
- Oğuzman, Kemal/Öz, Turgut**: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt-1, İstanbul 2018.
- Oğuzman, Kemal/Seliçi, Özer/Oktay Özdemir, Saibe**: Eşya Hukuku, 21. Baskı, İstanbul 2018.
- Omağ, Merih Kemal** : Türk Hukukunda Sigortacının Kanuni Halefiyeti, İstanbul 2001.
- Or, Zeynep** : Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü: Hukuksal Bir Bakış Açısı, Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi, C. 3, N. 1, 2011, s. 39-49.
- Önal, Recep** : “Sermaye Piyasasında Aracı Kuruluşlar”, Türkiye’de Sermaye Piyasası Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul 1984, s. 183-228.
- Önce, Saime** : Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar için Muhasebeleştirme Şekilleri, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No:192, Eskişehir 1995.
- Önder, Mehmet Fahrettin** : “Fonksiyonları Açısından Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Ve Yatırımcı Tazmin Merkezi’nin Karşılaştırılması”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C. 4, S. 1, 2018, s. 33-56.
- Örten, Remzi** : Finansal Türev Ürünler ve Muhasebe İlkeleri, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, C. 2, S. 2, Haziran 2000.
- Özbay, Çiğdem** : Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999.
- Özcanlı, Fatma Beril** : Sermaye Piyasası Kurulunun Yatırımcıları Korumaya Yönelik Dava Açma Yetkisi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2010.
- Özel, Çağlar** : “Haksız Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması Sorununa Bir Bakış ve Almanya Örneği”, BATİDER 1999, C. XX, S. 2, S. 54. (*Genel İşlem Koşulları*)

- Özel, Çağlar** : “Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler”, Sektörel Bazda Tüketici Hukuku Uygulamaları 2018, İstanbul, Eylül 2018, s. 653-660.
- Özer, Adil** : Sermaye Piyasası Hukukunda Aracı Kurumlar, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 1985.
- Özer, Ayça** : Aracı Kuruluşlar İle Yatırımcılar Arasında Sermaye Piyasası Faaliyetlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Arabuluculuk Yöntemi, 2004.
- Özer, Işık** : “Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunamayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme”, BATİDER Mart 2018, C. XXXIV, S. 1, s. 37-92.
- Özer, Şeref** : Hukuki Yönden Kaydi Sistem, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2011.
- Özkaya, Eraslan** : Vekalet Sözleşmesi ve Kötüye Kullanılması, Ankara, Mayıs 2016.
- Özkul, Levent** : ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD’de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu’nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul 2003.
- Özsunay, Ergun** : Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler, İstanbul 1968.
- Özşahin, Ahmet Kerem** : “Yatırımcı Güveni Ekseninde Yatırımcıların Korunması”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), Ağustos 2011, s. 298-306.
- Özşahin, A. Kerem** : Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999. (*Vadeli İşlem*)
- Öztan, Fırat** : Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 2018.
- Page, Alan C./Ferguson Robert B.:** Investor Protection, London: Weidenfeld and Nicolson, 1992.
- Parlakkaya, Raif** : Finansal Türev Ürünler ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları, Ankara 2003.

- Paslı, Ali** : “Yatırımcı Mı Tüketici Mi?”, 4. Tüketici Hukuku Sempozyumu, Sermaye Piyasası Sektöründe Tüketici Hukuku ve Uygulamaları, Sektörel Bazda Tüketici Hukuku ve Uygulamaları, Ankara 2015. (*Yatırımcı*)
- Paslı, Ali** : “Menkul Kıymet” Kavramı, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. II, İstanbul 2007, s. 1514-1577. (*Menkul Kıymet*)
- Paslı, Ali** : “Türk Ticaret Kanunu’ndaki Sermaye Piyasası Hukukuna İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi”, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), İstanbul, Temmuz 2019, s. 27-43.
- Pekcanitez, Hakan** : Pekcanitez Usul Medeni Usul Hukuku, İstanbul 2017, s. 306.
- Peker, İbrahim/Karaağaçlı, Bora**: “Dünyada ve Türkiye’de Sermaye Piyasası Altyapı Kurumları”, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, C. 7, S. 13, Temmuz 2015, s. 341-375.
- Penezoğlu, Yusuf Gökhan** : Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul 2004.
- Pistorius, Tana** : “Click-Wrap and Web-Wrap Agreements”, South African Mercantile Law Journal, Vol. 16, Issue 4, s. 568-576.
- Poroy, Reha/Erem Turgut S.**: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler, Sermaye Piyasası Etüdü, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara 1964, s. 41-190.
- Poroy, Reha/Yasaman, Hamdi**: Ticari İşletme Hukuku, 16. Baskı, İstanbul, Eylül 2018.
- Poroy, Reha/ Tekinalp, Ünal/ Çamoğlu, Ersin**: Ortaklıklar Hukuku I, 14. Bası, İstanbul, Şubat 2019.
- Pulaşlı, Hasan** : Şirketler Hukuku Şerhi, C. I, Ankara 2018. (*C. I*)
- Pulaşlı, Hasan** : Şirketler Hukuku Şerhi, C. II, Ankara 2018. (*C. II*)
- Pulaşlı, Hasan** : Şirketler Hukuku Şerhi, C. III, Ankara 2018.
- Rechtschaffen, Alan N.** : Capital Markets, Derivatives and the Law, Oxford 2009.

- Redhead, Keith** : Financial Derivatives, An Introduction to Futures, Forwards, Options and Swaps, 1997.
- Sağlam, İpek** : Elektronik Sözleşmeler, İstanbul 2007.
- Sak, Güven** : Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and an Evaluation of Turkish Experience in the 1980's, Ankara 1994. (*Public Policies*)
- Sakınç, Öznur** : Finansal Piyasalarda Yatırımcının Korunması ve Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme, Ankara, Ekim 2018.
- Sancak, Ethem** : Sermaye Piyasası Sözlüğü, İstanbul 2014.
- Sargent, Mark A.** : “Are Limited Liability Company Interests Securities?”, Pepperdine Law Review, Vol. 19, Issue 3, 1992, s. 1069-1103.
- Sarı, Suat** : Vekalet Sözleşmesinin Tek Taraflı Sona Erdirilmesi, İstanbul 2004.
- Serozan, Rona** : Eşya Hukuku I, Genişletilmiş 3. Baskı, İstanbul 2014.
- Schüler, Martin** : Integrated Financial Supervision in Germany, Discussion Paper No. 04-35, Center for European Economic Research, Zew Mannheim, 2004.
- Scranton, David F.** : “Clickwrap or Browsewrap: Enforceable Website Agreements”, Banking Law Journal, Vol. 119, Issue 3, March 2002, s. 290-299.
- Seçer, Öz** : Alım Satım Komisyonculuğu Sözleşmesi, İstanbul 2013.
- Selvi, Yakup** : Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, İstanbul 2000.
- Semerci Vuraloğlu, Tuğba** : Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı, İstanbul, Kasım 2018.
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu:** 21. Basım, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul 2011.
- Sevi, Ali Murat** : Anonim Ortaklıkta Payın Devri, Ekim 2018.
- Siegel, Daniel R./Siegel Diane F.:** Futures Markets, 1990.
- Siems, Mathias M.** : The Foundations of Securities Law, European Business Law Review, Vol. 20, 2009.

- Sönmez, Yusuf Ziyaeddin** : Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1997. (*Aracı Kurumlar*)
- Sönmez, Yusuf Ziyaeddin** : “Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmeleri”, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (6-7 Haziran 2013 İstanbul), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, Ankara, 2017, s. 247-417.
- Sönmez, Yusuf Ziyaeddin** : Panel: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Getirdikleri, Sorular ve Cevaplar, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (6-7 Haziran 2013 İstanbul), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, Ankara, 2017, s. 529-537. (*Sorular ve Cevaplar*)
- Sözer, Bülent** : Elektronik Sözleşmeler, İstanbul, Mart 2002.
- Stigler, George** : “The Economics of Information”, Journal of Political Economy, Vol. 69, 1961.
- Suca, Cem** : Türkiye’de Takas Sistemi ve Sistemin Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2004.
- Sumer, Ayşe** : Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, İstanbul 2001. (*Meslek Kuralları*)
- Sumer, Ayşe** : “Aracı Kurumların Meslek Kurallarına Aykırı İşlemleri ve Sonuçları”, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, C. I, İstanbul 2002, s.671-696. (*Aracı Kurumlar*)
- Sumer, Ayşe** : Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul 2002.
- Sumer, Ayşe** : “Portföy Yönetim Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu ve Sorumluluk Davaları”, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan, İstanbul 1998, s. 525-550. (*Portföy Yönetim Şirketleri*)
- Şakar, Ünsal** : Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası, Eskişehir 1998.
- Tandoğan, Haluk** : Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. II, İstanbul, Temmuz 2010.

- Taner Berna/Akkaya Cenk** : Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, İzmir 2004.
- Tanör, Reha** : Türk Sermaye Piyasası, 1. Cilt, Taraflar, İstanbul 1999. (1. Cilt)
- Tanör, Reha** : Türk Sermaye Piyasası, 2. Cilt, Halka Arz, İstanbul 2000.
- Tekelioğlu, Numan** : “Sorumluluk Anlaşmalarına İlişkin Bir Yargıtay Kararı İncelemesi”, Süleyman Demirel Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 6, S. 1-2, 2016, s. 1-34.
- Tekinalp, Ünal** : “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. 33, S. 9, 1986, s. 310-318. (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti)
- Tekinalp, Ünal** : “Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru”, BATİDER, Haziran 1988, Cilt XIV, S. 3, s. 1-16.
- Tekinalp, Ünal** : “Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde, Merkezi Kayıt Kuruluşu Kayıtlarının Etkisi”, Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s. 537-543. (Kaydi Paylar)
- Tekinalp, Ünal** : Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988. (Banka Hukuku)
- Tekinalp, Ünal** : Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş., İstanbul 1982. (Sermaye Piyasası)
- Tekinanlp, Ünal** : “Türk Bankacılık Uygulamasında Genel İşlem Şartları”, Prof. Dr. Ernst E. Hirsch'in Hatırasına Armağan, İstanbul 1986. (Genel İşlem)
- Tekinalp, Ünal** : “Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasası Yatırımcısının Korunması ve Mesleki Etik Kurallar”, Mesleki/Etik Kurallar & Yatırımcı Hakları, İstanbul, 6 Mart 2002, TSPAKB, s. 55-60. (Avrupa Birliği)
- Tekinalp, Ünal/Çamoğlu Ersin**: Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu, İstanbul, Temmuz 2018.
- Teoman, Ömer** : Menkul Değer Borsaları ve Alman Sistemi, Otuz Yıl Ticaret Hukuku, Tüm Makalelerim, C. I, 1971-1982, İstanbul 2000, s. 195-214. (Menkul Değer Borsaları)



- Tevetoğlu, Mete** : Mali Durumu Bozulan Aracı Kurumlarda Alınacak Tedbirler ve Özellikle Tedrici Tasfiye, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005. (*Mali Durum*)
- Tevetoğlu, Mete** : Sermaye Piyasasında Uygulanacak Hukuk ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim, Ankara, 2010.
- Tınıç, Seha** : “The Strategy for Developing Efficient and Liquid Securities Market: Competition or Public Regulation?”, Recent Developments in Capital Markets in Turkey, Proceedings of The OECD-CMB Conference in 1985, CMB Publications No: 2, Ankara 1985, s. 155-176.
- Topaloğlu, Mustafa** : “Sermaye Piyasası Hukukuna Göre Hisse Devri”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 185-190.
- Topaloğlu, Mustafa** : Konut Finansmanı Mortgage Hukuku ile İlgili Makaleler, İstanbul 2017.
- Tuğ, Mehmet Arif** : Sermaye Piyasalarında Yatırım Danışmanlığı, İstanbul, Kasım 2018.
- Tuncer, Selahattin** : Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori Uygulama), İstanbul, 1985.
- Turanboy, Asuman** : 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi, AÜHFD, C. 48, S. 1-4, 1999, s. 39-55. (*Kaydi Değer*)
- Turanboy, Asuman** : Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Ankara, 1990. (*Insider*)
- Turanboy, Asuman** : “Tasarruf Mevduatı Sigortasının Hukuki Niteliği ve Kapsamı”, BATİDER, C. XXI, S. 2, Aralık 2001, s. 65-80. (*TMSF*)
- Turanboy, Asuman** : Halka Açık Banka Hissedarının Korunması, Ankara, 2002. (*Banka Hissedari*)
- Turanboy, Asuman** : Varakasız Kıymetli Evrak, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara, 1998. (*Varakasız*)

- Turanboy, Asuman** : “Yatırım Kuruluşları”, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, Ankara, 2017, s. 83-100. (*Yatırım Kuruluşları*)
- Turanboy, Asuman** : “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları”, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul, Ocak 2019, s. 1285-1292.
- Türk, İsmail** : “I. Oturum: Piyasa Ekonomisine Geçiş, Sermaye Piyasalarında Devletin Rolü ve Kamu Müdahalesi”, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, SPK Uluslararası Semineri 31 Ekim – 2 Kasım 1990, Sermaye Piyasası Kurulu, Mayıs 1995, s. 14-19.
- Türk, Ahmet** : Anonim Ortaklıklarda Sermaye Kaybı ve Borca Batıklığın Hukuki Sonuçları, Ankara 1999.
- Türkoğlu, Ferah** : Aracı Kurumlarda Malî Durumun Bozulması ve Yatırımcıları Koruma Fonu, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2007.
- Tütüncü Muharrem** : “Anonim” Şirketin Sonu: Hamiline Yazılı Pay Senetleri İçin Öngörülen Yeni Düzenlemeler”, İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 16, S. 2, Temmuz 2017.
- Uyan, Göktürk** : “Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Genel Kredi Sözleşmesi Kavramı ile İlişkisi”, İstanbul Barosu Dergisi, C. 79, S. 2005/4, s. 1129-1143.
- Uzun Kazmacı, Özge** : İnternet Ortamında Kurulan Mesafeli Sözleşmelerde Tüketicinin Korunması, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, 2016, C. 22, S. 3, s. 2791-2718.
- Uyumaz, Alper** : “Elektronik Sözleşmelerin Web Siteleri Aracılığıyla Kurulması ve Bu Sözleşmelerin İfası”, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt: 9, Özel Sayı, 2007, s. 907-930.
- Uzel, Necdet** : Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, İstanbul, Nisan 2013.
- Üçışık, Güzin** : “Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi”, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2009, C. 3, S. 1, s. 1-23.

**Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya:** Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul, 2014.

**Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya/Nomer Ertan:** Ticari İşletme Hukuku, İstanbul, 2015.

**Ünal, Mücahit** : Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, Ankara 2011.

**Ünal, Mücahit** : “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi Ve Kaydi Sistem Kapsamında Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Kaydi Olarak İhracı”, GÜHFD, C. XV, 2011, S. 3, s. 65-75. (*Kaydi Sistem*)

**Ünal, Oğuz Kürşat** : Aracı Kurumlar: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, Ankara 1997. (*Aracı Kurumlar*)

**Ünal, Oğuz Kürşat** : Sermaye Piyasasında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Haziran 1997, Cilt 1, S. 1, s. 81-113. (*Halka Arz*)

**Ünal, Oğuz Kürşat** : “Tacirin Basiretli İş Adamı Gibi Hareket Mükellefiyeti”, Maliye Postası, Ankara 1988, s.56 vd.

**Ünal, Oğuz Kürşat** : “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi”, GÜHFD, C. V, S. 1-2, Haziran Aralık 2001, s. 1-19. (*Kaydileştirilme*)

**Ünan, Samim** : Türk Ticaret Kanunu Şerhi Altıncı Kitap, Sigorta Hukuku, C. I Genel Hükümler, İstanbul Ekim 2018.

**Ünan, Samim** : Türk Ticaret Kanunu Şerhi Altıncı Kitap, Sigorta Hukuku, C. II Sigorta Türlerine İlişkin Özel Hükümler, İstanbul, Kasım 2018. (*C. II*)

**Üzeler, Rabia Sanem** : Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2014.

**Variş Tezcanlı, Meral** : İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul 1996.

**Variş Tezcanlı, Meral/Erdoğan, Oral:** Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Mayıs 1996.

**Warren, Manning Gilbert** : European Securities Regulation, Kluwer Law International, 2003.

- Werlen, Stephan/Landolt, Kaspar:** Securities Law in Switzerland, s. 8.
- West Richard R./ Tınıç Seha M.:** The Economics of the Stock Market, Praeger Publishers, 1971.
- Whitehead, Charles K.** : “Size Matters: Commercial Banks and the Capital Markets”, 76 Ohio State Law Journal, Vol. 76, No. 4, 2015.
- Yalçın, Barbaros** : Tezgahüstü Hisse Senedi Piyasaları: A.B.D. ile Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara 1996.
- Yanlı, Veliye** : Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Bilgiye Dayalı Manipülasyon Suçları, BATİDER, 2004, C.22, S.4, s. 23-44.
- Yanlı, Veliye** : Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s. 102, 103. (HAAO)
- Yanlı, Veliye** : Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları, BATİDER Eylül 2016, C. 32, S. 3, s. 5-35. (Yatırım Sözleşmesi)
- Yanlı, Veliye/Okutan Nilsson, Gül:** “Kaydileştirilmiş Paylar Bakımından Pay Defteri Gerekli Midir?”, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul, Ocak 2019, s. 1327-1348.
- Yasaman, Hamdi** : Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992.
- Yasin, Melikşah** : Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ağustos 2002.
- Yaslıdağ, Beyhan** : Forex Piyasası İşlemleri, Ankara, Nisan 2014.
- Yavilioğlu, Cengiz/Delice, Güven:** “Tezgah-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme”, Maliye Dergisi, S. 151, Temmuz-Aralık 2006, s. 63-84.
- Yavuz, Cevdet** : Borçlar Hukuku Dersleri (Özel Hükümler), İstanbul, Ağustos 2018.
- Yavuz, Cevdet** : Türk, İsviçre ve Fransız Medeni Hukuklarında Dolaylı Temsil, 1983. (Dolaylı Temsil)
- Yavuz, Cevdet/Acar, Faruk/Özen, Burak** : Borçlar Hukuku Dersleri (Özel Hükümler), İstanbul 2018.

- Yayla, Ümit** : “Menkul Kıymetlerin Kaydileştirilmesi”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 102-129.
- Yelmen, Adem** : Türk Borçlar Kanunu’na Göre Genel İşlem Şartları, Ankara, 2014.
- Yeşiltepe, Salih Önder** : Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları, Ankara, 2014.
- Yetim, Sedat** : Repo, Ters Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri, Cilt I, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997.
- Yıldız, Burçak** : Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında Yatırım Tavsiyeleri, Ankara, 2015.
- Yıldız, Burçak** : “Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Kavramı Hakkında (SPK m. 38.1.c)”, BATİDER Aralık 2014, C. 30, S. 4, s. 183-224. (*Genel Yatırım Tavsiyesi*)
- Yılmaz, Gülşah** : Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası İle Borsanın Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2012.
- Yılmaz, Mustafa Kemal** : Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Currency Futures), İstanbul 2002.
- Yılmaz, Erdal** : “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ocak/2014.
- Yılmaz, Sacit** : “Suçtan Kaynaklanan Malvarlığı Değerlerini Aklama Suçu”, Ankara Barosu Dergisi, 2011/2, s. 70-97.
- Yüksel, Ali Sait/Rodoplu, Gültekin:** Sermaye Piyasası, İstanbul 1980.
- Zhang, Peter G.** : Barings Bankruptcy and Financial Derivatives, New York 1995.
- Zevkliler, Aydın/Gökyayla, Emre:** Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara 2018.
- Zevkliler, Aydın/Özel, Çağlar:** Tüketicinin Korunması Hukuku, 2016.

## DİĞER ÇEVİRİMİÇİ KAYNAKLAR

- Çetin, Nusret: Investor Protection as the Objective of Securities Regulation: Goal v Instruments.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2226778](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2226778)
- Werlen, Stephan/Landolt, Kaspar: Securities Law in Switzerland.  
<https://cms.law/en/CHE/Publication/Securities-Law-in-Switzerland>
- Jonas **Neiemeyer**, An Economin Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to Go after the Lamfalussy Report?, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, S. 482, 14 Aralık 2001.  
<https://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf>
- SPK'nın III-35/A.1 Sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliğ Taslağı  
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1292>
- Pay Piyasası Takas Esasları  
[http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/takas-esaslari\\_tr](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/takas-esaslari_tr)
- Menkul Kıymet Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi  
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/253>
- Borsa İstanbul A.Ş. Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası  
<https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/viop/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf?sfvrsn=4>
- İktisat Sözlüğü  
<https://www.iktisatsozlugu.com/nedir-1332--mevduat-karsiliklari-#.XBTW11wzBIU>
- Borsa İstanbul A.Ş. Hakkımızda  
<http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/hakkimizda>
- Directive on Markets in Financial Instruments– MiFID  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32004L0039>
- Directive on Markets in Financial Instruments - MiFID II  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>

- SPK Uygunluk ve Yerindelik Testleri  
<http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140516/0>
- SPK Serbest Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi  
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/819>
- International Organization of Securities Commissions, “Objectives and Principles of Securities Regulation” (May 2017)  
[www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf)
- FINRA Regulatory Notice numbered 07-43  
<http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p036816.pdf>
- Good Practices for Financial Consumer Protection 2017 Edition  
<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/28996/122011-PUBLIC-GoodPractices-WebFinal.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Finansal Erişim, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları Genelgesi  
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1075>
- Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı Arka Plan Belgesi  
[http://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat\\_0124.pdf](http://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat_0124.pdf)
- Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu  
<https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>
- US Securities and Exchange Commission, Fast Answers  
<https://www.sec.gov/fast-answers/answers-blueskyhtm.html>
- SIPC, Questions About SIPC  
<https://www.sipc.org/for-investors/investor-faqs>
- What SIPC Protects?  
<https://www.sipc.org/for-investors/what-sipc-protects>
- The SIPC Fund  
<https://www.sipc.org/about-sipc/the-sipc-fund>
- Davis Polk, Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010  
[https://www.davispolk.com/files/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910\\_Financial\\_Reform\\_Summary.pdf](https://www.davispolk.com/files/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf)
- About the FCA  
<https://www.fca.org.uk/about/the-fca>

- FSCS Mission and Role  
<https://www.fscs.org.uk/about-fscs/organisational-information/mission-and-aims/>
- İsviçre Sermaye Piyasası, Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği, Sermaye Piyasasında Gündem, S. 49, Eylül 2006 s. 8  
[https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylik\\_Yayinlar\\_2006\\_gundem\\_200609.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2006_gundem_200609.pdf)
- Stephan **Werlen**/Kaspar **Landolt**, Securities Law in Switzerland,  
<https://cms.law/en/CHE/Publication/Securities-Law-in-Switzerland>
- FINMA's Legal Basis  
<https://www.finma.ch/en/documentation/legal-basis/laws-and-ordinances/finma/>
- ESMA, Who We Are?  
<https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>
- 04.07.2012 tarihli 648/2012 sayılı Avrupa Konseyi düzenlemesi  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>
- Portföy Yöneticiliği  
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/447>
- Directive 97/7/EC of the European Parliament on the Council of 20 May 1997 on the Protection of Consumers in Respect of Distance Contracts  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A31997L0007>
- Directive 2002/65/EC of the European Parliament and of the Council of 23 September 2002 Concerning the Distance Marketing of Consumer Financial Services  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0065>
- Merkezi Karşı Taraf  
<https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/verilen-hizmetler/merkezi-karsi-taraf-mkt>
- Fiziki Saklama  
<https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/verilen-hizmetler/saklama-hizmetleri/fiziki-saklama>
- Takasbank, Tarihçe  
<https://www.takasbank.com.tr/tr/hakkimizda/tanitim/tarihce>
- İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.  
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/8/3>



- İstanbul Takas Ve Saklama Bankası A.Ş.'nin Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem Ve Opsiyon Piyasası'nda Yürüteceği Merkezi Karşı Taraf Hizmeti Ve Bu Hizmete İlişkin Takas Esasları Prosedürü  
[https://www.takasbank.com.tr/documents/prosedurler/prs-mkt-001-tat-001-viop\\_proseduru\\_turkce\\_06112018.pdf](https://www.takasbank.com.tr/documents/prosedurler/prs-mkt-001-tat-001-viop_proseduru_turkce_06112018.pdf)
- IOSCO'un Uluslararası Meslek Ahlakı Kuralları Raporu  
<https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES4.pdf>
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları  
[https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/TSPB\\_Meslek-Kurallari-Duzenlemesi.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/TSPB_Meslek-Kurallari-Duzenlemesi.pdf)
- Emirler  
<http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi/emirler>
- Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Prosedürü  
<https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/uue/pay-piyasasi-proseduru.pdf?sfvrsn=36>
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyiş Esasları Genelgesi  
<http://www.borsaistanbul.com/data/Genelge/gn433yeni.pdf>
- FINRA Rules  
[http://finra.complinet.com/en/display/display\\_viewall.html?rbid=2403&element\\_id=607&record\\_id=609&filtered\\_tag](http://finra.complinet.com/en/display/display_viewall.html?rbid=2403&element_id=607&record_id=609&filtered_tag)
- Questions and Answers on MiFID II and MiFIR Investor Protection and Intermediaries topics  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf)
- Investopedia  
<https://www.investopedia.com/ask/answers/what-do-t1-t2-and-t3-mean/>
- Borsa İstanbul A.Ş. Pay Alım Satım Klavuzu  
[https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay\\_alim\\_satim\\_kilavuzu.pdf](https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay_alim_satim_kilavuzu.pdf)
- FATF Who We Are?  
<http://www.fatf-gafi.org/about/>
- MASAK Görevler ve Yetkiler  
<http://www.masak.gov.tr/tr/content/gorev-ve-yetkiler/39>

- Piyasa Rehberi Sözlüğü  
<http://piyasarehberi.org/sozluk/ordino>
- SPK Kaldıraçlı İşlemlere İlişkin Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı  
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/836>
- Takasbank, Hakkımızda  
<https://www.takasbank.com.tr/tr/hakkimizda/tanitim/takasbank>
- Tezgahüstü Türev İşlem Türleri ve İşlemlere Konu Dayanak Varlıkların İlanı ile Tezgahüstü Türev İşlemlerde Kullanılan İşlem Platformu, Program, Modül ve Eklentilerin Birliğe Bildirimine İlişkin Esaslar Hakkında Genelge  
[https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2016/04/Genelge\\_28\\_Tezgahustu-Turev-Islemler-Listesi-ve-Platformlar\\_Web-Sitesi.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2016/04/Genelge_28_Tezgahustu-Turev-Islemler-Listesi-ve-Platformlar_Web-Sitesi.pdf)
- Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Prosedürü  
<https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/uue/borsa-istanbul-as-vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-proseduru.pdf?sfvrsn=44>
- Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on Investor Compensation Schemes  
<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997L0009:EN:HTML>
- Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on Investor Compensation Schemes  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52010PC0371>
- YTM, Tazmin ile İlgili Sıkça Sorulan Sorular  
<http://www.ytm.gov.tr/s-sorulan-sorular/tazmin-ile-ilgili-s%C4%B1k%C3%A7a-sorulan-sorular.aspx>
- TSPAKB Tahkim Kuralları  
[https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/IHIM\\_Mevzuat\\_Birlik\\_Mevzuati\\_tspakb\\_tahkim.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/IHIM_Mevzuat_Birlik_Mevzuati_tspakb_tahkim.pdf)
- SESC'in Tarihi  
<https://www.fsa.go.jp/sesc/english/aboutsesc/01.pdf>