

T.C.  
ANKARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)  
ANABİLİM DALI

**SERMAYE PİYASASI**  
**ARACILIK FAALİYETLERİNDE**  
**YATIRIMCININ KORUNMASI**

Doktora Tezi

Mustafa Sencer KARA

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Asuman TURANBOY

Ankara-2006

## İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	I
KISALTMALAR.....	VII
BİBLİYOGRAFYA .....	X
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASASINDA GENEL OLARAK

#### YATIRIMCININ KORUNMASI

<b>§ 1 SERMAYE PİYASASI .....</b>	<b>4</b>
I. Sermaye ve Piyasa Kavramları .....	4
II. Sermaye Piyasası Kavramı .....	8
III. Sermaye Piyasası Türleri.....	13
A. Birincil Piyasalar .....	14
B. İkincil Piyasalar .....	15
1. Borsalar .....	16
2. Tezgahüstü Piyasalar.....	19
<b>§ 2 SERMAYE PİYASASINDA YATIRIMCI KAVRAMI .....</b>	<b>20</b>
<b>§ 3 YATIRIMCININ KORUNMASI BAKIMINDAN SERMAYE PİYASASININ DÜZENLENMESİ.....</b>	<b>24</b>
I. Genel Olarak .....	24
II. Sermaye Piyasalarına İlişkin Düzenlemelerin Gerekliliği.....	27
A. Piyasa Başarısızlığı Teorisi .....	27
B. Kamu Yararı ve Kamu Tercih Teorisi.....	29
III. Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunmasının Gerekliliği .....	30
IV. Sermaye Piyasasına İlişkin Düzenlemelerde Yatırımcıyı Korumaya Yönelik İlkeler .....	31
A. Liyakat İlkesi.....	32
B. Kamuyu Aydınlatma İlkesi.....	35
<b>§ 4 KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA YATIRIMCININ KORUNMASINA İLİŞKİN HUKUKİ DÜZENLEMELER.....</b>	<b>41</b>
I. ABD’de Yatırımcının Korunması.....	42
A. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission-SEC).....	45
B. Öz Düzenleyici Kuruluşlar (Self Regulatory Organization-SRO) .....	46
C. Birincil Piyasalara İlişkin Hukuki Düzenlemeler (Securities Act of 1933 .....	47
D. İkincil Piyasalara ve Kamunun Sürekli Aydınlatılmasına İlişkin Hukuki Düzenlemeler (Securities Exchange Act of 1934) .....	49
E. 1970 Tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Kanunu ve Koruma Fonu.....	51

F. Yeni Muhasebe Uygulamaları ve Yatırımcının Korunması (Sarbanes-Oxley Act of 2002).....	53
II. İngiltere’de Yatırımcının Korunması .....	54
III. Japonya’da Yatırımcının Korunması .....	58
IV. İtalya’da Yatırımcının Korunması .....	61
V. Fransa’da Yatırımcının Korunması .....	63
VI. Almanya’da Yatırımcının Korunması.....	65
VII. Avrupa Birliği’nde Yatırımcının Korunması.....	68
A. Yatırımcı Tazminat Sistemleri .....	69
B. Kamuyu Aydınlatma.....	72
C. Sermaye Yeterlilikleri.....	76
<b>§ 5 TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKU’NDA</b>	
<b>YATIRIMCININ KORUNMASI.....</b>	<b>77</b>
I. Genel Olarak .....	77
II. Yatırımcıyı Korumaya Yönelik Hukuki Düzenlemeler.....	77
A. Sermaye Piyasası Kanunu .....	77
1. Sermaye Piyasası Kanunu’nun Amacı .....	80
2. Sermaye Piyasası Kanunu’nun Konusu .....	81
3. Sermaye Piyasası Kanunu’nun Kapsamı.....	82
B. Türk Ticaret Kanunu .....	83
C. Diğer Düzenlemeler.....	85
III. Yatırımcının Korunmasında Düzenleyici ve Denetleyici Otorite-Sermaye Piyasası Kurulu .....	87
A. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Amacı.....	88
B. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Niteliği .....	90
C. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Görev ve Yetkileri .....	91

## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASASI ARACILIK FAALİYETLERİ VE

#### YATIRIMCININ KORUNMASI

<b>§ 1 SERMAYE PİYASASINDA ARACILIK .....</b>	<b>94</b>
I. Genel Olarak .....	94
II. Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetleri.....	96
III. Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinin Konusu.....	99
<b>§ 2 SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ İHRACINA VE</b>	
<b>HALKA ARZINA ARACILIK FAALİYETLERİNDE</b>	
<b>YATIRIMCININ KORUNMASI.....</b>	<b>101</b>
I. Genel Olarak .....	101
II. Halka Arza Aracılık Sözleşmesi.....	107
III. Halka Arza Aracılık Sözleşmesinin Şekli ve Kapsamı .....	110
IV. Halka Arza Aracılık Sözleşmesinin Tarafları .....	112
V. Halka Arza Aracılık Sözleşmesi Türleri .....	115
A. En İyi Gayret Aracılığı Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği .....	116
B. Aracılık Yüklenim Sözleşmesi .....	119

1. Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği.....	120
2. Tümüünü Yüklenim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği .....	122
3. Kısmen Yüklenim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği.....	126
VI. Halka Arza Aracılık İşlemlerinde Yatırımcının Korunması .....	127
A. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü .....	128
1. Genel Olarak .....	128
2. Kamuyu Aydınlatma Araçları .....	129
3. Kamuyu Aydınlatmakla Yükümlü Olanlar .....	134
4. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğüne Aykırılığın Sonuçları .....	135
B. Halka Arzda İşlem Yasağı.....	138
C. Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatlandırılması.....	140
D. Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler .....	142
E. Sermaye Piyasası Araçlarının Teslimi ve Bedellerinin Ödenmesi .....	143
F. Aracı Kullanma Zorunluluğu .....	146
<b>§ 3 ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETLERİNDE</b>	
<b>YATIRIMCININ KORUNMASI.....</b>	<b>148</b>
I. Genel Olarak .....	148
II. Alım Satım Aracılık Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği.....	151
III. Alım Satım Aracılık Sözleşmesinin Şekli ve Kapsamı .....	153
IV. Alım Satım Aracılık Sözleşmesinin Tarafları .....	158
V. Alım Satım Aracılık Faaliyetlerinde Uygulanacak Bireysel Sözleşmeler ve Hukuki Nitelikleri .....	160
VI. Alım Satım Aracılık İşlemlerinde Yatırımcının Korunması .....	165
A. Genel Olarak.....	165
B. Müşteri Emirleri .....	166
C. Müşteri Emirlerinde Uyulacak Esaslar.....	174
1. Mesleki Dikkat ve Özenin Gösterilmesi .....	176
2. Müşteri Menfaatlerinin Gözetilmesi ve Dürüst Davranma .....	177
3. Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi .....	180
a. Aracı Kuruluş İle Müşteri Arasındaki Çıkar Çatışmaları.....	181
b. Müşteriler Arasındaki Çıkar Çatışmaları .....	183
4. Müşteriyi Aydınlatma ve Bilgi Sağlama.....	184
D. Alım Satım Taahhütlerinin Yerine Getirilmesi .....	185
E. Gerçekleşen Emirlerin Tasfiyesi.....	189
1. Gerçekleşen Satım Emirlerinin Tasfiyesi.....	189
2. Gerçekleşen Alım Emirlerinin Tasfiyesi.....	192
<b>§ 4 TÜREV ARAÇLARIN ALIM SATIMINA ARACILIK</b>	
<b>FAALİYETLERİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI.....</b>	<b>193</b>
I. Genel Olarak .....	193
II. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği ...	201
III. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Sözleşmesinin Şekli ve Kapsamı .....	202
IV. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Sözleşmesinin Tarafları .....	204
V. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerinde Uygulanacak Bireysel Sözleşmeler ve Hukuki Nitelikleri.....	205
VI. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık İşlemlerinde Yatırımcının Korunması .....	207

A. Borsa ve Takas Üyeliği Şartı.....	207
B. Müşteri Emirleri .....	214
C. Müşteri Emirlerinde Uyulacak Esaslar .....	220
1. Mesleki Dikkat ve Özenin Gösterilmesi .....	220
2. Müşteri Menfaatlerinin Gözetilmesi ve Dürüst Davranma .....	221
3. Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi .....	222
4. Müşteriyi Aydınlatma ve Risk Açıklama.....	225
D. Müşteri Emirlerinin Gerçekleşmesi.....	228

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ARACILIK FAALİYETLERİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI BAKIMINDAN ÖZELLİK ARZ EDEN DURUMLAR

<b>§ 1 SERMAYE PİYASASI ARACILIK ÇERÇEVE SÖZLEŞMELERİNİN GENEL İŞLEM ŞARTLARI AÇISINDAN DENETLENMESİ.....</b>	<b>232</b>
I. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmeleri.....	232
II. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Şartlarının Denetimi .....	234
A. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinin Sermaye Piyasası Mevzuatı Hükümleri ile Denetimi.....	236
B. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinin Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Hükümleri ile Denetimi.....	242
C. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinin Medeni Kanun ve Borçlar Kanunu Hükümleri ile Denetimi .....	248
III. Uygulamada Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Görülen Genel İşlem Şartları.....	250
A. Aracı Kuruluşun Sorumsuzluğuna İlişkin Genel İşlem Şartları .....	250
1. Aracı Kuruluşun Kendi Kusurundan Sorumsuzluğuna İlişkin Kayıtlar .....	251
2. Aracı Kuruluşun Acentenin Kusurundan Sorumsuzluğuna İlişkin Kayıtlar.....	255
3. Aracı Kuruluşun Yardımcı Kişilerin Kusurundan Sorumsuzluğuna İlişkin Kayıtlar.....	258
B. Müşterinin Sorumluluğuna İlişkin Genel İşlem Şartları.....	260
C. Aracı Kuruluşa Serbesti Tanıyan Genel İşlem Şartları.....	261
1. Sözleşme Koşullarını Değiştirme Yetkisi Tanıyan Kayıtlar .....	261
2. Müşteri Hakkındaki Bilgilerin Üçüncü Kişilere Verilmesine İlişkin Kayıtlar.....	264
D. Usul Hukukuna İlişkin Genel İşlem Şartları .....	265
1. Yetkili Mahkemenin Tayini .....	265
2. Delil Sözleşmeleri .....	267
3. İspat Yükünün Yer Değiştirmesi.....	269

<b>§ 2 ARACILIK FAALİYETLERİNDE İRADE SAKATLIĞI VE GABİN HALLERİ .....</b>	<b>271</b>
I. İrade Sakatlığı Halleri .....	271
A. Hata .....	272
B. Hile .....	276
C. İkraah.....	279
II. Gabin Hali.....	279
III. İrade Sakatlığı ve Gabin Hallerine Bağlanan Sonuçlar.....	280
<b>§ 3 YATIRIMCI VARLIKLARININ KORUNMASI.....</b>	<b>285</b>
I. Genel Olarak .....	285
II. Yatırımcıları Koruma Fonu .....	286
A. Fonun Amacı .....	288
B. Fonun Yönetimi.....	289
C. Fonun Kapsamı.....	289
D. Fonun Gelirleri .....	290
III. Tedrici Tasfiye .....	291
A. Tedrici Tasfiyeyi Gerektiren Haller .....	293
B. Tedrici Tasfiye Kararı ve İlanı .....	294
C. Tedrici Tasfiye İşlemlerinde Müşteri Alacaklarının Ödenmesi .....	294
1. Malvarlığının Tespiti.....	294
2. Hak Sahiplerinin ve Alacak Tutarlarının Tespiti .....	296
3. Alacaklılar Cetveli ve Kısmi Dağıtım .....	296
4. Saklama Hesaplarındaki Sermaye Piyasası Araçlarının Dağıtımı ...	297
5. Fon Kapsamındaki Alacakların Ödenmesi ve Tasfiye Bakiyesinin Dağıtımı.....	298
IV. Müşteri İsmine Saklama.....	299
V. Sermaye Yeterliliği.....	303
VI. Teminat Yatırma Yükümlülüğü .....	305
<b>§ 4 SERMAYE PİYASASI ARACILIK FAALİYETLERİNDEN DOĞAN UYUŞMAZLIKLARIN ÇÖZÜMÜ.....</b>	<b>308</b>
I. Genel Olarak .....	308
II. Uyuşmazlığın Çözümünde Yetkili Mercii.....	311
III. Başvuru ve Uyuşmazlığın Çözümü.....	313
<b>SONUÇ .....</b>	<b>315</b>
<b>ÖZET .....</b>	<b>325</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>326</b>
<b>ZUSAMMENFASSUNG .....</b>	<b>328</b>

## KISALTMALAR

ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
AKTTUEHY	:Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul Ve Esasları Hakkında Yönetmelik
BATİDER	:Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
bkz.	:Bakınız
BK	:Borçlar Kanunu
BKT	:Borçlar Kanunu Tasarısı
C.	:Cilt
Çev.	:Çeviren
dn	:dipnot
E	:Esas
EİTİAD	:Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi
Fon	:Yatırımcıları Koruma Fonu
HAAO	:Halka Açık Anonim Ortaklık
HD	:Hukuk Dairesi
HUMK	:Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu
IOSCO	:International Organization Of Securities Commission
İİBF	:İktisadî ve İdarî Bilimler Fakültesi
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İMKBY	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği
İMKB-HSPY	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği
İMKB-TBPY	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil Ve Bono Piyasası Yönetmeliği
İMKB-TSMY	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas Ve Saklama Merkezleri Yönetmeliği
K	:Karar
Kanun	:Sermaye Piyasası Kanunu
Karş.	:Karşılaştırınız
Kurul	:Sermaye Piyasası Kurulu

m.	:madde
MKB-KÇEHY	:Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik
MKK	:Merkezi Kayıt Kuruluşu
NASD	:The National Association of Securities Dealers
No.	:Numara
NYSE	:New York Stock Exchange
RG	:Resmi Gazete
s	:sayfa
S	:Sayı
SEC	:Securities and Exchange Commission
SPK	:Sermaye Piyasası Kanunu
SRO	:Self Regulatory Organization
T.	:Tarih
Takasbank	: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TDK	:Türk Dil Kurumu
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TKHK	:Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun
TSHŞHY	:Tüketici Sözleşmelerindeki Haksız Şartlar Hakkında Yönetmelik
TSPAKB	:Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK	:Türk Ticaret Kanunu
U.K.	:United Kingdom
USA	:United States of Amerika
vb.	:ve benzeri
vd.	:ve devamı
VOB	:Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi
VOB-GEN-I	:Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi Genelgeler I
VOB-KÇEY	:Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş Ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik
VOBY	:Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği



Vol.

:Volume

YKD

:Yargıtay Kararları Dergisi

YKFY

:Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği

## BİBLİYOGRAFYA\*

- Acar, Faruk** :“Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi”, Prof. Dr. Vecdi Aral’a Armağan, Kocaeli 2001, s.317-336.
- Agin, E. Warren** : “Conducting a Stock Offering Over the Internet”, Boston 2002, <http://www.aigclaw.org/tic71.html>.
- Akalın, Nevruz** :Türev Araçların Taşıdığı Risklerin Ortaya Konmasında Kamuyu Aydınlatma Düzenlemelerinin Yeri ve Önemi, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1999.
- Akbulak, Sevinç/**  
**Akbulak, Yavuz**  
**Akçaoğlu, Emin** :Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004.
- Akman, Sermet** :Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi, Ankara 2002.
- Akman, Sermet** :“Genel İşlem Şartları”, Günümüzde Yargı Dergisi, S.35, s.13-18.
- \_\_\_\_\_ :Sorumsuzluk Anlaşması, İstanbul 1976. (Sorumsuzluk Anlaşması)
- Akmansu, Mehmet** :“Sermaye Piyasası”, Maliye Dergisi, Ankara 1973, S.3, s.3-15.
- Akmaz, Demet** :Spot Menkul Kıymet Piyasalarında Uygulanan Takas Sistemleri ve Karşılaşılan Riskler, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2002.
- Aksel, Ayşe Eyüpoğlu** :Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, Yapısı, İşleyişi, Mekanizmaları ve Bazı Ülke Örnekleri, Ankara 1995.
- Aksoy, Ahmet/**  
**Tanrıöven, Cihan** : Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi, Ankara 2007.

\* Birden çok eserinden yararlanılan yazarlara yapılan yollamalarda kullanılan kısaltmalar ilgili eserin sonunda parantez içinde gösterilmiştir.

- Alp, Sinan** :İngiltere’de Sermaye Piyasasında Kamusal Denetim, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara 1986.
- Altıntaş, Mine Berra** :Sermaye Piyasasında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinlik Kuramı, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 1989.
- Altop, Atilla** :Türk, İsviçre ve Alman Hukuklarında Bankaların Verdikleri Banka Bilgilerinden Dolayı Hukuki Sorumlulukları, İstanbul 1996.
- Altun, Tuğba** :İçerden Öğrenenlerin Ticareti: Teori ve Uygulamalar, Sermaye Piyasası Kurulu Etüdü, Ankara 1993.
- Anbar, Adem** :“Online Yatırımlar ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C.3, S.3, 2001.
- Ansay, Tuğrul** :“Amerikan Anonim Ortaklıklarının İç Yüzü”, BATİDER 1978, C.IX, s.971-985.
- Apak, Sudi** :Sermaye Piyasaları ve Borsa, İstanbul 1995.
- Aral, Fahrettin** :Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Ankara 2006.
- Arda, Füsun** :“Sermaye Piyasasının Bankacılık Sistemine Etkileri”, BATİDER, Aralık 1977, C.IX, S.2, s.407-450.
- Arkan, Sabih** :Halka Açık Anonim Ortaklıklarının Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara 1976.
- \_\_\_\_\_ :Ticari İşletme Hukuku, Ankara 2005.(Ticari İşletme)
- Arıkan, A. Naci** :Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu, İstanbul 2000.
- Aslan, İ.Yılmaz** :En Son Değişikliklerle ve Yargıtay Kararları Işığında Tüketici Hukuku, Bursa 2004.
- \_\_\_\_\_ :Tüketici Hukuku Dersleri, Bursa 2006. (Dersler)
- Aslan, Zehredin/  
Berk, Kahraman** :Rekabet Kurumu’nun Oluşumu, Görev ve Yetkileri İle Yargısal Denetimi, İstanbul 2000.
- Aşıkoğlu, Rıza** :Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Tahvilleri Değerleme, Eskişehir 1983.

- \_\_\_\_\_ :“Sermaye Piyasası Aracı Olarak Kâr Ortaklığı Belgesi”, Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Eskişehir 1984, s.67-73.
- Atamer, Yeşim M.** :Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, İstanbul 2001.
- Atasoy, Adil Ömer /**  
**Taşkın, Mustafa /**  
**Acar, Hakan**  
**Aytaç, Zühtü** :Tüketiciyi Koruma Hukuku, İlgili Mevzuat ve Yargıtay Kararları, Ankara 2000.
- \_\_\_\_\_ :Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Uluslar arası Semineri, Ankara 1995.
- \_\_\_\_\_ :Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988.
- \_\_\_\_\_ : “Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler”, AÜSBFD, C.XV. Ocak-Aralık 1985, S1-4, s.229-253.
- \_\_\_\_\_ :“Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?”, Perşembe Konferansları 12, Ankara 2001, s.3-16.(Yatırımcının Korunması)
- Bahtiyar, Mehmet** :Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul 1996.
- \_\_\_\_\_ :“Anonim Ortaklıkta Sermaye Artırımının Tescili ve Tescilin İşlevi”, BATİDER 1996, C.XVIII, S.4, s.11-31. (Tescil)
- \_\_\_\_\_ :“Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması”, Yargıtay Dergisi, Ocak-Nisan 1986, C.22, S.12, s.76-98. (Genel İşlem)
- \_\_\_\_\_ :“Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğlerine İlişkin Bazı Notlar”, Ankara Barosu Dergisi, Ocak 1996, Y.53, S.1, s.39-46. (Sermaye Piyasası)
- Bayar, Doğan/** :İşletmelerde Finansal Yönetim, Eskişehir 1977.

- Büker, Semih**  
**Barlas, Nami**  
\_\_\_\_\_
- :Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul 1998.  
:“Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmelerin Özellikleri”, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1999, s.807-828.
- Battal, Ahmet**  
\_\_\_\_\_
- :“Bankacılık İşlemlerinde İspat usulü ve Delil Sözleşmeleri”, BATİDER 1997, C.XIX, S.2, s.129-140. (Delil Sözleşmesi)  
:“Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Yönünden Tacirlerin Tüketici Sıfatı”, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s.313-332.  
\_\_\_\_\_
- :Güven Kurumu Nitelendirmesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2001. (Bankaların Hukuki Sorumluluğu)
- Baykan, Renan**  
\_\_\_\_\_
- :Tüketici Hukuku, Mevzuata İlişkin Yorum-Eleştiri-Öneri, İstanbul Ticaret Odası Yayını No: 2005-41, İstanbul 2005.
- Bayram, Volkan**  
\_\_\_\_\_
- :Kayda Alma Muafiyeti Uygulamaları, Sermaye Piyasası Yeterlilik Etüdü, Ankara 2002.
- Berzek, Ayşe Nur**  
\_\_\_\_\_
- :“Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul 1995, s.51-65.
- Bilgili, Fatih**  
\_\_\_\_\_
- :Publizitätspflichten von Aktiengesellschaften nach dem türkischen Kapitalmarktrecht –Vergleich und Hinweise auf die deutsche Lösung-, Frankfurt 2000.
- Bloomenthal, Harold S.**  
\_\_\_\_\_
- :Securities Law In Perspective, New York 1977.
- Bolak, Mehmet**  
\_\_\_\_\_
- :Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul 2001.
- Bowen, Francis**  
\_\_\_\_\_
- :The Principles of Political Economy Applied to the Condition, Boston 1856.
- Brown, Philip L.**  
\_\_\_\_\_
- :Gsi’s Primer to SEC Research, USA 2004.

- Campbell, Dennis** :International Securities Law And Regulation, New York 2005.
- Canbaş, Serpil/** :Finansal Pazarlar, İstanbul 1997.
- Doğukanlı, Hatice**
- Caplan, Karen A./** :“Cross-Border Broker Dealer Insolvencies”,
- Kuczynski, Alex** Corporate Rescue, Vol. 1, Issue 2, Kluwer Law International 2004, s.104-109.
- Capps, David** :“The UK Securities And Investments Board: How It Can And Does Protect Investors”, Journal of International Banking, 1993, 8(6), s.248-251.
- Carter, Colin A.** :Futures and Options Markets, New Jersey 2003.
- Ceylan, Ali/** :Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Bursa
- Korkmaz, Turhan** 2006.
- Chambers, Nurgül R.** :Türev Piyasalar, İstanbul 1998.
- Cheeseman, Henry R.** :Introduction to Law, Its Dynamic Nature, New Jersey 2005.
- Choper, Jesse H./** :Cases and Materials on Corporations, Boston 1989.
- Coffee, John C./**
- Morris, C. Robert**
- Cichon, Michael** :Financing Social Protection, Geneva 2004.
- Civan, Mehmet** :Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Ankara 1995.
- Cima, Stefano M.** :“Investor Protection in Italy”, Journal of International Banking And Financial Law, 13(1), s.4-6.
- Cristy, George A./** :Finance Environment and Decision, New York 1976.
- Roden, Peyton Foster**
- Çapanoğlu, Mustafa Birol** :Türkiye’de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasaları, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsaları, İstanbul 1993.
- Çeker, Mustafa** :“Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi”, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan, İstanbul 1998, s.89-145.

- Çelebican, Gürgân** :“Bankalarla İlişkileri Bakımından Sermaye Piyasası”, BATİDER 1966, C.III, S.4, s.690-703.
- Çetin, Nusret** :Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemlerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2004.
- Çevik, Orhan Nuri** :“Anonim Şirketlerde Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı”, Yaklaşım Dergisi 1993, S.3, s.95-99.
- Çıtak, Serdar** :Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar, Ankara 1998.
- Demir, Mehmet** :“4282 Sayılı Kanun İle Tüketici Sözleşmeleri Alanında Getirilen Yenilikler”, BATİDER 2003, C.XXII, S.1, s.201-236.
- Demir, Tülin** :İzahname ve Mali Tablolara İlişkin Olarak Kamuyu Aydınlatmada Sorumluluk, Yeterlilik Etüdü, Ankara 1998.
- Demirbilek, Müslüm** :İngiltere’de Finansal Piyasada, Özellikle Yatırımcının Korunması Konusunda Getirilen Yenilikler, 15.5.1986 tarihli Konferans Metni.
- Demirkan, Uçar** :Sermaye Piyasaları ve Türkiye’deki Uygulamaları, Ankara 1981.
- Demirkol, Ferman** :Yerel Yönetimlerin Anayasal Güvenceleri, İstanbul 1994.
- Deryal, Yahya** :Tüketici Hukuku, Ankara 2004.
- Dizdar, Ali Murat** :“Sermaye Piyasası Kanunu’nun Anonim Ortaklıklarda “Kurucu” Kavramında Yaptığı Değişiklik Sorunu”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXX, 1983, s.282-295.
- Domaniç, Hayri** :“Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı ve Mecburiyeti”, Yaklaşım Dergisi 1994, S.20, s.5-7.
- Donay, Süheyl** :“Vekilin Talimata Uyuma ve Dürüstlikle Hareket Etme Borcu”, BATİDER 1970, C.V, S.4, s.728-749.
- Doğu, Murat** :Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye, Ankara 1996.

- Dural, Fatih** :“Sorunları ve Çözüm Yolları ile Türkiye Sermaye Piyasasının Bugünkü Durumu”, 2.Türkiye İktisat Kongresi, İzmir 1981, C.VII, s.59-76.
- Durbin, Michael P.** :All About Derivatives: The Easy Way to Get Started, New York 2005.
- Edis: Seyfullah** :Türk-İsviçre Borçlar Hukuku Sistemine Göre Akdin Lüzumlu Vasıflarında Hata, Ankara 1973.
- Emerson, Robert W.** :Business Law The Easy Way, New York 1994.
- Erdönmez, Pelin Ataman** :Japonya Mali Krizi, Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Raporu, İstanbul 2002.
- Erem, Turgut** :“Sermaye Şirketlerinin Memleketimizdeki Durumu ve Halka Açık Şirketler Haline Getirilmesi Yönünde Yapılması Gerekli İşlemler”, Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Kambiyo Borsasının Rolü, İstanbul 1968, s.61-72.
- Eren, Fikret** :Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2006.
- Ergincan, Yakup** :“Protecting Investors and Lessening Moral Hazard in Capital Markets by Using Mobile Communications and Internet Technologies and the Role of Central Registry Agency of Turkey”, Journal of Economic and Social Research 7(1), İstanbul 2005, s.31-50.
- Eriş, Gönen** :Anonim Şirketler Hukuku, Ankara 1995.
- Erkut, Celal** :“Bağımsız İdari Makamlar Müessesesi Açısından Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kısa Bir Değerlendirmesi”, Bağımsız İdari Otoriteler, İstanbul 1998, s.129-134.
- Erol, Ümit** :Futures Piyasaları: Teori ve Pratik, Ankara 1998.
- Ersan, İhsan** :Finansal Türevler, İstanbul 1997.
- Erten, Ali** :Sorumluluk Şartları, İstanbul 1976.
- Ertuna, Özcan** :Finansal Kurumlar, İstanbul 1986.
- Ertuna, Özer** :Türkiye’de Mali Piyasalar, Sorunlar ve Çözümler, İstanbul 1987.



- Ersel, Hasan/Süngü, Sevtap**: ABD’de Menkul Kıymet Yatırımcılarının Korunması: 1970 Tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarının Korunması Yasası (SIPA) ve SIPC, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara 1987.
- Ersel, Hasan/ Sak, Güven** :“Düzenleme ve İktisat Kuramı”, Prof. Dr.İsmail Türk’e Armağan, Ankara 1996, s.299-315.
- Eş, Mecit** :Kuruluş Döneminde Türkiye Sermaye Piyasası (Gelişme-Sorunlar), Kütahya 1989.
- Evik, Ali Hakan** :Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları, Ankara 2004.
- Farber, Daniel A** :Law and Public Choice: A Critical Introduction, Chicago 1991.
- Fein, Melanie L.** :Securities Activities of Banks, New York 2004.
- Fertekligil, Azmi** :“Sermaye Piyasası ve Hukuki Düzenleme”, Banka ve Ekonomik Yorumlar, İstanbul 1972, S.3, s.41-55.
- \_\_\_\_\_ :“Türkiye’de Menkul Kıymet Borsasının Öyküsü”, Para ve Sermaye Piyasası, Nisan 1985, Y.7, S.74, s.41-50.(Borsa Öyküsü)
- \_\_\_\_\_ :Türkiye’de Para ve Sermaye Piyasası Gelişmeleri, İstanbul 1983. (Türkiye’de Para)
- Feyzioğlu, Necmettin Feyzi** :Borçlar Hukuku, İkinci Kısım, Akdın Muhtelif Nevileri, C.I, İstanbul 1980.
- Focardi, Sergio/** :The Mathematics of Financial Modeling and  
**Fabozzi, Frank J.** Management, New York 2004.
- Gangopadhyay, Shubhashish**:Institutions Governing Financial Markets, Delhi 1997.
- Gezder, Ümit** :Tüketici Kredisi Sözleşmeleri, İstanbul 1998.
- Gorman, Tom** :The Complete Idiot’s Guide To Economics, Indianapolis 2003.
- Gökçe, Gökçe Alp** :Opsiyon Değerlemenin Temelleri ve Temel Opsiyon Değerleme Modelleri İle Stokastik Değişkenliğin İMKB Hisse Senedi Piyasaları’nda Geçerliliklerinin

- Araştırılması, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi, İstanbul 2006.
- Gökyayla, Cemile Demir** :“Aracı Kuruluşların İkinci El Piyasalardaki Alım-Satım Aracılık Faaliyetlerinden Doğan İspat Sorunları”, Prof. Dr. Mahmut Tefvik BİRSEL’e Armağan, İzmir, 2001, s.173-200.
- Gönenli, Atilla** :İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul 1985.
- Gözübüyük, A. Şeref / Tan, Turgut** :İdare Hukuku, İdari Yargılama Hukuku, C.II, Ankara 2004.
- Grant, J. Kirkland** :Securities Arbitration for Brokers, Attorneys, and Investors, London 1994.
- Gray, Joanna** :“The Legislative Basis of Systemic Review And Compensation For The Mis-Selling of Retail Financial Services And Products”, Statute Law Review, October 2004, s.196-208.
- Gup, Benton E.** :Financial Intermediaries, Boston 1980.
- Gücenme, Ümit** :Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Ankara 1994.
- Günel, Vural** :“Aracı Kurumların Müşterileri İle İmzaladıkları Sözleşmeler Üzerine”, Maliye ve Sigorta Yorumları Dergisi 1999, S.301, s.92-97.
- \_\_\_\_\_ :Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri, Araçlar ve Kurumlar, İstanbul 1997. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri)
- \_\_\_\_\_ :Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 1987.
- Gürsel, Meltem Kutlu** :“Sermaye Piyasası Kurulu’nun Denetimi”, Prof. Dr. İrfan Baştuğ’a Armağan, İzmir 2005, s.493-554.
- Gürsoy, Bedri** :Borsalar, Ankara 1977.
- Harbeck, Stephen P.** :“Stockbroker Bankruptcy: The Role of the District Court and the Bankruptcy Court Under the Securities Investor Protection Act”, Amerikan Bankruptcy Law Journal, Vol.56, 1982, s.277-288.

- Harwood, Richard** :“The SIB's Exercise of Its Enforcement Powers”, Company Lawyer, 1995, 16(9), s.271-276.
- Hatemi, Hüseyin** :Hukuka ve Ahlaka Aykırılık Kavramı ve Sonuçları, İstanbul 1976.
- Havutçu, Ayşe** :Açık İçerik Denetimi Yoluyla Tüketicinin Genel İşlem Şartlarına Karşı Korunması, İzmir 2003.
- Helvacı, Mehmet** :“Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Usulü ve Bu Sisteme Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı”, BATİDER 1995, C.XVIII, S.1-2, s.157-171.
- İhtiyar, Mustafa** :Sermaye Piyasası Hukuku’nda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006.
- İnağ, Nihal** :“Sermaye Piyasası ve Gelişmelerin Analizi”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No:9412, Ankara 1995, s.335-368.
- İnal, Tamer** :Açıklamalı - İctihatlı Tüketici Kredileri ve Tüketici Kredisi Sözleşmeleri, İstanbul 2002.
- İnam, Mehmet** :Türkiye’de Menkul Kıymetler Piyasası ve Yatırım Alternatiflerinin Genel Analizi, Ankara 1987.
- İnceoğlu, Mehmet Murat** :Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004.
- Jennings, Richard W./ Marsh, Harold/ Coffee, John J./ Seligman, Joel** :Securities Regulation, Cases And Materials, New York 1998.
- Johnson, Hazel** :Global Financial Institutions And Markets, Great Britain 2000.
- Johnson, R.Stafford** :Bond Evaluation Selection And Management, Oxford 2004.
- Johnson, Robert W.** :Financial Management, Boston 1996.
- Jonathan, Mark/ Anson, Paul** :Credit Dervatives: Instruments, Applications, and Pricing, New York 2004.

- Jorion, Philippe** :Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk, New York 2000.
- Kabaaliolu, Haluk A.** :Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985.
- \_\_\_\_\_ :“Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi”, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, S.43-44, Şubat-Mayıs 1986, s.33-41. (Kamuyu Aydınlatma)
- \_\_\_\_\_ :“Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu”, BATİDER 1980, C.X, S.3, s.773-808.
- Kaplan, İbrahim** :“Bankanın Sır Saklama Borcu”, BATİDER 1990, C.XV, S.4, s.3-22.
- \_\_\_\_\_ :“Banka Standart Sözleşmeleri ve Genel İşlem Şartları”, BATİDER 1991, C. XVI, S.2, s.49-89. (Banka)
- Kara, Şinasi** :Sermaye Piyasası, İstanbul 1990.
- Karababa, Serdar** :Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001.
- Karabıyık, Lale Erdem** :Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri, Bursa 1997.
- Karacan, Ali İhsan** :“Self Regulation”, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1997, s.211-213.(Self Regulation)
- \_\_\_\_\_ :“Tasarrufların Yatırımlara Dönüşmesinde Borsanın Rolü”, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1997, s.225-232.
- Karahan, Sami** :Anonim Şirketlerde Tasfiye, Konya 1998.
- Karakaş, Tülay** :Portföy Yönetim Sözleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2000.
- Karayalçın, Yaşar** :Muhasebe Hukuku, Kavramlar İlkeler Başlıca Sorunlar Yeni Gelişmeler, Ankara 1988.
- \_\_\_\_\_ :Ticaret Hukuku, I.Giriş-Ticari İşletme, Ankara 1968.(Ticari İşletme)

- \_\_\_\_\_ :Ticaret Hukuku Dersleri, C.II, Ticari Senetler, Ankara 1970.(Ticari Senetler)
- Kargı, Nihal** :Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği, Ankara 1998.
- Karlı, Muharrem** :Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul 2004.
- 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, S.2, Ankara 1997, s.82-93.
- Kazgan, Haydar** :“Galata Bankerleri”, Para Dergisi, Temmuz 1982, s.40-55.
- Kılıç, Saim** :Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Ankara 1997.
- Kılıçoğlu, Ahmet** :Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara 2005.
- Kımk, Tevfik** :Elektronik Finansın Gelişimi Karşısında Aracı Kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2002.
- Kırca, İsmail** :Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000.
- Kırman, Ahmet** :Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi, Ankara 2001.
- \_\_\_\_\_ :“Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği”, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s.713-745.
- Kidwell, David S./** :Financial Institutions, Market and Money, USA 1993.
- Peterson, Richard L./**
- Blackwell, David W.**
- Kohler, E. Louis** :“Protection for Investors”, The Accounting Review, Vol. 15, No.3, 1940, s.446-452.
- Konuralp, Haluk** :Medeni Usul Hukukunda İspat Kurallarının Zorlanan Sınırları, Ankara 1999.
- Konuralp, Halûk/** :“Borsa Uyuşmazlıkları”, Prof. Dr. Ali Bozer’e

- Konuralp, Aynur** :Armağan, Ankara 1998, s.591-608.
- Korkmaz, Turhan** :Hisse Senedi Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri, Bursa 1999.
- Koruyan, Adil** :“Sermaye Piyasasında Kurumsallaşma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Şekillenmesi Üzerinde Etkisi”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, Ankara 1996, s.159-180.
- Kostakoğlu, Cengiz** :Banka Kredi Sözleşmelerinden Doğan Uyuşmazlıklar, İstanbul 1996.
- Kotar, Erhan** :Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi, Ankara 1971.
- \_\_\_\_\_ :“Menkul Kıymetler Borsalarının Sermaye Piyasalarındaki Nâzım Rolü”, BATİDER 1967, C.III, S.1, s.29-47. (Nazım Rolü)
- \_\_\_\_\_ :“Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları”, EİTİAD, Ocak 1969, C.5, S.1. s.51-76.
- Kubilay, Huriye** :Türk Hukuku’nda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları, İzmir 1998.
- Kuntalp, Erden** :“Finansal Kiralama Kanunu ve Tüketicinin Korunması Hakkında Kanuna Göre Tüketim ve Yatırım Malları Ayırımı”, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s.287-311.
- Küçüksözen, Cemal** :Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi; Ankara 1999.
- Kütükçü, Doğan** :Sermaye Piyasası Hukuku, C.I, İstanbul 2004.  
:Sermaye Piyasası Hukuku, C.II, İstanbul 2005. (C.II)
- Laffont, Jean-Jacques/** : The Theory of Incentives: The Principal-Agent  
**Martimort, David** Model: USA 2002.
- Lastra, Rosa M.** :“The Governance Structure For Financial Regulation And Supervision In Europe”, Columbia Journal of European Law, Fall 2003, s.49-69.

- Llewellyn, D.T.** :“Financial Regulation: A perspective from the United Kingdom”, Journal of Financial Services Research, 17(1), s. 309-317.
- Manavgat, Çağlar** :Aleni Pay Alım Teklifi, Ankara 1997.  
:“Menkul Kıymetlerin Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukuki Niteliğine Etkisi”, BATİDER 1996, C.XVIII, S.4, s.127-141.  
:Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991.(Aracı Kurumlar)
- Mandacı, Pınar E./** :Capital Markets, İstanbul 2002.  
**Soydan, Halit**
- Markham, Jerry W.** :“Super Regulator: A Comparative Analysis Of Securities And Derivatives Regulation In The United States, The United Kingdom, And Japan”, Symposium Financial Supermarkets Need Super Regulators?, Brooklyn Journal of International Law 2003, s.319-410.
- Mayo, Herbert** :Basic Investments, Ohio 2006.
- Mendelson, Morris** :“Underwriting Compensation”, Investment Banking and the New Issues Market, New York 1967, s.198-227.
- Menekşe, Ayhan** :Türk Hukukunda Tedrici Tasfiye, Ankara 1993.
- Menteş, A. Ertay** :Sermaye Piyasası ve Tekniği, Ankara 1975.
- Meiners, Roger E./** :The Legal Environment of Business, Los Angeles 1994.  
**Ringleb, Al H./**
- Edwards, Frances L.**
- Mirza, Suat** :Sermaye Piyasasının Türkiye’de Durumu ve Muhtemel Gelişmesi, İstanbul 1965.
- Moroğlu, Erdoğan** :Esas Sermaye Artırımı İçin Eski İştirak Taahhütlerinin Ortaklığa Tamamen Ödenmiş Olması Şartı, İktisat ve Maliye Dergisi 1970, C.XVII, S.3, s.130, vd. (Esas Sermaye)

- 
- :“Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu”, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s.15-21.
- Morris, Virginia B./** :Standard And Poor’s Guide To Money And Investing, New York 2005.
- Morris, Kenneth M.**
- Mulcrone, Patricia** :Mc-Graw-Hill’s GED Short Course, New York 2002.
- Nowak, Eric** :“Recent Developments In German Capital Markets and Corporate Governance”, Journal of Applied Corporate Finance, Fall 2001, Vol.14, No.3, s.35-48.
- Oğuz, Cemal** :“Standart Sözleşmelerin BK. 21 ile 99/2 ve 100/3 Hükümlerine Göre Hakim Tarafından Kontrolü”, Türkiye Barolar Birliği Dergisi, S.1998/1, s.25-37.
- Önal, Recep** :“Sermaye Piyasasında Aracı Kuruluşlar”, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve kuruluşlar) Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul 1984, s.183-228.
- Özbay, Çiğdem** :Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcıların Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1999.
- Özel, Çağlar** :“Haksız Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması Sorununa Bir Bakış ve Almanya Örneği”, BATİDER 1999, C.XX, S.2, s.53-69.
- Özkanlı, Sedat** :“1982 Yılında Sermaye Piyasasının Yasal Düzeni ve Sorunları”, Konferans, İstanbul 1982, s.81-105.
- Özkara, Esra** :Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma ve Türkiye Uygulaması, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 1992.
- Özkul, Levent** :ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD’de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu’nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 2002.



- Özmen, Tahsin** :“Tahvil Derecelendirmesi (Bond Rating)”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, Ankara 1996, s.317-330.(Tahvil)
- \_\_\_\_\_ :Yabancı Sermaye Piyasalarının Denetiminde Yararlanılan Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları ve Etkinliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1986.
- Özşahin, Ahmet Kerem** :Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1999.
- Öztürk, Pınar** :Ortak Girişim ve Uygulanacak Hukuk, İstanbul 2001.
- Page, Alan C./** :Investor Protection, London 1992.
- Ferguson, R. Bob**
- Parlakkaya, Raif** :Finansal Türev Ürünler ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları, Ankara 2003.
- Paslı, Ali** :Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, İstanbul 2004.
- Perry, Raymond E.** :Accounting for Derivatives, London 1997.
- Penezoğlu, Yusuf Gökhan** :Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul 2004.
- Pollin, Robert** :Property and Prophets: The Evolution of Economic Institutions and Ideologies, New York 2003.
- Poroy, Reha/** :Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul 2005.
- Tekinalp, Ünal/**
- Çamoğlu, Ersin**
- Poroy, Reha/ Erem, Turgut** :“Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler”, Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara 1964, s.41-204.
- Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal** :Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, İstanbul 2005.
- Pulaşlı, Hasan** :Şirketler Hukuku Temel Esaslar, Adana 2004.
- Reisoğlu, Safa** :Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2006.
- Repetto, Robert** :“Protecting Investors And The Environment Through Financial Disclosure”, Utilities Policy 13 (2005), s.51-68.

- Roussel, Florence** :“French Regulation of The Securities Market”, The American and French Legal Systems: Contrasting Approaches to Global Business, A Conference by the Paris Bar Association, 11.11.2004 Washington, s.157-161.
- Sarıkamış, Cevat** :“Sermaye Piyasasının Gelişmesi ve Hukuki Tedbirler”, Sevk ve İdare Dergisi, İstanbul 1972, S.48, s.17-20.
- Sağlam, Kemal** :“Türkiye’de Sermaye Piyasasının Dünyü, Bugünü, Yarını ve Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Öneriler”, Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Semineri, Çeşme 1983, s.47-72.
- Sak, Güven** :Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Mali Aracılık Faaliyetinin Rolü, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1987.
- Saunders, Anthony/  
Cornett, Marcia Millon** :Financial Marketss and Institutions, New York 2001.
- Sayar, Zafer** :Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcısının Korunması, Ankara 2003.
- Schwalbe, Ulrich** :The Core of Economies With Asymmetric Information, Berlin 1999.
- Seligman, Joel** :The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance, USA 1995.
- Selvi, Yakup** :Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, İstanbul 2000.
- Serozan, Rona** :Sözleşmeden Dönme, İstanbul 1975.
- Smithson, Charles W.** :Managing Financial Risk: A Guide to Derivate Products, Financial Engineering, and Value Maximization, New York 1998.
- Soderquist, Larry D.** :Understanding The Securities Law, New York 2004.
- Somer, Mehmet** :Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanunu’nun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerine Etkileri, İstanbul 1990.

- Sowards, Hugh L./** :“The Securities Investor Protection Act of 1970”, The  
**Mofsky, James S.** Business Lawyer, April 1971, s.1271-1288.
- Stijn, Claessens/** :Managing Commodity Price Risk in Developing  
**Duncan, Ronald C.** Countries, London 1993.
- Suca, Cem** :Türkiye’de Takas Sistemi Ve Sistemin Yeniden  
Yapılandırılmasına İlişkin Öneriler, Sermaye Piyasası  
Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2004.
- Sumer, Ayşe** :“Aracı Kurumların Meslek Kurallarına Aykırı  
İşlemleri ve Sonuçları”, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55.  
Yaş Günü Armağanı, İstanbul 2002, s.671-696. (Aracı  
Kurumlar)
- \_\_\_\_\_ :“Portföy Yönetim Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu  
ve Sorumluluk Davaları”, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e  
Armağan, İstanbul 1998, s.525-550. (Portföy)
- \_\_\_\_\_ :Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk  
Hukukunda Uygulanması, İstanbul 2001. (Meslek  
Kuralları)
- \_\_\_\_\_ :Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat,  
İstanbul 2002.
- Şakar, S. Ünal** :Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası,  
Eskişehir 1997.
- Şişman, Melih** :Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Kavramı,  
(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Bursa 1997.
- Tan, Turgut** :“Bağımsız İdari Otorite Olarak Sermaye Piyasası  
Kurulu”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, Ankara  
1996, s.1-15.
- \_\_\_\_\_ :Ekonomik Kamu Hukuku, Ankara 1984.
- Tandoğan, Haluk** :Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, C.I/1, İstanbul  
1990. (C.I/1)
- \_\_\_\_\_ :Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, C.II, İstanbul  
1989.

- \_\_\_\_\_ :Türk Hukukunda Bankacının Hukuki Sorumluluğu, Mukayeseli Banka Hukuku İhtisas Dönemi, Ankara 1974. (Banka)
- \_\_\_\_\_ :Türk Mesuliyet Hukuku, Ankara 1961.(Mesuliyet)
- Tanör, Reha** :Türk Sermaye Piyasası, Taraflar, İstanbul 1999, C.I.
- \_\_\_\_\_ :Türk Sermaye Piyasası, Halka Arz, İstanbul 2000, C.II (Halka Arz)
- Taşkıran, Sevtap/** :Yatırımcıları Koruma Fonu, Sermaye Piyasası Kurulu
- Uysal, Özge** Araştırma Raporu, Ankara 1996.
- Tatar, Tefik** :Yatırım Seçimi ve Değerlendirme Teknikleri, Gazi Üniversitesi Yayın No: 75, Ankara 1985.
- Tekinalp, Ünal** :Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle, İstanbul 1979. (Bilanço ve Yedek Akçeler)
- \_\_\_\_\_ :Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988. (Banka)
- \_\_\_\_\_ :Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982.
- \_\_\_\_\_ :“İki Güncel Sorunun Çözümünde Teorik Yaklaşım Denemesi: AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme-Kayıtlı Sermaye Sisteminde Çıkarılan Sermayenin Tescilinin Hukuki Niteliği”, BATİDER 1993, C.XVII, S.2, s.29-37 (İki Güncel Sorun)
- Tekinalp, Ünal/** :3794 Sayılı Kanunla Değişik Sermaye Piyasası
- Çamoğlu, Ersin** Kanunu ve Açıklamalar, İstanbul 1992.
- Tekinay, Selahattin Sulhi/** :Tekinay Borçlar Hukuku, Genel Hükümler, İstanbul
- Akman, Sermet/** 1993.
- Burcuoğlu, Halûk/**
- Altop, Atilla**
- Telçeken, Niyazi** :Türk Sermaye Piyasasında İhraççılar ve Yaratılan Kaynaklar, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2003.
- Temir, Bahşayış** :“Piyasa Ekonomisine Giriş, Sermaye Piyasalarında Devletin Rolü ve Kamu Müdahalesi”, Sermaye

- Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Uluslar arası Semineri, Ankara 1995, s.11-13.
- Temir, Bahşayış/** :Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili Avrupa  
**Özcam, Ferhat/** Topluluğu Düzenlemeleri (Direktifler- Direktif  
**Üstündağ, Saim** Önerileri- Ortak Tavırlar), Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1997.
- Teoman, Ömer** :“Menkul Değerler Borsaları ve Alman Sistemi”, İktisat ve Maliye Dergisi 1975, C. XXI, S.10, s.404-414.
- Tevetoğlu, Mete** :Mali Durumu Bozulan Aracı kurumlarda Alınacak Tedbirler ve Özellikle Tedrici Tasfiye, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi, İstanbul 2006.
- Tınıç, Seha** :“The Strategy for Developing Efficient and Liquid Securities Markets: Competition or PublicRegulation?”, Recent Developments in Capital Markets in Turkey: Proceedings of OECD-CMB Conference in 1985, CMB Publications No: 2, Ankara 1985, s .155-176.
- Tikveş, Özkan** :Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi, İstanbul 1992.
- Tortop, Nuri** :Mahalli İdareler, Ankara 1991.
- Tunaboylu, Osman** :“Sermaye Piyasasında Devlet Denetimi ve Maliye Bakanlığı'nın Rolü”, Sermaye Piyasasının Yasal Düzeni ve Sorunları Konferansı, İstanbul 1982, s.129-145.
- Tuncer, Selahattin** :Türkiye'de Sermaye Piyasası, İstanbul 1985.
- Turanboy, Asuman** :Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara 2002.
- \_\_\_\_\_ :İnsider Muameleleri, Ankara 1990, s.17.(İnsider)
- \_\_\_\_\_ :“Kağıtsız Kıymetli Evrak”, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s.241-260.(Kağıtsız)

- \_\_\_\_\_
- Turkington, Sarah** :Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998. (Varakasız)  
:“Financial Services Regulation- The Reform of The English System”, Luiss - Libera Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli, March 2004 Roma, s.4-71.
- Türk, İsmail** :“Piyasa Ekonomisine Geçiş, Sermaye Piyasalarında Devletin Rolü ve Kamu Müdahalesi”, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Uluslar arası Semineri, Ankara 1995, s.14-19.
- Trop, Cecile O.** :OTC Derivatives: Additional Oversight Could Reduce Costly Sales Practice Disputes, Washington 1997.
- Tyson, William C.** :“Legal Aspects of Securities Regulation In The US”, Recent Developments In Capital Markets In Turkey: Proceedings of OECD-CMB Conference in 1985, CMB Publications No: 2, Ankara 1985, s.177-192.
- Uludağ, Dilek Türker** :Araç Kurumlarının Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 2001.
- Ulusoy, Ali** :“Bağımsız İdari Kurumlar”, Danıştay Dergisi, Y. 29, S.100, Ankara 1999, s.1-18.
- Ulusoy, Yılmaz** :Sermaye Piyasası Kanunu, Yorum ve Açıklaması, Ankara 1982.
- Uman, Nuri** :“Sermaye Piyasasında Halka Açıklanan Bilgiler (Standart Mali Tablolar ve Hesap Planları)”, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul 1984, s.317-329.
- Uygur, Turgut** :Açıklamalı-İçtihatlı Borçlar Kanunu, Sorumluluk ve Tazminat Hukuku, C.I, Ankara 2003.
- Uzawa, Hirofumi** :Inflation & Growth in China: Proceedings of a Conference Held in Beijing, China 10-12 May 1995.

- Uzunoglu, Sadi** : Para ve Döviz Piyasaları, İstanbul 2000.
- Ünal, Oğuz Kürşat** :Menkul Kıymetler, Ankara 1988.(Menkul Kıymetler)
- \_\_\_\_\_ :Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara 1999. (Halka Açık)
- \_\_\_\_\_ :“Sermaye Piyasalarında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.I, S.I, Ankara 1997, s.81-113.
- \_\_\_\_\_ :Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005.
- \_\_\_\_\_ :“Tacirin Basiretli İş Adamı Gibi Hareket Mükellefiyeti”, Maliye Postası, Ankara 1.3.1988, S.180, s.56-59; 15.3.1988, S.181, s.54-59; 1.4.1988, S.182, s.61-63.; 15.4.1988, S.183, s.46-52. (Basiretli)
- \_\_\_\_\_ :Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, Ankara 1997. (Aracı Kurumlar)
- Ünal, Targan** :Dünya’da ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul 1990.
- Vural, Güven** :Yatırım Ortaklıkları, Ankara 1978.
- Welford, Lindsay** :“SIB To Develop New Approach To Regulation of Packaged Life Insurance Products Following Oft Report”, International Insurance Law Review, 1993, 1(9), s.119-121.
- Whelan, William J.** :Securities Offerings 2004, What Issuers’ & Underwriters’ Counsel Need To Know Now, Practising Law Institute, New York 2004.
- Yalçın, Onur** :Banka Kredi Sözleşmelerindeki Genel İşlem Şartlarının Geçerliliği, Ankara 2006.
- Yalçınmer, Barbaros** :Tezgaüstü Hisse Senedi Piyasaları, ABD ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi, Ankara 1996.
- Yanlı, Veliye** :Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması, İstanbul 2000.

- \_\_\_\_\_ :Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005. (Kamuyu Aydınlatma)
- Yasaman, Hamdi** :Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992.
- \_\_\_\_\_ :“Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü”, Karadeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Trabzon 1984, s.203-214. (Sermaye Piyasası)
- Yasin, Melikşah** :Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara 2002.
- Yavuz, Cevdet** :Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, İstanbul 2007.
- Yavuz, Nihat** :“Genel İşlem Şartlarının Tanımı, Yorumu ve Denetlenmesi”, Yargıtay Dergisi, Ekim 1999, C.25, S.4, s.570-585.
- Yazıcı, Mehmet** :Sermaye Piyasası ve Denetimi, İstanbul 1987.
- Yenal, Oktay** :“Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi Meselesinin İktisadi Mahiyeti ve Önemi”, Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara 1964, s.7-40.
- Yıldırım, Selahattin** :Yerel Yönetim ve Demokrasi, İstanbul 1994.
- Yıldız, Şükrü** :Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı, İstanbul 1996.
- Yılmaz, Mustafa Kemal** :Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Currency Futures), İstanbul 2002.
- \_\_\_\_\_ :Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Uygulanabilirliği, İstanbul 1998. (Hisse Senedi Opsiyonları)
- \_\_\_\_\_ :Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler, İstanbul 1995. (Menkul Kıymetler)
- Yüksel, Ali Sait** :Bankacılık Hukuku ve İşletmesi, İstanbul 1986.
- Yüksel, Ali Sait/** : Sermaye Piyasası, İstanbul 1980.
- Rodoplu, Gültekin**
- Zarakolu, Avni** :“Ülkemizde Sermaye Piyasasının Gelişmesini Teşvik Etme Yolunda Alınan Tedbirler”, Prof. Dr. Yaşar



Karayalçın'a 65. Yaş Armağarı, Ankara 1988, s.285-300.

**Zhang, Peter G.** :Barings Bankruptcy and Financial Derivatives, New York 1995.

**Zevkliler, Aydın** :Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Ankara 2004.

**Zevkliler, Aydın /** :Tüketicinin Korunması Hukuku, Ankara 2004.

**Aydoğdu, Murat**

Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, İstanbul 2002.

SERMAYE PİYASASI VE BORSA TEMEL BİLGİLER KILAVUZU, İMKB Yayınları, İstanbul Mayıs 2006.

SERMAYE PİYASASININ TANZİM VE TEŞVİKİ HAKKINDA KANUN TASARISINA DAİR ÖZEL SEKTÖRÜN GÖRÜŞ VE TEKLİFLERİ, Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliğı, Ankara 1969.

Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu, Ankara 2005.

## GİRİŞ

Ülke ekonomilerinde atıl duran tasarrufların likidite ihtiyacı duyan sektörlerle aktarılması ve sermaye birikiminin sağlanması bakımından sermaye piyasası büyük öneme sahiptir. Sermaye piyasasının bu işlevini sürdürebilmesi için fon aktarımının sağlıklı ve güvenli bir şekilde sürdürülmesi ve bu süreçte küçük tasarruf sahibi yatırımcıların korunması gerekir.

Yatırımcıyı koruma amaçlı düzenlemelerin sebepleri arasında, aracı kuruluşların varlığından kaynaklanan riskler de yer almaktadır. Piyasa başarısızlığından kaynaklanan problemlerin giderildiği, etkin kaynak dağılımının sağlandığı ve bilginin herkese tam ve doğru bir şekilde ulaştığı durumlarda bile, sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler ile yatırımcılar arasındaki işlemlerde aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan riskler ortaya çıkmaktadır.

Birincil piyasalarda aracı kuruluşların yükümlüklerini gereği gibi ya da hiç yerine getirmemeleri karşısında, ihraçtan ve halka arzdan beklenen fayda elde edilemeyecek ve ihraç edilen sermaye piyasası araçları değer kaybedecektir. Bu durumda sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcılar zarar edeceklerdir. İkincil piyasalarda ise, aracılık faaliyetinde bulunan aracı kuruluşlar, yatırımcıların nam ve hesabına sermaye piyasası aracı alıp satmakta, virman, takas ve saklama gibi işlemleri gerçekleştirmektedirler. Aracı kuruluşların bu tür işlemleri yapmaları, yatırımcılara ait varlıklara yönelik çeşitli riskleri de doğurmaktadır. Bunların başında aracı kuruluşların hileli işlemleri sebebiyle yatırımcının zarar görmesi gelir. Ayrıca aracı kuruluşların çeşitli nedenlerle mali açıdan zayıflamaları ve ödeme güçlüğüne düşmeleri sebebiyle, yatırımcılara karşı nakit ödeme veya sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getirememeleri de yatırımcının zarara uğramasına neden olabilecek bir durumdur.

Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde, aracı kuruluşların bu tür risklerine karşı yatırımcının korunması önem taşımaktadır. Yatırımcıların, hem aracı kuruluşların aracılık işlemlerinde ortaya çıkacak risklere karşı, hem de bu işlemlerin

yürütülmesi amacıyla teslim edilen varlıkların görmesi muhtemel zararlara karşı korunmaları gereklidir. Aksi halde sermaye piyasalarına duyulan güven kaybolacak, sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlar duracak ve ihtiyaç duyan ihraççılara fon akımı sağlanamayacaktır.

Çalışmamızda sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde aracı kuruluş risklerine karşı yatırımcıları koruma yolları incelenecektir. Sermaye piyasası aracılık faaliyeti kapsamında, aracılık işlemlerinde yatırımcıların korunması yanında, yatırımcı varlıklarını koruyucu düzenlemeler de ele alınacaktır.

İncelememizin birinci bölümünde para ve sermaye piyasaları ayrımı, birincil ve ikincil piyasalar, yatırımcı kavramı, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler ve yatırımcıyı korumaya ilişkin düzenlemelerin gerekliliği üzerinde durulacaktır. Bu bölümde yatırımcının korunmasına yönelik ilkelerden liyakat ve kamuyu aydınlatma ilkeleri de taşıdıkları önem nedeniyle ayrıntılı olarak ele alınacaktır. Karşılaştırmalı hukukta ve özellikle Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Topluluğu Hukuku'nda yatırımcının korunmasına ilişkin hukuki düzenlemeler incelenecektir. Amerikan Sermaye Piyasası'nda yatırımcının korunmasına ilişkin hukuki düzenlemelerdeki gelişmeler, aracı kuruluşların mali sorumlulukları ve Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Yasası'ndaki (SIPA) düzenlemeler değerlendirilecektir. Ayrıca Avrupa Birliği ülkelerine ve Topluluğa ilişkin düzenlemelere değinilecektir.

İkinci bölümde sermaye piyasası aracılık faaliyetinin ve hukuki niteliğinin anlaşılabilmesi bakımından, hukukumuzda düzenlenen diğer aracılık faaliyeti türleri incelenecektir. Sermaye piyasası aracılık faaliyeti türleri ve bu faaliyetlerde yatırımcının korunması amaçlı aracı kuruluşların yükümlülükleri de açıklanacaktır. Bu bölümde her bir sermaye piyasası aracılık sözleşmesinin hukuki niteliği, kapsamı, şekli ve tarafları anlatılacaktır. Ayrıca halka arza aracılık, alım satım aracılık ve türev araçların alım satımına aracılık sözleşmelerinin kendine özgü taşıdığı riskler ve bunlara karşı yatırımcının korunması üzerinde durulacaktır. Özellikle aracılık işlemleri sırasında aracı kuruluşların uymak zorunda oldukları kurallar ve yükümlülükler ele alınacaktır.

Son bölümde ise aracı kuruluşların tek taraflı hazırladıkları sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmeleri ve bu sözleşmelerde görülen genel işlem şartları ele alınacaktır. Genel işlem şartlarına karşı, sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerinin değişik kanunlarda getirilen düzenlemelerle denetimi anlatılacaktır. Sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerine ne tür genel işlem şartlarının konulduğu ve bunların geçerlilikleri tartışılacaktır. Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde yatırımcının iradesinin sakatlandığı haller ve bunlara bağlanan sonuçlara değinilecektir. Aracı kuruluşların mali durumlarının kötüleşmesi ve iflas etmeleri karşısında yatırımcı varlıklarının korunmasına yönelik getirilen tedbirler üzerinde durulacaktır. Özellikle yatırımcı varlıklarını tazmin etmek amacıyla kurulan Yatırımcıyı Koruma Fonu anlatılacaktır. Ayrıca aracı kurumların tedrici tasfiyesi, müşteri ismine saklama kuralı, aracı kurumların sermaye yeterliliği ve teminat yatırma yükümlülükleri açıklanacaktır. Son olarak aracı kuruluş ile yatırımcı arasında aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların özel çözüm yolu incelenecektir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASASINDA GENEL OLARAK YATIRIMCININ KORUNMASI

#### § 1 SERMAYE PİYASASI

##### I. Sermaye ve Piyasa Kavramları

Ekonomi bilimi bakımından sermaye, üretim ve yeni servet edinimi için kullanılan her türlü malvarlığıdır. Her malvarlığı veya servet sermaye değildir, ancak her sermaye bir servettir. Sermaye, insan ihtiyaçlarının karşılanması ve tüketim için değil, fakat daha fazlasını elde etmek için harcanan servetin bir parçası olarak ifade edilebilir<sup>1</sup>. Bu anlamda sermaye ile servet arasındaki en önemli fark, sermayenin üretim amacıyla kullanılmasıdır<sup>2</sup>.

Sermaye, aynı zamanda doğal kaynaklar ve emek gibi üretim faktörlerinden biridir<sup>3</sup>. Nitekim bir işletmenin sahip olduğu üretim araçları, makine teçhizatları, fabrika binaları, pazarlama vasıtaları, demirbaşlar, para ve benzeri ekonomik değerler sermaye olarak kabul edilir<sup>4</sup>. Sermaye piyasası bakımından ise sermayeye örnek olarak, uzun ve orta vadeli fonları oluşturan tahviller ve sonsuz vadeli fonlar olarak kabul edilen hisse senetleri verilebilir<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> **Bowen**, Francis: The Principles of Political Economy Applied to the Condition, Boston 1856, s.1.

<sup>2</sup> **Ünal**, Oğuz Kürşat: Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005, s.1.

<sup>3</sup> **Gorman**, Tom: The Complete Idiot's Guide To Economics, Indianapolis 2003, s.104; **Mulcrone**, Patricia: Mc-Graw-Hill's GED Short Course, New York 2002, s.181; **Pollin**, Robert: Property and Prophets: The Evolution of Economic Institutions and Ideologies, New York 2003, s. 100.

<sup>4</sup> **Ünal**: s.1.

<sup>5</sup> **Karşlı**, Muharrem: Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul 2004, s.23.

Sermaye kavramı yanında açıklığa kavuşturulması gereken diğer bir kavram ise “piyasa”dır<sup>6</sup>. “Piyasa” en yalın biçimiyle iktisadi değere sahip her türlü mal ve hakları satın alma isteği ve gücü bulunanlar ile satma ihtiyacı veya amacında olanların<sup>7</sup>, başka bir ifadeyle arz ve talebin karşılaştığı yer olarak tanımlanabilir<sup>8</sup>.

İktisadi bakımdan “piyasa”, alıcılar ile satıcıların birbirleriyle doğrudan doğruya veya aracılar vasıtasıyla karşılaştıkları ve mal, hizmet ve kaynakların değişiminin gerçekleştiği “teşkilatlanmış pazar” olarak tanımlanır<sup>9</sup>. Uluslararası Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından piyasa “...belirli mal ve hizmetlerin değişimi amacıyla alıcı ve satıcıların ticari işlem yaptıkları ve bu mal ve hizmetler için alıcı ve satıcıların talep ettikleri fiyatların eşitlendiği yer” şeklinde tanımlanmıştır.

Teknolojinin getirdiği yeni iletişim ve ulaşım olanakları, piyasayı alıcı ve satıcıların fiziksel olarak karşı karşıya geldiği bir yer olmaktan çıkarmış, alıcı ve satıcıların herhangi bir vasıtayla doğrudan veya dolaylı biçimde de iletişim kurabilecekleri bir ortam haline getirmiştir. Alıcı ve satıcılar telefon, faks ve internet vasıtasıyla işlem yapabilir hale geldiklerinden, artık fiziksel olarak bir araya gelme zorunluluğu kalmamıştır. Bu bağlamda piyasa, bir malın alıcılarıyla satıcıları

---

<sup>6</sup> “Piyasa” kavramı, İtalyanca “yer, alan” anlamına gelen “piazza” sözcüğünden türemiştir. Bazen piyasa ifadesi yerine kullanılan “pazar” kelimesi ise Farsça kökenlidir. **Çapanoğlu**, Mustafa Birol: Türkiye’de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasaları, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsaları, İstanbul 1993, s.4. Özellikle sermaye piyasasında, “piyasa” terimi yerine “borsa” kelimesi de kullanılmaktadır. SERMAYE PİYASASI VE BORSA TEMEL BİLGİLER KILAVUZU, İMKB Yayınları, İstanbul Mayıs 2006, s.1.

<sup>7</sup> **Şakar**, S. Ünal: Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası, Eskişehir 1997, s.3; **Ünal**, Oğuz Kürşat: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, Ankara 1997, s.27 (Aracı Kurumlar).

<sup>8</sup> TÜRKÇE SÖZLÜK, Türk Dil Kurumu, Ankara 2005, s.1809.

<sup>9</sup> **Johnson**, R.Stafford: Bond Evaluation Selection And Management, Oxford 2004, s.5; **Menteş**, A. Ertay: Sermaye Piyasası ve Tekniği, Ankara 1975, s.4; **Yasin**, Melikşah: Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara 2002, s.33; **Kara**, Şinasi: Sermaye Piyasası, İstanbul 1990; s.1; **Tuncer**, Selahattin: Türkiye’de Sermaye Piyasası, İstanbul 1985, s.8; **Evik**, Ali Hakan: Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları, Ankara 2004, s.22.

arasında iletişimi sağlayan her türlü organizasyon ve teknik imkân olarak da anlaşılmaktadır.

Zaman içerisinde klasik “piyasa” terimi bir kenara bırakılmış, bunun yerine arz ve talebin konusunu oluşturan mal ve hizmetlerin türüne ve adına göre değişen piyasa türleri ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda ekonomide mal ve hizmetlerin değişiminin yapıldığı “ürün piyasası”, iş gücü ve emeğin değerlendirildiği “emek piyasası” ve mali hak ve borçların karşılaştığı “mali piyasalar” olmak üzere başlıca üç tür piyasa oluşmuştur.

Mali piyasalar<sup>10</sup>, fon fazlasına sahip yatırımcılar ile fon ihtiyacı duyan ekonomik birimleri bir araya getirerek, tasarrufların etkin bir şekilde kullanılmasını sağlamaktadır<sup>11</sup>. Bu sayede, tasarruf sahipleri sahip oldukları fonları değerlendirerek

---

<sup>10</sup> Mali piyasalar, bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapılar olarak tanımlanmaktadır. **Kidwell**, David S./ **Peterson**, Richard L./ **Blackwell**, David W.: Financial Institutions, Market and Money, USA 1993, s.208; **Gönenli**, Atilla: İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul 1985, s.410; **Telçeken**, Niyazi: Türk Sermaye Piyasasında İhraççılar ve Yaratılan Kaynaklar, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2003, s.1; **Ertuna**, Özcan: Finansal Kurumlar, İstanbul 1986, s.9; **Ertuna**, Özer: Türkiye’de Mali Piyasalar, Sorunlar ve Çözümler, İTO, İstanbul 1987, s.16; **Evik**: s.22.

<sup>11</sup> **Zarakolu**, Avni: “Ülkemizde Sermaye Piyasasının Gelişmesini Teşvik Etme Yolunda Alınan Tedbirler”, Prof. Dr. Yaşar Karayalçın’a 65. Yaş Armağanı, Ankara 1988, 285; **Küçüksozen**, Cemal: Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s.4; **Kılıç**, Saim: Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Ankara 1997, s.6; **Karababa**, Serdar: Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001, s.19; **Kargı**, Nihal: Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği, Ankara 1998, s.29; **Bolak**, Mehmet: Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul 2001, s.6; **Yüksel**, Ali Sait/ **Rodoplu**, Gültekin: Sermaye Piyasası, İstanbul 1980, s.1; **Tunaboğlu**, Osman: “Sermaye Piyasasında Devlet Denetimi ve Maliye Bakanlığı’nın Rolü”, Sermaye Piyasasının Yasal Düzeni ve Sorunları Konferansı, İstanbul 1982, s.129; **Sağlam**, Kemal: “Türkiye’de Sermaye Piyasasının Dünü, Bugünü, Yarını ve Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Öneriler”, Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Semineri, Çeşme 1983, s.49; **Özmen**, Tahsin: Yabancı Sermaye Piyasalarının Denetiminde Yararlanılan Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları ve Etkinliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1986, s.1; **Fertekligil**, Azmi: Türkiye’de Para ve Sermaye Piyasası Gelişmeleri, İstanbul 1983, s.17; **Civan**, Mehmet: Türk Sermaye

gelir elde etmiş, ekonomik birimler de fon ihtiyaçlarını karşılamış olurlar. Mali piyasalarda işlem gören iktisadi araçlar; para, kredi, döviz, altın ve diğer değerli madenler ve menkul kıymetlerden oluşmaktadır<sup>12</sup>.

Mali piyasalar, işlem gören varlıkların vade yapısına göre spot piyasalar ve türev piyasalar olmak üzere iki şekilde görülür<sup>13</sup>. Spot piyasaların özelliği, alım satımın konusunu oluşturan mal veya menkul kıymetin karşılığının peşinen veya sözleşmenin kurulmasından sonra kısa bir süre zarfında ödenmesidir. Ödeme karşılığında mal teslimi de eşzamanlı yapılmaktadır. Bu nedenle spot piyasalarda “peşin borsa işlemleri”<sup>14</sup> görülmektedir. Bankalararası Döviz Piyasası ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde işlem gören Hisse Senetleri Piyasası, Tahvil ve Bono Piyasası peşin işlem gören spot piyasalardır<sup>15</sup>.

Türev piyasalar ise alım satım işlemine konu olan mal veya kıymetin bedelinin vade sonunda ödendiği ve fiziki teslimin veya nakit hesaplaşmanın vade sonunda yapıldığı piyasalardır<sup>16</sup>. Bu nedenle türev piyasalar, “vadeli piyasalar” olarak da adlandırılmaktadır. Türev piyasalarda, spot piyasalardan farklı olarak işlem bedelinin tamamı peşin olarak ödenmez. Sadece bu tutarın belli bir miktarı teminat olarak yatırılmaktadır<sup>17</sup>. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası halen vadeli işlemlerin görülebileceği tek borsadır<sup>18</sup>.

---

Piyasasındaki Son Gelişmeler, Ankara 1995, s.19; **Çapanoğlu**: s.3; **Ünal**, Aracı Kurumlar, 27.

<sup>12</sup> **Johnson**: s.5; **Uzawa**, Hirofumi: Inflation & Growth in China: Proceedings of a Conference Held in Beijing, China 10-12 May 1995, s.113.

<sup>13</sup> **Jonathan**, Mark/ **Anson**, Paul: Credit Dervatives: Instruments, Applications, and Pricing, New York 2004, s.56; **Kırca**, İsmail: Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000, s.3; Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, İstanbul 2002, s.ii.

<sup>14</sup> **Teoman**, Ömer: “Menkul Değerler Borsaları ve Alman Sistemi”, İktisat ve Maliye Dergisi 1975, C. XXI, S.10, s.409.

<sup>15</sup> **Yılmaz**, Mustafa Kemal: Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul 2002, s.6-7.

<sup>16</sup> Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş, s.ii.

<sup>17</sup> **Yılmaz**: s.7.

<sup>18</sup> Ülkemizde türev piyasaların ilk örneğini İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası oluşturmaktadır. İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. 23.2.2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de



## II. Sermaye Piyasası Kavramı

Sermaye piyasası, sermayenin arz ve talebinin orta ve uzun vadeli yatırımlara konu olup karşılaştığı ve ekonomik birimlerin yatırım ihtiyaçlarının giderilmesi için çıkarılan menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü piyasalardır<sup>19</sup>. Dar anlamıyla sermaye piyasası, işletmelerin orta ve uzun vadeli fon ihtiyaçlarının giderilmesi amacıyla hisse senedi ve tahvillerin alınıp satıldığı, teşkilatlanmış bir pazardır<sup>20</sup>. Diğer bir tanıma göre sermaye piyasası, yeni fon veya menkul kıymetlerin ihraç edilerek alınıp satıldığı birinci el piyasalarıyla, daha

---

yayımlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 56. maddesi ile İAB Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği'nin yürürlükten kaldırıldığı belirtilmiş ise de aynı yönetmeliğe, 2.3.2001 tarih ve 24334 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren yönetmelik ile eklenen geçici 1. madde ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası faaliyete geçinceye kadar, İstanbul Altın Borsası bünyesindeki "Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası"ndaki faaliyetlere 18.10.1996 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan yönetmelik hükümlerine göre devam edileceği düzenlenmiştir. 27.3.2004 tarih ve 25415 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliğinin geçici 1. maddesi ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul Altın Borsasında işleme açık vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin dayanak varlıklarına dayalı sözleşmeleri kote etmesi durumunda diğer borsaların, ilgili sözleşmelerin normal alım satımını sona erdirecekleri, bu tarihten sonra diğer borsalarda sadece pozisyonların kapatılmasıyla ilgili işlemler yapılabileceği, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının söz konusu sözleşmelerin alım satımı başlamadan önce ilgili diğer borsaları bilgilendireceği hususu düzenlenmiştir.

<sup>19</sup> **Moroğlu**, Erdoğan: "Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu", Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s.15; **Arkan**, Sabih: Halka Açık Anonim Ortaklıklarının Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara 1976, s.2; **Akmansu**, Mehmet: "Sermaye Piyasası", Maliye Dergisi, Ankara 1973, S.3, s.3; **Sarıkamış**, Cevat: "Sermaye Piyasasının Gelişmesi ve Hukuki Tedbirler", Sevk ve İdare Dergisi, İstanbul 1972, S.48, s.18; **Kotar**, Erhan: "Menkul Kıymetler Borsalarının Sermaye Piyasalarındaki Nâzım Rolü", BATİDER 1967, C.III, S.1, s.29; **Yüksel/Rodoplu**: s.4.

<sup>20</sup> **Canbaş**, Serpil/ **Doğukanlı**, Hatice: Finansal Pazarlar, İstanbul 1997, s.23; **Aşıkoğlu**, Rıza: "Sermaye Piyasası Aracı Olarak Kâr Ortaklığı Belgesi", Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Eskişehir 1984, S.1, s.67; **Bayar**, Doğan/ **Büker**, Semih: İşletmelerde Finansal Yönetim, Eskişehir 1977, s.206; **Fertekligil**, Azmi: "Sermaye Piyasası ve Hukuki Düzenleme", Banka ve Ekonomik Yorumlar, İstanbul 1972, S.3, s.41; **Mirza**, Suat: Sermaye Piyasasının Türkiye'de Durumu ve Muhtemel Gelişmesi, İstanbul 1965, s.3; **Dural**, Fatih: "Sorunları ve Çözüm Yolları ile Türkiye Sermaye Piyasasının Bugünkü Durumu", 2.Türkiye İktisat Kongresi, İzmir 1981, C.VII, s.59.

önceden çıkartılmış menkul kıymetlerin işlem gördüğü ikinci el piyasalarıdır<sup>21</sup>. Bazı yazarlara göre ise sermaye piyasası, tasarruf sahiplerinin orta ve uzun vadeli yatırım yeri arayan tasarrufları ile yatırımları için kaynak arayan işletme ve kuruluşların bu tasarruflara olan taleplerinin karşılaştığı bir ortam ya da organizasyondur<sup>22</sup>.

Odalar ve Borsalar Birliği sermaye piyasası kavramını, “halkın elindeki tasarrufların menkul kıymetler vasıtasıyla yatırım alanlarına akmasını sağlayan ve ekonomik, mali ve hatta toplum alışkanlıkları gibi sosyal nitelikteki faktörlerin etkisi altında bulunan bir ortam” şeklinde tanımlamıştır<sup>23</sup>. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçesi’nin 1.maddesinde, sermaye piyasası, “orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların menkul kıymetlerin alım satımı suretiyle tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasını sağlayan ortamın, başka bir ifade ile yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurum ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlarından oluşan modern finansman sistemi” şeklinde tarif edilmiştir.

Sermaye piyasası, ABD hukukunda daha çok “menkul kıymetler piyasası” (securities market) kavramı ile bilinmektedir. Menkul kıymetler piyasası, yeni çıkarılan menkul kıymetlerin halka arz edilerek, alım, satım ve dağıtımının yapıldığı birinci el piyasası ile ihraç edilmiş ve tedavüldeki menkul kıymetlerin işlem gördüğü ikinci el piyasalarıdır. Menkul kıymetler piyasasının amacı, halkın menkul kıymetlerini rahatlıkla alıp satabileceği güvenilir bir organizasyon kurmaktır<sup>24</sup>. Bu piyasada da diğer piyasalarda olduğu gibi arz-talep kanunu geçerli olmakla birlikte,

---

<sup>21</sup> **Çelebican**, Gürgân: “Bankalarla İlişkileri Bakımından Sermaye Piyasası”, BATİDER 1966, C.III, S.4, s.690; **Aşıkoğlu**, Rıza: Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Tahvilleri Değerleme, Eskişehir 1983, s.10; **Ulusoy**, Yılmaz: Sermaye Piyasası Kanunu, Yorum ve Açıklaması, Ankara 1982, s.1.

<sup>22</sup> **Yasaman**, Hamdi: “Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü”, Karadeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Trabzon 1984, s.203; **İnam**, Mehmet: Türkiye’de Menkul Kıymetler Piyasası ve Yatırım Alternatiflerinin Genel Analizi, Ankara 1987, s.4; **Zarakolu**: s.285.

<sup>23</sup> SERMAYE PİYASASININ TANZİM VE TEŞVİKİ HAKKINDA KANUN TASARISINA DAİR ÖZEL SEKTÖRÜN GÖRÜŞ VE TEKLİFLERİ, Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği, Ankara 1969, s.9.

<sup>24</sup> **Ünal**: s.4; **Jennings**, Richard W./ **Marsh**, Harold/ **Coffee**, John J./ **Seligman**, Joel: Securities Regulation, Cases And Materials, New York 1998, s.1.

bazen bu kanun tersine işlemektedir. Örneğin diğer piyasalarda bir malın fiyatı düşünce, bu mala yönelik talebin artmasına karşın, menkul kıymetler piyasasında bazı hallerde fiyat düşerken talep azalabilmekte veya fiyat yükselirken talep de artabilmektedir<sup>25</sup>.

Türk Hukuku'nda da bazı yazarlar, sermaye piyasası ile menkul kıymetler piyasasının eş anlamlı olduğunu kabul etmiştir<sup>26</sup>. Ancak, bizim de katıldığımız doktrindeki hakim görüşe göre sermaye piyasası ile menkul kıymetler piyasası kavramları eş anlamlı değildir. Menkul kıymetler piyasası, sermaye piyasasının bir parçası kabul edilebilir. Ancak, sermaye piyasasının varlığından söz edilebilmesi için, bir menkul kıymetler piyasasının bulunması da şart değildir. Sermaye piyasası yeni sermayelerin teşekkülüne ve tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonların, bu fonlara ihtiyaç duyan ekonomik birimlere akmasına hizmet etmesine karşın, menkul kıymetler piyasası mevcut sermayelerin menkul kıymetler vasıtasıyla işlem görmesini kolaylaştırır<sup>27</sup>.

Ayrıca sermaye piyasasının konusunu oluşturan mal, sermaye fonları iken, menkul kıymetler piyasasının konusunu oluşturan mallar tahvil, hisse senedi gibi kıymetli evraklardır. Bu anlamda bir kişi 100.000 YTL'lik bir hisse senedi almak istediğinde bu durum, sermaye piyasası bakımından "sermaye arzı", menkul kıymetler piyasası bakımından ise "menkul kıymet talebi" olarak değerlendirilir. Dolayısıyla, sermaye piyasasında arz olarak görülen bir işlem, menkul kıymetler piyasasında talep olarak yansımaktadır. Ancak, bu ters yönlülüğe rağmen menkul kıymetler piyasası sermaye piyasasının içinde yer alır ve onun bir parçası sayılır. Bir başka ifadeyle menkul kıymetler piyasası, sermaye piyasasına göre daha dar kapsamlıdır<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> **Karşlı:** s.24.

<sup>26</sup> **Karababa:** s.21; **Çapanoğlu:** s.5; **Yazıcı,** Mehmet: Sermaye Piyasası ve Denetimi, İstanbul 1987, s.19.

<sup>27</sup> **Çelebican:** s.690; **İnam:** s.4; **Karşlı:** s.24.

<sup>28</sup> **İnam:** s.4; **Karşlı:** s.24.

Sermaye piyasası ile para piyasası arasında da bir takım farklılıklar bulunmaktadır. Para piyasası ve sermaye piyasası ayırımında iki kıstas kabul edilmektedir. Bunlardan vade kıstasına<sup>29</sup> göre, para piyasaları kısa vadeli fonların, sermaye piyasası ise orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır<sup>30</sup>. Vade kıstası, para ve sermaye piyasalarını ayırmada artık yeterli olmadığı görülmektedir. Çünkü artık uzun ve kısa vadeli mali araçlar iç içe geçmiştir. Ayrıca ülkelerin içinde buldukları ekonomik koşullara göre vadenin uzun veya kısa olması değişkenlik göstermektedir<sup>31</sup>.

Finansman biçimi kıstasına göre ise, para piyasalarında fon fazlası olan kesimlerden fon ihtiyacı duyan kesimlere fon aktarımı dolaylı olmasına karşın, sermaye piyasalarında doğrudandır. Dolaylı finansman yönteminde, bankalar gibi para piyasası kurumları, mevduat ve benzeri şekillerde fon fazlası olan kesimlerden topladıkları fonları, kaynak arayan ve fon ihtiyacı içinde bulunan kesimlere aktarırlar. Para piyasalarında fon fazlasına sahip olanlar alacaklı, fon ihtiyacı duyanlar da borçlu olarak banka ile ilişki içine girerler. Her iki kesim de birbirlerini tanımaz, muhatap olarak sadece bankayı bilirler. “Banka esaslı finansman modeli” olarak da bilinen bu sistem en yoğun olarak Almanya, Fransa ve Japonya’da görülür<sup>32</sup>. Sermaye piyasalarında görülen doğrudan finansman yönteminde ise, fon

---

<sup>29</sup> Vade kıstasına göre, genellikle vadesi 1 yıldan az olan (kısa vadeli) fonların para piyasasında, vadesi 1 yıldan fazla olan (orta ve uzun vadeli) fonların sermaye piyasasında el değiştirdiği kabul edilmektedir. **Saunders**, Anthony/ **Cornett**, Marcia Millon: Financial Markets and Institutions, New York 2001, s.8; **Çelebican**: s.690-691.

<sup>30</sup> **Johnson**: s.9; **Johnson**, Hazel: Global Financial Institutions And Markets, Great Britain 2000, s.47; **Aksoy**, Ahmet/**Tanrıöven**, Cihan: Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi, Ankara 2007, s.58; **Yasaman**, Hamdi: Menkul Kıymetler Borsası Hukuku İstanbul 1992, s.5; **Aytaç**, Zühtü: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s.1; **Güenal**, Vural: Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 1987, s.1; **Ünal**: s.2; **Ulusoy**: s.1; **Tuncer**: s.8; **Karababa**: s.19, **Çapanoğlu**: s.4; **Gücenme**, Ümit: Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Ankara 1994, s.7; **Mandacı**, Pınar E./ **Soydan**, Halit: Capital Markets, İstanbul 2002, s.4.

<sup>31</sup> **Mandacı/Soydan**: s.3-4; **Aytaç**: s.5; **Kılıç**: s.6; **Küçüksözen**: s.6; **Ünal**: s.4; **Çelebican**: s.690.

<sup>32</sup> **Cristy**, George A./ **Roden**, Peyton Foster: Finance Environment and Decision, New York 1976, s100; **Karacan**, Ali İhsan: “Tasarrufların Yatırımlara Dönüşmesinde Borsanın Rolü”, İktisat Yazıları, Finans Dünyası Yayınları, İstanbul 1996, s.225-226; **Kılıç**: s.7, **Karababa**: s.20.

ihtiyacı duyan kesimler, ihraç ettikleri hisse senetleri, tahvil, vb. araçlarla fon ihtiyaçlarını, fon fazlası olan kesimlerden doğrudan karşılamaktadırlar. Sermaye piyasasında fon aktaran kesim (yatırımcı-tasarruf sahibi) ile fon kullanan kesim (özel ve kamu işletmeleri) arasında doğrudan borç-alacak veya mülkiyet ilişkisi kurulmaktadır. Tasarruf sahibi, kendisine sunulan finansal araçların risk ve getirilerini göz önünde bulundurarak, sahip olduğu fazla fonu kime kullanılabileceğine kendi karar verir. Ayrıca tasarruf sahibi aktardığı fonun nasıl kullanıldığını da izleyebilir. Sermaye piyasasında tasarruf sahibi, elindeki fonu istediği gibi yönlendirebilmesi ve karar verme inisiyatifini elinde tutması sebebiyle “Aktif Yatırımcı” olarak nitelendirilebilir. “Piyasa esaslı finansman modeli” olarak da bilinen bu sistem ise özellikle Anglo-Amerikan ülkelerinde görülür<sup>33</sup>.

Para piyasalarının araçları kredi kartları, repo, mevduat hesapları, döviz, altın, ticari senetler ve kambiyo senetleri (poliçeler, çekler) olmasına karşın, sermaye piyasasının araçları hazine bonosu, şirket tahvilleri, hisse senetleri, diğer menkul kıymetler ve sermaye piyasası araçlarıdır<sup>34</sup>. Para piyasalarında fon alış verişi kısa vadeli olduğundan risk ve dolayısıyla faiz haddi düşüktür. Buna karşılık sermaye piyasalarında fon alış verişi orta ve uzun vadeli olduğundan, bu piyasalarda risk ve faiz haddi daha yüksektir<sup>35</sup>.

Para ve sermaye piyasaları ayırımına ilişkin bir takım kıstaslar getirilmiş olsa da, bunları birbirlerinden kesin çizgilerle ayırmak mümkün değildir. Zira fon arz ve talep edenler her iki piyasada da işlem yapmaktadırlar. Bunun yanında para piyasasında işlem gören araçlar sermaye piyasasında da düzenlenmekte ve bu araçların getirileri her iki piyasada bir diğerine bağımlı olarak hesaplanmaktadır. Bu durum bazı kurumların, hem para piyasalarında hem de sermaye piyasalarında faaliyet göstermelerine neden olmaktadır. Ancak, para ve sermaye piyasaları oldukça

---

<sup>33</sup> **Poroy**, Reha/ **Erem**, Turgut: “Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler”, Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara 1964, s.41; **Karacan**: s.225, **Kılıç**: s.7; **Küçüksözen**: s.6-7; **Karababa**: s.20-21; **Fertekliçil**: s.20.

<sup>34</sup> **Kotar**, Erhan: Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi, Ankara 1971, s.5; **Aksoy/Tanrıöven**: s.58; **Sumer**, Ayşe: Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul 2002, s.1; **Johnson**: s.9; **Ünal**: s.2.

<sup>35</sup> **Aksoy/Tanrıöven**: s.58; **Yüksel/Rodoplu**: s.7.

karmaşık ve dinamik piyasalardır. Bu sebeple, her iki piyasada da faaliyet gösteren kurumlar belli konularda uzmanlaşırlar<sup>36</sup>.

Görülüyor ki, sermaye piyasası, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları vasıtasıyla küçük tasarrufların üretken yatırımlara aktarılmasını sağlayan, bunun için fon arz edenler ile talep edenleri buluşturan ve bunlar arasındaki ilişkileri düzenleyen bir finansman sistemidir. Bu sistemde, küçük tasarruflar büyük işletmeler için bir araya getirilerek yeni kaynaklar sağlanmakta ve toplumun bu ekonomik birimlere ortak veya alacaklı olarak katılması ile üretim araçlarının mülkiyeti geniş kitlelere dağılmakta ve sonuçta gelir dağılımında adalet gibi birçok fayda elde edilmektedir<sup>37</sup>. Bu sayede aile şirketleri de gerçek anlamda birer sermaye şirketi haline gelmekte, işçilere veya halka büyük işletmelerde ortak olma fırsatı verilerek büyük servete karşı doğabilecek düşmanlık önlenmektedir<sup>38</sup>. Ayrıca tasarruf ve üretim özendirilmekte ve parasal gelişmenin neden olacağı enflasyonist etki azaltılmaktadır<sup>39</sup>.

### III. Sermaye Piyasası Türleri

Sermaye piyasasında fon arz eden tasarruf sahipleri, fon talep edenler tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri birkaç şekilde elde edebilirler. Menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarının bu işlem görme şekillerine göre sermaye piyasası alt türlere ayrılmaktadır<sup>40</sup>.

---

<sup>36</sup> **Johnson**, Robert W.: Financial Management, Boston 1996, s.334; **Yasin**: s.34; **Aytaç**: s.5; **Kılıç**: s.6; **Küçüksözen**: s.6; **Ünal**: s.4.

<sup>37</sup> **Aksel**, Ayşe Eyüpoğlu: Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, Yapısı, İşleyişi, Mekanizmaları ve Bazı Ülke Örnekleri, Ankara 1995, s.5; **Demirkan**, Uçar: Sermaye Piyasaları ve Türkiye'deki Uygulamaları, Ankara 1981, s.110; **Apak**, Sudi: Sermaye Piyasaları ve Borsa, İstanbul 1995, s.128.

<sup>38</sup> **Yenal**, Oktay: "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi Meselesinin İktisadi Mahiyeti ve Önemi", Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara 1964, s.7; **Özkanlı**, Sedat: "1982 Yılında Sermaye Piyasasının Yasal Düzeni ve Sorunları", Konferans, İstanbul 1982, s.94; **Mirza**: s.2.

<sup>39</sup> **Tekinalp**, Ünal: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s.6.

<sup>40</sup> **Kubilay**, Huriye: Türk Hukuku'nda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları, İzmir 1998, s.4; **Küçüksözen**: s.7; **Ünal**: s.5; **Yasin**: s.35;

## A. Birincil Piyasalar

Sermaye piyasası araçlarının ilk kez ihraç edilerek, alım satımı ve dağıtımı gibi faaliyetlerin yürütüldüğü piyasalar, “birincil piyasalar” olarak ifade edilmektedir<sup>41</sup>. Birincil piyasalar, ihraççılar ile tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. İhraççılar, birincil piyasada sermaye piyasası araçlarını ihraç etmek suretiyle tasarruf sahiplerinden fon toplamaktadırlar. Dolayısıyla tasarrufların, yatırımlara aktarımı birincil piyasalarda gerçekleşmektedir<sup>42</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun “Tanımlar” başlıklı 3. maddesinde “ihraç” kavramı, “sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı” şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanıma göre, birincil piyasa işlemlerinde, yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçları genellikle halka arz edilirler. Ancak birincil piyasa işleminden söz edilebilmesi için yeni çıkarılan sermaye piyasası araçlarının halka arzı zorunlu değildir. Bir başka ifadeyle yeni çıkarılmış sermaye piyasası araçlarının her türlü alım ve satımı, halka arz edilsin veya edilmesin birincil piyasa işlemidir.

---

**Ceylan, Ali/ Korkmaz, Turhan:** Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Bursa 2006, s. 49.

<sup>41</sup> **Gup**, Benton E.: Financial Intermediaries, Boston 1980, s.348; **Ünal:** Aracı Kurumlar, s.28.

<sup>42</sup> **Morris, Virginia B./ Morris, Kenneth M.:** Standard And Poor's Guide To Money And Investing, New York 2005, s.6; **Cichon, Michael:** Financing Social Protection, Geneva 2004, 552; **Gup:** s.348; **İhtiyar, Mustafa:** Sermaye Piyasası Hukuku'nda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006, 120; **Ceylan/ Korkmaz:** s.49; **Ünal:** s.5, **Karşlı:** s.31; **Günel:** s.2; **Eş, Mecit:** Kuruluş Döneminde Türkiye Sermaye Piyasası (Gelişme-Sorunlar), Kütahya 1989, s.21; **Aksoy/Tanrıöven:** s.59; **Yasaman:** s.6; **İnağ, Nihal:** “Sermaye Piyasası ve Gelişmelerin Analizi”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No:9412, Ankara 1995, s.339; **Yasin:** s.35; **Karabıyık, Lale Erdem:** Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri, Bursa 1997, s.10; **Aytaç:** s.3; **Gücenme:** s.8; **Kılıç:** s.15; **Küçüksözen:** s.7; **Fertekliçil:** Türkiye'de Para, s.32; **Apak:** s.130; **Yüksel/Rodoplu:** s.5; **Kara:** s.38; **Tikveş, Özkan:** Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi, İstanbul 1992, s.228.

Birincil piyasalarda ilk kez çıkarılan sermaye piyasası araçlarının, geniş halk kitlelerine satımında aracı kuruluşların yardımına ihtiyaç duyulur. Aracı kuruluşların sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka arzına aracılık etmesi, alım satımın birincil piyasa işlemi olmasına engel teşkil etmez<sup>43</sup>.

## B. İkincil Piyasalar

İkincil piyasalar, birincil piyasada ihraç edilmiş ve halen dolaşımda bulunan sermaye piyasası araçlarının el değiştirerek işlem gördüğü piyasalardır<sup>44</sup>. İkincil piyasaların en teşkilatlanmış bölümü menkul kıymet borsalarıdır. İkincil piyasalarda sermaye piyasası araçlarının alım satım işlemleri ya aracı kuruluşlar arasında ya da aracı kuruluşlarla müşteriler arasında gerçekleşir. Bu piyasalarda görülen işlem hacmi, birincil piyasalardan çok daha fazladır<sup>45</sup>.

İkincil piyasaların asıl işlevi, yatırımcıların ve aracı kuruluşların ellerindeki sermaye piyasası araçlarının kolaylıkla el değiştirerek paraya çevrilebilmesi ve böylelikle likidite ve pazarlama imkânının sağlanmasıdır<sup>46</sup>. İkincil piyasaların durumu, aynı şekilde birincil piyasaları da olumlu ya da olumsuz şekilde etkiler. İkincil piyasanın bütününde yaşanacak bir olumsuzluk sonucu tüm hisselerin değer kaybetmesi, birincil piyasalarda ihraç edilecek hisse senetlerinin ihracını da olumsuz şekilde etkileyecektir. Buna karşılık, ikincil piyasalarda hisse senetlerinin değer kazanması, birincil piyasalarda ihraç edilecek hisse senetlerine olan talebi de artıracaktır<sup>47</sup>.

---

<sup>43</sup> **Karşlı:** s.31; **Karababa:** s.22.

<sup>44</sup> **Morris/Morris:** s.6; **Cichon:** s.552; **Gup:** s.348; **Ceylan/ Korkmaz:** s.49-50; **Ünal:** Aracı Kurumlar, s.34, **Karşlı:** s.31; **Aksoy/Tanrıöven:** s.59; **Güenal:** s.2; **Eş:** s.21; **Yasaman:** s.6; **İnağ:** s.339; **Yasin:** s.35; **Aytaç:** s.4; **Gücenme:** s.8; **Küçüksözen:** s.7-8; **Fertekligil:** Türkiye’de Para, s.33; **Apak:** s.130; **Yüksel/Rodoplu:** s.6.

<sup>45</sup> **Karşlı:** s.31.

<sup>46</sup> **Karşlı:** s.31; **Karababa:** s.23; **Aytaç:** s.4; **Gücenme:** s.9; **Yüksel/Rodoplu:** s.6; **Küçüksözen:** s.8; **Karabıyık:** s.10.

<sup>47</sup> **Yasaman:** s.6; **Güenal:** s.70; **Küçüksözen:** s.8; **Karşlı:** s. 31; **Karababa:** s.23-24.



İkincil piyasalarda bütün şirketlerin hisse senetleri el değiştirmesine karşın, birincil piyasalarda sadece yeni ihraç eden şirketlerin hisse senetlerinin işlem görmesi söz konusudur. Bu nedenle yatırımcı birincil piyasada her istediği şirketin hisse senedini alamaz. Hâlbuki ikincil piyasada yatırımcı istediği şirketin hisse senedini rayiç bedelden alabileceği gibi, elindeki hisse senetlerini de satabilme imkânına sahiptir<sup>48</sup>.

Birincil piyasalarda sermaye piyasası araçlarını ihraç eden şirketlere dış kaynaklı yeni sermaye girişi olmaktadır. Buna karşılık ikincil piyasalarda artık sermaye piyasası araçları, bunları ihraç eden şirketlerden kopmuş, yatırımcılar arasında el değiştirmektedir. İkincil piyasalarda yatırımcılar, alım ve satımlardaki fiyat farklılıklarından kâr veya zarar etmektedir<sup>49</sup>.

Örgütlenme biçimi bakımından ikincil piyasalar, “borsalar” ve “tezgâh üstü piyasalar” olmak üzere iki şekilde görülür.

## 1. Borsalar

Borsalar<sup>50</sup>, sermaye piyasası araçlarının alım satımına yönelik emirlerin, merkezi bir ortamda işlem görmesini sağlar. Borsaların ayrıntılı olarak düzenlenmiş kuralları olup<sup>51</sup>, üyeleri belirli sayıdadır. İşlem hacminin en yüksek görüldüğü ikincil piyasalar, borsalardır. Borsalar, işlem gören araçların türüne göre emtia, para, döviz,

---

<sup>48</sup> **Yalçın**, Barbaros: Tezgahüstü Hisse Senedi Piyasaları, ABD ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi, Ankara 1996, s.5 vd; **Karlı**: s.32; **Ünal**: s.6.

<sup>49</sup> **Karlı**: s.32.

<sup>50</sup> “Borsa” kavramı Latince kökenli olup “deri torba” anlamına gelen “Bourse” sözcüğünden türediği iddia edilmektedir. **Yıldırım**, Abdurrahman: Borsanın ABC’si Ayılar, Boğalar ve Paranız, İstanbul 1990, s.9 . Sözlük anlamı itibariyle borsa, “bazı tüccarların ve özellikle sarraflarla değerli kâğıt ve tahvil alışverişiyle uğraşanların alım satım ve değişim amacıyla devlet denetimi altında iş yaptıkları yer”dir. **TÜRKÇE SÖZLÜK**, s.330.

<sup>51</sup> Borsanın hukuki bir yapıya sahip olması, onu piyasadan ayırır. Piyasa ekonomik, borsa ise hukuki bir yapıya sahiptir. Dolayısıyla borsa, hukuk kuralları ile düzenlenmiş iktisadi araçların işlem gördüğü yerlerdir. **Arda**, Füsün: “Sermaye Piyasasının Bankacılık Sistemine Etkileri”, **BATİDER**, Aralık 1977, C.IX, S.2, s.417.

altın veya menkul kıymetler borsası şeklinde adlandırılır<sup>52</sup>. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40.maddesinde sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, “özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanarak, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlar” olarak düzenlenmiştir.

91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'nin 3.maddesine göre, menkul kıymet borsaları, bahsi geçen Kanun Hükmünde Kararname'de yazılı esaslar dairesinde menkul kıymetlerin alım ve satımı, fiyatlarının tespit ve ilan işleriyle yetkili olarak kurulan tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır. Menkul kıymetler borsaları, önceden belirlenen kurallar içerisinde alıcı ve satıcıların veya onlar adına hareket eden yetkili kişilerin bir araya geldikleri, menkul kıymetlerin güvenli ve istikrarlı biçimde alım satımının gerçekleştirildiği organize edilmiş pazarlar olarak tanımlanmaktadır<sup>53</sup>.

Menkul kıymetler borsasında, her şirkete ait menkul kıymet işlem görmemektedir. Nitekim borsada işlem gören menkul kıymetlerin gerek birincil piyasalardaki, gerekse ikincil piyasalardaki borsa kotuna alınmaları, yani borda işlem görmesine izin verilen menkul kıymetler listesine dahil olmaları gerekmektedir. Menkul kıymetleri borsada işlem görecektir şirketlerin borsa kotuna girebilmek için sayısal ve niteliksel koşulları yerine getirmeleri gerekir.

Yatırımcılar, borsada doğrudan alım satım yapamazlar. Yatırımcıların alım satım emirleri, belirli şartlara sahip olan ve borsaya üye olan sınırlı sayıda kurum ve kişiler tarafından borsaya iletilir. Bu üyelerin belirlenmesinde çeşitli sermaye ve

---

<sup>52</sup> **Evik:** s.24; **Kotar:** s.21-28.

<sup>53</sup> **Tanör,** Reha: Türk Sermaye Piyasası, Taraflar, İstanbul 1999, C.I, s.7; **Yalçın:** s.8; **Küçüksözen:** s.8; **Poroy/Erem:** s.151; **Yüksel/Rodoplu:** s.237; **Sağlam:** s.7; **Günel:** s.53; **Yasaman:** s.6; **Eş:** s.30; **Çapanoğlu:** s.129; **Tuncer:** s.159; **Güçenme:** s.11, 33.

yeterlik koşulları aranır. Yatırımcılar ancak bu üyelerin aracılığıyla alım satım yapabilirler.

Borsalar, menkul kıymetlerin alım satımında sürekliliği sağlar ve piyasaya olan güveni pekiştirir. Yapılan işlemlerle ilgili sistematik bilgilerin ilgililere ulaşması, kamuya açıklığın sağlanması ve yatırımcıların korunması noktasında borsalar önem taşır. Bu amaçla menkul kıymetleri borsa kotuna alınmış şirketlerin, belirli aralıklarla mali durumlarını izah eden bilgileri ile standart raporlarının açıklanması ve mali tabloların bağımsız denetime tabi tutulması gerekir<sup>54</sup>.

Borsa kotuna alınmış menkul kıymetler sadece borsada alınıp satılabilirler. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından izin verilecek olursa borsa dışında da işlem yapılabilir. İzin verilmediği takdirde, borsa üyeleri borsaya iletmeden sahip oldukları menkul kıymetleri alıp satamazlar. Dolayısıyla yatırımcının korunması bakımından menkul kıymet borsaları, kamu kurum ve kuruluşları tarafından denetim ve gözetim altında tutulmaktadır<sup>55</sup>.

Menkul kıymet borsaları, tasarruflarını değerlendirmeleri için yatırımcılara bir takım kolaylıklar sağlamaktadır. Yatırımcının kolaylıkla menkul kıymetleri alıp, istediği zaman da satarak paraya çevirebilmesi, bu piyasada kalmasını cazip hale getiren unsurların başında gelir. Ayrıca yatırımcının borsada işlem gören menkul kıymetlerin rayiç bedellerinin ne olduğunu bilerek hareket edebilmesi, kamuya açıklığın sağlanması ve kamu denetimi yatırımcının menkul kıymetler piyasasına olan güvenini artırır. Bu durum atıl duran tasarrufların, fon ihtiyacı bulunan şirketlere akmasında, birincil ve ikincil piyasaların gelişmesinde de rol oynar<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup> **Küçüksözen:** s.185, vd; **Kılıç:** s.101, vd; **Karababa:** s.25.

<sup>55</sup> **Ünal:** s.7; **Karşlı:** s.32; **Yalçın:** s.9; **Karababa:** s.25; **Yüksel/Rodoplu:** s.238; **Tanör:** s.56; **Küçüksözen:** s.8.

<sup>56</sup> **Tanör:** s.7; **Gücenme:** s.34; **Yasaman:** s.6; **Güenal,** Vural: Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri, Araçlar ve Kurumlar, İstanbul 1997, s.449; **Çapanoğlu:** s.144; **Tuncer:** s.159-160; **Bolak:** s.33.

## 2. Tezgahüstü Piyasalar

İkincil piyasaların diğere bir türü ise, borsa kotuna alınmamış menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı teşkilatlanmamış tezgahüstü piyasalardır. Tezgahüstü piyasaların, “borsa dışı piyasa”, “paralel piyasa” veya “alternatif piyasa” olarak da adlandırıldıkları görülür<sup>57</sup>. Bu piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımına ilişkin işlemlerin yürütüleceği bir mekân mevcut değildir. Tezgahüstü piyasalarda genelde alım satım şart ve usullerini düzenleyen kurallar da yoktur. Borsaların aksine tezgahüstü piyasalarda hem ihraççıların hem de alım satım işlemlerinin denetim ve gözetimi söz konusu değildir. Bu durum, tezgahüstü piyasaların yatırımcılar bakımından daha riskli bir piyasa olduğunun göstergesidir<sup>58</sup>.

Tezgahüstü piyasalar aracı piyasalarıdır. Tezgahüstü piyasalarda borsalardaki gibi bir düzen mevcut olmadığı için, işlem yapan aracılardan borsa üyesi olması şartı da aranmaz. Aracıların alım satım için verdikleri fiyatlara göre piyasa oluşur. Aracılar alım satımda komisyon alabilecekleri gibi, alım satımda oluşan fiyat farkından da kazanç elde edebilirler<sup>59</sup>.

Tezgahüstü piyasalarda görülen problemlerin başında merkezî bir mekânın olmaması sebebiyle menkul kıymetlerin gerçek değerlerinin bilinmemesi ve en iyi kotasyonu verenin bulunmasının zorluğu gelmektedir. Zira bir menkul kıymetin satış değerinin bulunabilmesi için aracılardan tek tek aranıp sorulması gerekir. Aynı menkul değeri alıp satan ne kadar fazla aracı varsa, en iyi kotasyonun bulunması da o denli zor olur. Bu problemleri ortadan kaldırmak amacıyla bazı ülkelerde tezgahüstü piyasadaki aracılardan kotasyonlarının gerçek zamanlı olarak verildiği bilgisayar sistemleri kurulmuştur<sup>60</sup>.

---

<sup>57</sup> **Tanör:** s.15; **Çapanoğlu:** s.129; **Yalçın:** s.11; **Küçüksözen:** s.8; **Kütükçü,** Doğan: Sermaye Piyasası Hukuku, C.I, İstanbul 2004, s.19; **Gücenme:** s.9; **Sağlam:** s.7; **Kara:** s.86.

<sup>58</sup> **Yalçın:** s.11; **Tuncer:** s.164; **Tanör:** s.17.

<sup>59</sup> **Yalçın:** s.11; **Tuncer:** s.164; **Tanör:** s.17; **Ünal,** Targan: Dünya’da ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul 1990, s.423.

<sup>60</sup> **Tanör:** s.16; **Yalçın:** s.12.

İçermiş oldukları sakıncalara rağmen, tezgahüstü piyasaların gerek ihraççılar, gerekse yatırımcılar bakımından bir takım faydaları da vardır. Menkul kıymetleri borsa kotuna alınmayan şirketler, tezgahüstü piyasalara satış yaparak finansman ihtiyaçlarını karşılar. Böylelikle borsaya giremeyen bu küçük şirketlerin büyümelerine ve borsa şirketi olabilmeleri için gerekli yükümlülükleri yerine getirebilmelerine yardımcı olunur. Tezgahüstü piyasalarda çoğunlukla bireysel yatırımcının bulunması sebebiyle şirketlerin ele geçirilmesi riski de düşük olmaktadır. Ayrıca bu piyasalarda menkul kıymetleri işlem gören şirketler gerek kamu denetiminden gerekse basın takibinden uzak kalmaktadırlar<sup>61</sup>.

Yatırımcılar bakımından görülebilecek faydaların başında, menkul kıymetlerin gerçek değerlerinin çok daha altından alım yapılabilmesi gelir. Ayrıca tezgahüstü piyasalarda gelişme potansiyelleri yüksek, küçük şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem görmesi cazip yatırım fırsatları sağlar<sup>62</sup>.

## § 2 SERMAYE PİYASASINDA YATIRIMCI KAVRAMI

Sermaye piyasalarının bir tarafında yatırımları için kaynak arayan ekonomik birlikler (fon talep edenler) olmasına karşın, diğer tarafında gelirlerinin tamamını tüketmeyen ve tasarruf eden bir kesim (fon arz edenler) yer almaktadır. Tasarruf eden bu kesim, gelecekte daha fazla kazanç sağlamak amacıyla, kaynak ihtiyacında bulunanların ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarını satın alarak yatırım<sup>63</sup> yapar<sup>64</sup>. Gelecekte daha fazla kazanç elde etmek amacıyla, kaynak ihtiyacı duyanlar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına tasarruflarını yatıran gerçek ve tüzel kişilere “yatırımcı” denir.

---

<sup>61</sup> **Yalçın**: s.13.

<sup>62</sup> **Yalçın**: s.13.

<sup>63</sup> Sözlük anlamı itibariyle yatırım, “millî ekonominin veya bir ticaret kuruluşunun üretim ve hizmet gücünü artırıcı nitelikte olan aktif değerlerine yapılan yeni eklemeler”dir. TÜRKÇE SÖZLÜK, s.2410. Sermaye piyasasında yatırım ise, gelecekte bir kazanç sağlamak amacıyla, hemen bir maliyete katlanmaktır. **Tatar**, Tevfik: Yatırım Seçimi ve Değerlendirme Teknikleri, Gazi Üniversitesi Yayın No: 75, Ankara 1985, s.3.

<sup>64</sup> **Aksoy/Tanrıöven**: s.2.

Yatırımcılar, gerçek kişi olabilecekleri gibi tüzel kişi de olabilir. Ferdi tasarruflarını sermaye piyasası araçlarına yatıranlar, gerçek kişi yatırımcılardır. Tüzel kişiliği haiz özel sektör kuruluşları ile Devlet ve kamu kuruluşları da sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler. Bunlar ise özel ve kamu tüzel kişi yatırımcılardır.

Sermaye piyasalarında yatırımcı, tasarruflarını değerlendirerek daha fazla gelir elde etmek amacıyla, peşin olarak belli bir maliyete katlanır. Bu maliyet ile ilerde elde edilmesi beklenen kazanç mübadele edilmektedir. Yatırımcının elde edeceği kazanç, yatırım yapmış olduğu sermaye piyasası aracının türüne göre değişkenlik gösterir. Söz konusu kazanç, kâr veya faiz ile sınırlı olmayıp, yatırımdan beklenen her türlü gelir, herhangi bir imtiyaz hakkı, yeni menkul kıymetler veya fayda getirecek her hangi bir durum olabilir<sup>65</sup>.

Sermaye piyasasında yatırımcının bir diğer özelliği pasif olmasıdır. Bir başka ifadeyle, yatırımcının ilerde gelir elde etmek amacıyla sadece sermaye piyasası araçlarını satın alması yeterlidir. Yatırımdan beklenen kazanç, 3. şahısların ve sermaye piyasası araçlarını ihraç edenlerin gayret ve çalışmaları sonucu elde edilecektir. Yatırımcının ayrıca bir gayret içine girmesi gerekmez<sup>66</sup>.

Sermaye piyasalarında, tasarrufların ihtiyaç sahibi ekonomik birimlere iletilmesinde karar mercii yatırımcılardır. Yatırımcının sermaye piyasasına etkin ve yaygın bir şekilde katılmasının sağlanması ve piyasanın güven ve açıklık içinde çalışması için yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması önem taşır. Bu nedenle sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler yatırımcının korunması amaçlıdır.

Sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerin yatırımcının korunması amacını taşıması sebebiyle, korunacak yatırımcının da kim olduğunun kesin olarak belirlenmesi gerekir. Hâlbuki sermaye piyasası mevzuatımızda, ne “yatırımcı” kavramı ne de bu kavram yerine geçebilecek başka bir terim tanımlanmıştır. Sermaye

---

<sup>65</sup> Ünal: s.234.

<sup>66</sup> Ünal: s.234.

piyasasının çeşitli hükümlerinde “halk” ve “tasarruf sahibi” ifadeleri kullanılmakla birlikte, bu kavramların tanımları yapılmamıştır. Bu kavramlar da, çoğu zaman yatırımcı kavramını ifade etmekte yetersiz kalmaktadırlar<sup>67</sup>.

Örneğin Sermaye Piyasası Kanunu’nda “İhraç ve Halka Arz” düzenlenirken, sermaye piyasası araçlarının sadece halka satıldığı gibi bir izlenim doğmaktadır. Hâlbuki özel ve kamu tüzel kişileri de ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler. Bu tüzel kişilerin halka arz edilen sermaye piyasası araçlarını almalarına engel bir düzenleme söz konusu değildir.

Sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerde çok önemli bir yere sahip olmasına karşın, “yatırımcı” kavramının tanımlanmaması bir eksiklik olarak görülmektedir. Sermaye piyasası mevzuatının daha anlaşılır olması ve korunacak kesimin iyi tespiti bakımından, “yatırımcı” kavramının kapsamının kanun ile belirlenmesi önem taşımaktadır. Özellikle ihraççı ortaklıkların ve aracı kurumların haczi, tasfiyesi ve iflası gibi hallerde muvazaalı alacaklıların ve müşterilerin tespiti bakımından, yatırımcı kavramının tarif edilmesi gerekir<sup>68</sup>.

Sermaye piyasası araçlarının risklerini ve getirilerini göz önünde tutarak, tasarruflarını bu araçlara yatıran ve bağımsız hareket eden kişiler “bireysel yatırımcı” olarak ifade edilirler<sup>69</sup>. Küçük ya da büyük ölçekli bireysel yatırımcıların tasarruflarının piyasaya tek tek değil de, bir araya getirilerek sunulmasına ve orada değerlendirilmesine olanak sağlayan örgütlenmeler “kurumsal yatırımcı” olarak ifade edilmişlerdir<sup>70</sup>. Ancak kurumsal yatırımcılar için kullanılan bu ifadenin yerinde olmadığı kanaatindeyiz.

---

<sup>67</sup> **Ünal:** s.235. Örneğin Sermaye Piyasası Kanunu’nda “İhraç ve Halka Arz” düzenlenirken, sermaye piyasası araçlarının sadece halka satıldığı gibi bir izlenim doğmaktadır. Hâlbuki özel ve kamu tüzel kişileri de ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler. Bu tüzel kişilerin halka arz edilen sermaye piyasası araçlarını almalarına engel bir düzenleme söz konusu değildir.

<sup>68</sup> **Ünal:** s.235.

<sup>69</sup> **Karababa:** s.40; **Karabıyık:** s.40; **Sağlam:** s.15.

<sup>70</sup> **Tanör:** s.191.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin "Kısaltma ve Tanımlar" başlıklı 2.maddesine göre kurumsal yatırımcı kavramının kapsamına, "yatırım fonları, özel emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Kanunun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar ile kamuya yararlı dernekler" girmektedir. Kurumsal yatırımcılar arasında hem kamu hem de özel kesim tasarrufçular bulunmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar arasında dernek ve vakıfların da sayıldığı görülmektedir. Dernek ve vakıflar manevi gayelerle kurulurlar. Küçük ya da büyük ölçekli bireysel yatırımcıların tasarruflarının piyasaya tek tek değil de, bir araya getirilerek sunulmasına ve orada değerlendirilmesine olanak sağlamak amacıyla bir dernek veya vakfın kurulması mümkün değildir. Ancak dernek ve vakıflar, manevi amaçlarına ulaşmak için ticari işletme işletebilecekleri gibi sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilirler.

Karababa'ya göre ise, kurumsal yatırımcıların, yatırımcı kavramı kapsamında değerlendirilmesi mümkün değildir. Bu tür kurumların sermaye piyasasına yönelik faaliyetleri olan sermaye piyasası kurumları oldukları ifade edilmiştir<sup>71</sup>. Halbuki Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ'deki kurumsal yatırımcı kavramının kapsamına yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi sermaye piyasası kurumları yanı sıra sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, dernek ve vakıflar gibi sermaye piyasası kurumu olmayan kurum ve kuruluşlar da alınmıştır. Bu nedenle kanaatimizce kurumsal yatırımcıların, birer sermaye piyasası kurumu olduğuna ilişkin yapılan sınırlama yerinde değildir.

Kurul'un Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ'inin 2.maddesinde yatırımcı türlerine ilişkin tanımlamalar yapılmıştır. Buna göre;

---

<sup>71</sup> **Karababa:** s.40.



“Alım Gücü Yüksek Bireysel Yatırımcı : Halka arzedilen hisse senetlerinden en az izahname ve sirkülerde tanımlanan miktar ya da üzerinde talepte bulunan tasarruf sahibi gerçek ve tüzel kişileri,

Küçük Bireysel Yatırımcı : Alım gücü yüksek bireysel yatırımcı grubuna girmeyen gerçek ve tüzel kişileri,

Yabancı Yatırımcı : Türk Parası Kıymetini Koruma Mevzuatında tanımlanan dışarıda yerleşik kişileri”, ifade eder.

Sermaye piyasası mevzuatında, “yatırımcı” kavramı yerine çeşitli adların kullanıldığı görülmektedir. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında “halk”, ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım satımında “alıcı” ve aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerinde “müşteri” ifadeleri ile aslında yatırımcılar kastedilmiştir. İncelememizde de yeri geldiğinde “yatırımcı” kavramı yerine “tasarruf sahibi, müşteri, halk ve alıcı” kavramları kullanılacaktır.

### **§ 3 YATIRIMCININ KORUNMASI BAKIMINDAN SERMAYE PİYASASININ DÜZENLENMESİ**

#### **I. Genel Olarak**

Ülke ekonomilerinde sermaye birikiminin sağlanması, atıl duran tasarrufların değerlendirilmesi ve likidite ihtiyacı duyan sektörlerle sermaye akımının sağlanması sağlıklı bir sermaye piyasasının varlığına bağlıdır. Ekonomide büyümenin ve canlılığın sağlanmasında, tasarruf-yatırım eşitliğinin gerçekleştirilmesinde ve sınırlı fonların çeşitli sektörlerle en iyi şekilde dağıtılmasında sermaye piyasası en etkili unsurdur<sup>72</sup>.

Sermaye piyasasının bu işlevini sürdürebilmesi için küçük tasarruf sahiplerinin korunması ve fon aktarımının sağlıklı ve güvenli bir şekilde devam etmesi gerekir. Bu amaçla teşkilatlanmış bir merkezi piyasa ile bu piyasayı denetleyen ve düzenleyen kurumların varlığına ve bir takım hukuki düzenlemelerin

---

<sup>72</sup> Ünal: s.8; Dural: s.59.

yapılmasına ihtiyaç vardır. Dolayısıyla her ülkede görülen sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin amaçları, finansal kaynakların en ucuz maliyetle en verimli alanlara aktarılması, devamlı ve makul bir gelir sağlamak isteyen küçük tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması, piyasanın etkin ve adil bir biçimde işlemesi, halkın bu piyasalara duyduğu güvenin artırılması ve mülkiyetin tabana yayılması şeklinde sayılabilir<sup>73</sup>.

Söz konusu düzenlemeler, devletin sermaye piyasası araçlarını vergilendirmesi, bazı sermaye piyasası araçlarını özendirmek amacıyla sübvansetmesi, piyasanın dengesini bozacak ve zarar verecek işlem ve faaliyetleri yasaklaması, sermaye piyasası işlemlerinin yapılabilmesi için bir takım şartlar araması şeklinde kendisini göstermektedir. Bu düzenlemelerin uygulanmasına yönelik olarak gözetim ve denetim mekanizmaları da oluşturulmaktadır<sup>74</sup>. İşte sermaye piyasasına ilişkin olarak bahsedilen tüm bu düzenlemeler topluluğu, sermaye piyasası hukukunu oluşturmaktadır.

Sermaye piyasası hukukuna ilişkin doktrinde çeşitli tanımlar yapılmıştır. Aytaç'a göre sermaye piyasası hukuku, "sermaye piyasası araç, kurum ve ortaklıklarını, aracı kurumları ve borsaları inceleyen, kendine özgü denetim, kurum ve kuralları bulunan, karma niteliğe sahip, bağımsız bir hukuk dalı"dır<sup>75</sup>. Tanör'e göre ise sermaye piyasası hukuku, "sermaye piyasası araçlarının kayda alınmasını, ihracını, halka arzını, satışını, sermaye piyasası faaliyetlerini, sermaye piyasası kurumlarını düzenleyen, ihraççılara ve halka açık anonim ortaklıklara ilişkin özel hükümler koyan, sermaye piyasasına özgü denetim ve sorumluluk esaslarını saptayan, kamu-özel karma niteliğe sahip hukuksal düzenlemeler"dır<sup>76</sup>.

---

<sup>73</sup> **Türk**, İsmail: "Piyasa Ekonomisine Geçiş, Sermaye Piyasalarında Devletin Rolü ve Kamu Müdahalesi", Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Uluslar arası Semineri, Ankara 1995, s.18-19; **Ünal**: s.10; **Kılıç**: s.8; **Küçüksözen**: s.16.

<sup>74</sup> **Ünal**: s.9; **Küçüksözen**: s.9.

<sup>75</sup> **Aytaç**: s.9.

<sup>76</sup> **Tanör**: s.45-46.

Bununla birlikte, doktrinde sermaye piyasası hukuku, “ekonomi hukuku” ve “mali hukuk” içerisinde değerlendirilmektedir. Moroğlu’na göre “Devletin serbest piyasa ekonomisinin kötüye kullanılmasını önlemek amacıyla liberal ekonomik düzene daha çok müdahale etmek zorunda kalması sonucu, konusunu ekonomik ve ticari kamu hukuku kurallarının oluşturduğu ve “Ekonomi Hukuku” denilen bir hukuk dalı oluşmuştur”<sup>77</sup>. Tekinalp mali piyasalara ilişkin düzenlemeleri “Türk Mali Kurumlar Hukuku” olarak adlandırmıştır<sup>78</sup>. Bu hususta Aytaç ve Çevik, özel hukuk-kamu hukuku ayrımı dışında bir “ekonomi hukuku”nun var olduğunu ileri sürmüşlerdir<sup>79</sup>. Buna karşılık Tanör, finansal piyasalar ile ilgili düzenlemelerin “ekonomi hukuku” ve “mali hukuk” kavramları ile ifade edilmesinin yerinde olmadığını; reel ekonomiye fon sağlamaya yönelik piyasaları düzenleyen hukukun “finansal piyasalar hukuku” olarak adlandırılmasının doğru olacağını belirtmiştir<sup>80</sup>. Turanboy ise, finansal piyasalara ilişkin düzenlemelerin hangi başlık altında tasnif edilirse edilsin, bu düzenlemelerin ortak amacının tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların korunması ve halkın ekonomik kalkınmaya etkin ve yaygın olarak katılmasının sağlanması olduğunu ifade etmiştir<sup>81</sup>.

Dünya ülkelerinin sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerine bakıldığında, bunların çerçeve kanunlardan oluştuğu görülmektedir. Sermaye piyasası araçları, sermaye piyasası kurumları ve bunların faaliyetleri ile ilgili ayrıntılı düzenlemeler ise düzenleyici otoriteler tarafından gerçekleştirilmektedir<sup>82</sup>. Sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler karşısında kamu otoritelerinin bu değişime ayak uyduramaması ve gerekli düzenlemeleri çıkaramaması sebebiyle, son yıllarda artık bu düzenlemelerin öz düzenleyici kuruluşlar tarafından çıkarılması zorunlu hale

---

<sup>77</sup> **Moroğlu:** s.16.

<sup>78</sup> **Tekinalp, Ünal:** Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988, s.3 vd.

<sup>79</sup> **Aytaç:** s.1,8; **Çevik, Kemal:** “Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu”, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s.25. Karşı görüş için bkz. **Moroğlu:** s.26.

<sup>80</sup> **Tanör:** s.49-50.

<sup>81</sup> **Turanboy, Asuman:** Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara 2002, s.5.

<sup>82</sup> **Kılıç:** s.8; **Karacan:** s.222.

gelmiştir<sup>83</sup>. Ülkemizde ise bu konuda düzenleme yapma yetkisi Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22.maddesi ile Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir. Kurul, sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeleri göz önünde tutarak çıkardığı tebliğlerle sermaye piyasasını düzenlemekte ve denetlemektedir. Kurul'un bu düzenleme ve denetleme yetkisini kullanırken Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1. maddesinde ifade edilen amaca uygun hareket etmesi gerekmektedir<sup>84</sup>.

## II. Sermaye Piyasalarına İlişkin Düzenlemelerin Gerekliliği

Devletin sermaye piyasalarına ilişkin getirdiği düzenlemelerin gerekliği iki görüş ile açıklanmaktadır. Bu görüşlerden birincisine göre, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler, piyasa başarısızlığı ve kaynak dağılımının düzensiz olması sebebiyle yapılmaktadır. Diğer bir görüşe göre ise, bu düzenlemeler, kamu yararı ve kamu tercihinin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır<sup>85</sup>.

### A. Piyasa Başarısızlığı Teorisi

Piyasa başarısızlığı görüşüne göre, piyasa kendi işleyişine bırakıldığında bir takım aksaklıklar ve sıkıntılar baş gösterebilir. Piyasanın rekabet edilebilir şekilde teşkilatlanmaması, üretim ve tüketimdeki dışsallıklar, kamu mallarının varlığı ve asimetric bilgi dağılımı gibi sebeplerle piyasa mekanizması sağlıklı bir şekilde işlemeyebilir. Piyasa başarısızlığı aynı zamanda etkin kaynak dağılımının gerçekleştirilmesine de engel olur. Bu sebeple piyasanın aksayan taraflarının düzeltilmesi ve etkin kaynak dağılımının sağlanması için hukuki düzenlemeler ve kamu müdahalesi gerekmektedir<sup>86</sup>.

---

<sup>83</sup> **Karacan**, Ali İhsan: "Self Regulation", İktisat Yazıları, İstanbul 1997, s.212; **Kılıç**: s.9; **Doğu**, Murat: Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye, Ankara 1996, s.39, vd.

<sup>84</sup> **Günel**: s.5; **Tekinalp**: s.6; **Küçüksozen**: s.9; **Aytaç**: s.16.

<sup>85</sup> **Tıncı**, Seha M.: "The Strategy for Developing Efficient and Liquid Securities Markets: Competition or PublicRegulation?", Recent Developments in Capital Markets in Turkey: Proceedings of OECD-CMB Conference in 1985, CMB Publications No: 2, Ankara 1985, s.159; **Küçüksozen**: s.9; **Kılıç**: s.12; **Evik**: s.55.

<sup>86</sup> **Küçüksozen**: s.10; **Kılıç**: s.13; **Evik**: s.55-56.

“Bakımsız bilgi” olarak da ifade edilen asimetrik bilgi dağılımı (asymmetric information), ekonomideki birimlerin farklı bilgi kümelerine sahip olmaları anlamına gelmektedir. Bilgiye ulaşmadaki zorluk, iletişim araçları ve teknolojilerden eşit düzeyde yararlanamama nedenleriyle ekonomik birimlerin aynı düzeyde bilgilendirildiğini söylemek mümkün değildir<sup>87</sup>.

Yatırımcının elindeki fonları aktaracağı sektör veya menkul kıymetin belirlenmesinde belirleyici olan bilgidir. Bu nedenle piyasada fiyat oluşumunda bilgi en önemli etkidir. Ancak asimetrik bilgi dağılımı sebebiyle bütün tasarruf sahipleri eşit düzeyde bilgiye sahip olamaz. Fiyat mekanizması da gerekli bütün bilgiyi yansıtmaz. Yatırımcı asimetrik bilgi problemi sebebiyle satın alacağı menkul kıymetleri belirlerken, kendisinden daha bilgili aracı kurum ve ortaklıkların yöneticilerinin üstünlüğü karşısında ters seçme ve ahlaki risk gibi tehlikelerle karşı karşıya kalır. Piyasada daha fazla bilgi sahibi olan daha fazla ve haksız kazanç elde eder. Bu durum piyasa mekanizmasının sağlıklı işlemesine engel olur<sup>88</sup>.

Ekonomide ve piyasalarda paranın aşırı değer kazanması veya kaybetmesi, toplam arz ve talep dengesinin bozulması piyasa başarısızlığı hallerindedir. Ayrıca mal ve hizmet stokuyla para miktarı arasındaki dengenin de bozulması ve yabancı ekonomilerle milli ekonomi arasındaki ilişkiler dengesinin kaybedilmesi de piyasa başarısızlığının bir sonucudur<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup> **Schwalbe**, Ulrich: The Core of Economies With Asymmetric Information, Berlin 1999, s.13; **Ersel**, Hasan/ **Sak**, Güven: “Düzenleme ve İktisat Kuramı”, Prof. Dr.İsmail Türk’e Armağan, Ankara 1996, s.305-306; **Doğu**: s.82; **Kılıç**: s.14.

<sup>88</sup> **Laffont**, Jean-Jacques/ **Martimort**, David: The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model: USA 2002, s.268-273; **Schwalbe**: s.13; **Manavgat**, Çağlar: Aleni Pay Alım Teklifi, Ankara 1997, s.74; **Tınc**: s.160; **Ersel/ Sak**: s.305; **Çapanoğlu**: s.105; **Bolak**: s.149; **Karababa**: s.43; **Temir**, Bahşayış: “Piyasa Ekonomisine Giriş, Sermaye Piyasalarında Devletin Rolü ve Kamu Müdahalesi”, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Uluslar arası Semineri, Ankara 1995, s.12.

<sup>89</sup> **Türk**: s.15; **Tınc**: s.159; **Temir**: s.12.

## B. Kamu Yararı ve Kamu Tercihi Teorisi

“Kamu yararı” veya “kamu tercihi” teorisine göre ise, piyasadaki verimsizliklerin, eşitsizliklerin giderilmesi ve yatırımcıların korunması yönündeki talepleri karşılamak amacıyla devlet, piyasayı denetleyen ve organize eden düzenlemeler getirir. Devletin piyasaya bu müdahalesi hem piyasanın sağlıklı işlemesine hem de yatırımcının korunmasına yardımcı olur<sup>90</sup>. Devlet, değişen ihtiyaçlara göre yeni sermaye piyasası araçları üretmek ve kurumlarını iyileştirmekle piyasaları da geliştirir. Bu anlamda devletin, denetlemek, düzenlemek, piyasaları geliştirmek ve küçük tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini korumak şeklinde temel dört görevi vardır<sup>91</sup>.

Devletin, sermaye piyasalarını düzenlemeye gitmesi ve bu piyasalara yönelik denetim ve gözetim mekanizmaları kurması, aynı zamanda ekonomik kolluk faaliyeti olarak değerlendirilebilir. Ekonomik kolluk, ekonomik kamu düzeninin kurulup korunmasını amaçlayan, temel özellikleri Anayasa ile belirlenmiş olan özel idari kolluk olarak ifade edilmektedir<sup>92</sup>. Ekonomik kolluk faaliyeti çerçevesinde devlet, sermaye piyasalarının işlevlerini yerine getirmesi amacıyla bu piyasayı teşkilatlandırır, bu piyasalarda aksaklıklar veya bozulmaların görülmesi halinde gerekli tedbirleri alır, düzenleyici işlemler ve denetimler yapar ve yetkili kurulları görevlendirerek sermaye piyasasının sağlıklı ve güvenilir yapısının devamını sağlar<sup>93</sup>.

Sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin gerekliliği hususundaki piyasa başarısızlığı ve kamu yararı teorileri, aynı zamanda yapılacak düzenlemelerde yatırımcının korunmasının ilke olarak benimsenmesine neden olmuştur. Her ne kadar

---

<sup>90</sup> **Farber**, Daniel A: Law and Public Choice: A Critical Introduction, Chicago 1991, s.1,132; **Küçüksözen**: s.10; **Tımcı**: s.159; **Tanör**: s.179; **Tunaboğlu**: s.129; **Türk**: s.15.

<sup>91</sup> **Türk**: s.17-18.

<sup>92</sup> **Evik**: s.56; **Yasin**: s.33; **Tan**, Turgut: Ekonomik Kamu Hukuku, Ankara 1984, s.129; **Aslan**, Zehredin/ **Berk**, Kahraman: Rekabet Kurumu'nun Oluşumu, Görev ve Yetkileri İle Yargısal Denetimi, İstanbul 2000, s.27.

<sup>93</sup> **Evik**: s.56; **Yasin**: s.29-33.

başka düzenleme amaçları da görülmekle birlikte, sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin asıl amacı yatırımcının korunması olmuştur<sup>94</sup>.

### **III. Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunmasının Gerekliliği**

Yatırımcıyı koruma amaçlı düzenlemelerin sebepleri içerisinde piyasa başarısızlığı ve asimetrik bilgi problemleri yanında, aracı kuruluşların varlığından kaynaklanan riskler de bulunmaktadır<sup>95</sup>. Piyasa başarısızlığından kaynaklanan problemlerin giderildiği, etkin kaynak dağılımının sağlandığı ve bilginin herkese tam ve doğru bir şekilde ulaştığı durumlarda bile, sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler ile yatırımcılar arasındaki işlemlerde aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan riskler ortaya çıkmaktadır.

Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde aracı kuruluş riskleri hem birincil hem de ikincil piyasalarda görülmektedir. Birincil piyasalarda aracı kuruluş risklerinin başında, ortaklıkların ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarının satılmasını taahhüt eden aracılardan, bu yükümlülüklerini yerine getirmemeleri nedeniyle bu araçları satın alan yatırımcıların zarara uğramaları görülmektedir. Aracı kuruluşların yükümlüklerini gereği gibi ya da hiç yerine getirmemeleri karşısında, ihraçtan ve halka arzdan beklenen fayda elde edilemeyecek ve ihraç edilen sermaye piyasası araçları değer kaybedecektir. Bu durumda sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcılar da zarar edeceklerdir<sup>96</sup>.

Birincil piyasalarda görülebilecek diğer bir durum ise, ihraç edilen sermaye piyasası araçları ve ihraççı ortaklık hakkındaki kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün

---

<sup>94</sup> **Tyson**, William C.: “Legal Aspects of Securities Regulation In The US”, Recent Developments In Capital Markets In Turkey: Proceedings of OECD-CMB Conference in 1985, CMB Publications No: 2, İzmir 1985, s.179; **Tıncı**: s.158; **Koruyan**, Adil: “Sermaye Piyasasında Kurumsallaşma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Şekillenmesi Üzerinde Etkisi”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, Ankara 1996, s.178; **Kılıç**: s.17.

<sup>95</sup> **Kılıç**: s.12, 14.

<sup>96</sup> **Eş**: s.77; **Kılıç**: s.16.

aracı kuruluşlar tarafından yerine getirilmemesidir. Ortaklıklar hakkındaki yatırımcıların kararlarını etkileyecek olumlu veya olumsuz bilgilerin saklanması, bu bilgiden mahrum olan yatırımcıların zarar görmelerine, bilgi sahibi olanların da haksız kazanç elde etmelerine neden olur. Aracı kuruluşların, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini gereği gibi veya hiç yerine getirmemeleri, yatırımcıların büyük zararlara uğramaları riskini doğurur.

İkincil piyasalarda ise, aracılık faaliyetinde bulunan aracı kuruluşlar, yatırımcıların nam ve hesabına sermaye piyasası aracı alıp satmakta, virman, takas ve saklama gibi işlemleri gerçekleştirmektedirler. Aracı kuruluşların bu tür işlemleri yapmaları, yatırımcılara ait varlıklara yönelik çeşitli riskleri de doğurmaktadır. Bunların başında aracı kuruluşların hileli işlemleri sebebiyle yatırımcının zarar görmesi gelir. Yatırımcıya ait varlıkların aracı kuruluş veya çalışanları tarafından habersiz kullanılması da ayrı bir risk unsurudur. Ayrıca aracı kuruluşların çeşitli nedenlerle mali açıdan zayıflamaları ve ödeme güçlüğüne düşmeleri sebebiyle yatırımcılara karşı nakit ödeme veya sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüğünü yerine getirememeleri de yatırımcının zarara uğramasına neden olabilecek bir durumdur<sup>97</sup>.

#### **IV. Sermaye Piyasasına İlişkin Düzenlemelerde Yatırımcıyı Korumaya Yönelik İlkeler**

Sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerde yatırımcıyı koruma amacı güdülürken, aşırı maliyete katlanılmaması, ülke ekonomisinin kötüleştirilmemesi de hedeflenmiştir. Bu düşüncelerle yapılan düzenlemelerde iki yatırımcıyı koruma ilkesi benimsenmiştir. Bunlar “liyakat ilkesi” ve “kamuyu aydınlatma ilkesi”dir. Bu ilkelerde yatırımcının yanlış seçim yapması ve karar alması önlenmek istenilmiştir<sup>98</sup>. Ancak sadece bu temel iki ilkenin yatırımcının korunması bakımından yeterli olduğunu söylemek yanlış olur. Bu ilkelerin yanı sıra “güven ilkesi”, “eşit işlem

<sup>97</sup> **Kılıç:** s.16-17; **Küçüksözen:** s.182.

<sup>98</sup> **Kılıç:** s.18; **Küçüksözen:** s.14.



ilkesi”, “bağımsız denetim ilkesi”, “dürüstlük ilkesi”, “kararlılık ilkesi” gibi başka ilkelerin de yatırımcının korunması bakımından önem taşıdığı kabul edilmiştir<sup>99</sup>.

### A. Liyakat İlkesi

Liyakat ilkesi, yatırımcıların yanlış tercihte bulunmaları ve zarara uğramalarına engel olmak amacıyla, düzenleyici otoritelerin riskli sermaye piyasası araçlarının sağlamlığı, güvenilirliği ve tatminkâr bir getiri sağlayıp sağlamayacağı hususlarında incelemelerinden sonra bunlara izin vermesidir. Düzenleyici otoriteler, yatırımcıyı korumak amacıyla riskli sermaye piyasası araçlarının piyasaya çıkmasına engel olurlar. Sermaye piyasası araçlarının piyasaya çıkmasında takdir yetkisi düzenleyici otoriteye verilmiştir<sup>100</sup>.

Tyson’a göre liyakat ilkesinin temelinde “bir aptalı aptallık yapmaktan koruma amacı” yatmaktadır. Yatırımcının yanlış tercihlerde bulunup, zararına neden olacak sermaye piyasası araçlarının hiç piyasaya çıkmaması istenmiştir<sup>101</sup>.

Liyakat ilkesi, bazı yönlerden eleştirilmiştir. Bu eleştirilerin başında, düzenleyici otoritenin olanaksız olmasa bile son derece güç bir görevi üstlenmesi gelmektedir. Zira, düzenleyici otoritenin, bütün yatırımcıların hak ve menfaatlerini korumak amacıyla, belirli bir sermaye piyasası aracının yatırım yapılmaya elverişli olup olmadığını belirlemesi mümkün olmayabilir. Ayrıca düzenleyici otoritenin, sermaye piyasası araçlarının liyakatını belirleme işini eksiksiz yerine getirebilmesi için yüksek maliyetlerle örgütlenmesi gerekir.

Bir başka eleştiri ise, liyakat ilkesinin düzenleyici otoriteye çok geniş takdir yetkisi vermesidir. Bu ilkede mevcut şirketler, sermaye piyasasında yeni varlık göstereceklerle oranla daha fazla gözetilirler. Bu durumda başlangıçta sermaye

---

<sup>99</sup> **Aytaç**, Zühtü: “Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?”, Perşembe Konferansları 12, Ankara 2001, s.9.

<sup>100</sup> **Kabaaliğlu**; Haluk: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985, s.9; **Kılıç**: s.18; **Küçüksozen**: s.15; **Sayar**, Zafer: Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcısının Korunması, Ankara 2003, s.71.

<sup>101</sup> **Tyson**: s.180.

piyasası araçlarına yatırım yapılabilir görülmeyen, fakat ilerde başarı gösterebilecek şirketlerin önü kesilmiş olacaktır. Sonuçta kaynakların etkin kullanılması da engellenecektir.

Diğer bir eleştiri ise, liyakat ilkesinin birincil piyasalarda koruma sağlamasına karşın, ikincil piyasalarda korumayı devam ettirmemesidir. Riskli sermaye piyasası araçlarının ihracına engel olunması halinde sadece birincil piyasada yatırımcı korunmuş olacaktır. Hâlbuki daha önce piyasaya çıkarılmasına izin verilmiş sermaye piyasalarına yapılacak yatırım kararlarında herhangi bir koruma bulunmamaktadır. İkincil piyasalardaki bu eksiklik kamuyu aydınlatma ilkesi ile büyük bir ölçüde giderilmektedir<sup>102</sup>.

Doktrindeki hakim görüşe göre 1982 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilk halinde liyakat sistemi benimsenmiştir<sup>103</sup>. Zira 1992 tarihli değişiklikten önce Sermaye Piyasası Kurulu, ortaklıkların halka arz taleplerini kamu yararı ve halkın sömürülmesi gibi sebeplerle reddedebilmektedir. Bu dönemde yürürlükte bulunan Kurul tebliğleri ile halka arz açısından gereklilik, yeterlilik ve kaynaklar arasında denge gibi kıstaslarla inceleme yapılması gerekmektedir. Söz konusu incelemede geniş bir takdir yetkisi de verilmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek isteyen ortaklıkların, ihracın iktisadi açıdan gerekli olduğu hususunda yatırımcıdan önce, Kurul'u ikna etmesi gerekmektedir<sup>104</sup>.

---

<sup>102</sup> **Tyson:** s.180; **Kılıç:** s.18; **Küçüksozen:** s.15.

<sup>103</sup> Bazı yazarlara göre Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilk halinde kamuyu aydınlatma ilkesi esas alınmıştır. 3794 sayılı Kanun ile 1992 yılında yapılan değişiklikte kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulama alanı genişletilmiştir. **Yanlı,** Veliye: Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması, İstanbul 2000, s.83; **Uman,** Nuri: "Sermaye Piyasasında Halka Açıklanan Bilgiler (Standart Mali Tablolar ve Hesap Planları)", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul 1984, s.323-324. Karababa'ya göre ise, Kanun'da asıl olarak liyakat ilkesi benimsenmiş, tamamlayıcı olarak da kamuyu aydınlatma ilkesine de yer verilmiş. Kanun'da her iki ilkenin birlikte uygulandığı görülmektedir. **Karababa:** s.47-48.

<sup>104</sup> **İhtiyar:** s.51; **Pulaşlı,** Hasan: Şirketler Hukuku Temel Esaslar, Adana 2004, s.209; **Sayar:** s.71; **Özkara,** Esra: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma ve

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3794 sayılı Kanun ile değişiklikten önceki 4.maddesinin başlığı "Halka Arz İzni"<sup>105</sup>. Bu madde ile menkul kıymetlerin halka arzı için Kurul'dan bu Kanun uyarınca izin alınması zorunlu tutulmuştur. Bu madde Kanun'un ilk halinde liyakat ilkesinin benimsendiğini açıkça göstermektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nda 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle "Halka Arz İzni" yerine "Kurul Kaydına Alınma" esası getirilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3794 sayılı değişiklikten önceki 5. maddesinin üçüncü fıkrasında<sup>106</sup> ise Kurul'un incelemeleri sonunda açıklamaların yeterli ve doğru olduğu sonucuna varıldığı takdirde, menkul kıymetlerin halka arzına izin verileceği belirtilmiştir. Ayrıca "halka arzın kamu yararına aykırı düşeceği" ve "halkın istismarına yol açacağı kanısına varılması" halinde, halka arz izin başvurusunun reddedileceği düzenlenmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilk halindeki bu düzenlemeler değerlendirildiğinde, liyakat (izin) ilkesinin benimsendiği görülmektedir. Bu hükümlerde Kurul'a halka arz açısından objektif esaslara dayanmayan, subjektif nitelik taşıyan, muğlak ve içeriğinin doldurulması güç olan ölçüler ile çok geniş bir takdir yetkisi verilmiştir<sup>107</sup>.

---

Türkiye Uygulaması, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 1992; s.85; **Karlı**: s.609; **Kılıç**: s.24; **Küçüksozen**: s.93-94; **Demir**, Tülin: İzahname ve Mali Tablolara İlişkin Olarak Kamuyu Aydınlatmada Sorumluluk, Yeterlilik Etüdü, Ankara 1998, s.7; **Şişman**, Melih: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Kavramı, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Bursa 1997, s.36-37.

<sup>105</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4.maddesinin 3794 sayılı Kanun ile getirilen değişiklikten önceki metnine göre, "Menkul kıymetlerin halka arzı için Kurul'dan bu Kanun uyarınca izin alınması zorunludur...İzin alınmaksızın halka arz edilen menkul kıymetlerin satışını durdurmaya ve gerekli tedbirleri almaya, satılan kısmın karşılığı için Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu'nun 103 üncü maddesi uyarınca ihtiyati tedbir istemeye Kurul yetkilidir. İzinsiz arz ve satıştan doğacak hukuki ve cezai sorumluluk saklıdır..."

<sup>106</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'nun 5.maddesinin üçüncü fıkrasınının 3794 sayılı Kanun ile getirilen değişiklikten önceki metnine göre, "İncelemeler sonunda, açıklamaların yeterli ve doğru olduğu sonucuna varıldığı takdirde, menkul kıymetlerin halka arzına izin verilir. Açıklamaların yeterli ve gerçeğe uygun bulunmadığı veya halka arzın kamu yararına aykırı düşeceği ya da halkın istismarına yol açacağı kanısına varıldığı takdirde, gerekçe gösterilmek suretiyle başvuru reddedilir".

<sup>107</sup> **Ulusoy**: s.27; **Kabaalioglu**: s.37.

## B. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

Kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcının sermaye piyasasında yatırım yapacağı ortaklıklar ve onların ihraç ettikleri araçlar hakkında yeterli ve doğru bilgiyi zamanında edinmelerini ve bu doğrultuda haklarını bilinçli olarak kullanmalarını sağlamayı esas almaktadır. Bu ilkede liyakat ilkesinde olduğu gibi devletin doğrudan bir müdahalesi ve izin sistemi söz konusu değildir<sup>108</sup>.

Kamuyu aydınlatma ilkesinde yapılacak yatırımın isabetli olup olmayacağına ilişkin risk-getiri değerlendirmesi yatırımcıya aittir. Yatırımcının yapacağı bu değerlendirmede doğru, tam ve zamanında bilgilendirilmesi hedeflenmektedir. Dolayısıyla bu ilkede en önemli unsur bilgidir. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yapılan düzenlemeler ile yatırım kararlarını etkileyebilecek her türlü doğru bilginin elde edilerek, mevcut riskin yatırımcılar tarafından yeterince algılanmasına yardımcı olunmaktadır. Sermaye piyasası ilgilileri ve yatırımcılar arasındaki bilgi eşitsizliklerinin giderilmesi ile yatırımcı yapacağı yatırımlarda kendi stratejisini belirlemekte ve almış olduğu kararlarda riski kendi üzerinde taşımaktadır<sup>109</sup>.

Liyakat ilkesinde yatırımcı ancak birincil piyasalarda korunabiliyordu. Hâlbuki kamuyu aydınlatma ilkesinde yatırımcı, hem birincil piyasada korunuyor hem de bu koruma ikincil piyasada da devam ediyor.

Kamuyu aydınlatma ilkesinde genelde üç temel işlevi yerine getirmeye çalışıldığı görülür. Bu ilke doğrultusunda yapılan düzenlemeler koruyuculuk, caydırıcılık ve aydınlatıcılık işlevlerine sahiptir<sup>110</sup>.

---

<sup>108</sup> **Kılıç:** s.19; **Karababa:** s.49; **Sayar:** s.72.

<sup>109</sup> **Tyson:** s.181; **Kılıç:** s.19; **Çapanoğlu:** s.63; **Günel:** Sermaye Piyasası Faaliyetleri, s.9; **Altun, Tuğba:** İçerden Öğrenenlerin Ticareti: Teori ve Uygulamalar, Sermaye Piyasası Kurulu Etüdü, Ankara 1993, s.25.

<sup>110</sup> **Tyson:** s.181; **Kılıç:** s.19; **Küçüksözen:** s.15; **Altun:** s.26; **Altıntaş,** Mine Berra: Sermaye Piyasasında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinlik Kuramı, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 1989, s.23.

Koruyuculuk işlevi ile sermaye piyasası aracı ihraç eden ortaklıkların yönetimi, finansal durumları ve faaliyet sonuçları ile ihraç edilen araçların nitelikleri hakkında yeterli ve doğru bilgilerin yatırımcıya zamanında ulaştırılması yoluyla yatırımcının aldatılması engellenmektedir. Koruyuculuk işlevinde taraflar arasındaki bilgi düzeylerindeki dengesizlik giderilerek, yatırımcının riskleri azaltılmaktadır. Caydırıcılık işlevinde içerden öğrenilen bilgilerin ticareti ve manipülasyon gibi hileli ve ahlâk dışı uygulamaların ağır müeyyidelere bağlanması yoluyla ihraççı ortaklıkların yöneticileri ve diğer ilgililer bu tür uygulamalardan uzak tutulmaktadır. Aydınlatıcılık işlevi ise, yatırımcının alacağı yatırım kararlarında gerekli olan bilgilerin ayrıntılı olarak sunulmasını sağlayarak, doğru analiz ederek hak ve menfaatlerini bilinçli bir şekilde kullanmasını amaç edinmektedir<sup>111</sup>.

Doktrinde kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin bazı tanımlamalar da yapılmaktadır. Erem'e göre kamuyu aydınlatma, "pay sahiplerine, işletmenin durumu ve iktisadi gücü hakkında bilgi vermek, birbirleri ile çatışan ekonomik menfaatleri göstermek ve bu doğrultuda pay sahiplerinin haklarını bilinçli olarak kullanmalarını sağlamak amacını taşıyan bir ilkedir"<sup>112</sup>. Bu tanımlama, kamuyu aydınlatma ilkesinden ziyade ortaklıklarda pay sahibinin bilgi alma hakkının anlatılması ve yatırımcının yatırım kararına yön verecek bilginin açıklanması bakımından değerlendirme yapılmaması gerekçeleriyle eleştirilmiştir<sup>113</sup>.

Tekinalp'e göre kamuyu aydınlatma, "ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmasını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik

---

<sup>111</sup> **Tyson:** s.181; **Kılıç:** s.19; **Küçüksözen:** s.15; **Altun:** s.26; **Altıntaş:** s.23.

<sup>112</sup> **Erem,** Turgut: "Sermaye Şirketlerinin Memleketimizdeki Durumu ve Halka Açık Şirketler Haline Getirilmesi Yönünde Yapılması Gerekli İşlemler", Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve menkul Kıymetler Kambyo Borsasının Rolü, İstanbul 1968, s.71.

<sup>113</sup> **İhtiyar:** s.61.

gücün, milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç gerek dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin tümüdür”<sup>114</sup>.

Poroy ise kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin yaptığı açıklamada, “iç ve dış denetime rağmen ve onunla birlikte, gerek hisse senedi sahiplerinin, gerek katılmayı düşünenlerin –kamu- en iyi korunmalarının yolu anonim ortaklığın faaliyeti hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olmalıdır. Anonim ortaklık ticari sırlar istisna edilirse, camdan bir evde oturmalıdır. Bilanço, rapor, izahname ve sirküler gibi belgeler gerçekler hakkında tam bilgi verecek usul ile yeterli ayrıntıları gösterecek modellere göre düzenlenmelidir, açıklanmalıdır” demektedir<sup>115</sup>.

Poroy, kamuyu aydınlatma ilkesi bakımından anonim ortaklıkların “camdan bir evde” oturmasına benzetmiştir. Karayalçın da aynı benzetmeyi yaparak, bir camdan bakınca nasıl içerideki eşyalar tüm özellikleriyle açıkça görülüyorsa, anonim ortaklıkların da idari ve mali durumu aynı şekilde açıklanmalı ve anlaşılmalıdır<sup>116</sup>.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, açıklanan bilgilerin ve finansal verilerin bütün yatırımcılar tarafından yeterli ve doğru bir şekilde analiz edilemeyeceği, yorumlama ve anlama bakımından aynı düzeyde olunmayabileceği noktasında eleştirilmiştir<sup>117</sup>.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde, yatırımcının kararlarını etkileyen bilginin doğru, tam ve zamanında ulaştırılması hususunda sermaye piyasası mevzuatında düzenlemeler yapılmaktadır. Bu düzenlemelerde şu hususlara yer verilmektedir<sup>118</sup>.

---

<sup>114</sup> **Tekinalp, Ünal**: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle, İstanbul 1979, s.53.

<sup>115</sup> **Poroy, Reha/ Tekinalp, Ünal/ Çamoğlu, Ersin**: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul 2005, s.252.

<sup>116</sup> **Karayalçın, Yaşar**: Muhasebe Hukuku, Kavramlar İlkeler Başlıca Sorunlar Yeni Gelişmeler, Ankara 1988, s.82.

<sup>117</sup> **Fertekligil**: Türkiye’de Para, s.72; **Tyson**: s.181; **Kılıç**: s.19; **Küçüksözen**: s.15; **Altun**: s.26; **Altıntaş**: s.129.

<sup>118</sup> **Kılıç**: s.20-21.

1. Sermaye piyasası araçlarının ihracında ortaklıklar hakkındaki bilgilerin izahname ve sirküler vasıtasıyla yatırımcılara açıklanması,
2. Ortaklığın mali tablo ve raporlarına ilişkin standartlar belirlenmesi
3. Ortaklığın mali tablo ve raporlarının bağımsız denetime tabi tutulması
4. Bağımsız denetim raporlarının kamuya açıklanması
5. Sermaye piyasası araçlarının değerlerini etkileyecek yeni gelişmelerin kamuya açıklanması,
6. Ortaklığın sermaye ve yönetimindeki kontrolü sağlamaya yönelik hareketlerin düzenlenmesi,
7. Ortaklığın yapısındaki değişiklikler ve özel durumların kamuya açıklanması,
8. Ortaklık hakkında özel bilgileri bilebilecek kişilerin alım-satım faaliyetlerini çeşitli kurallara bağlanması ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayalı ticaretin önlenmesi (insider trading)
9. Piyasanın işleyişini olumsuz etkileyecek, duyulan güveni zedeleyecek ve sermaye piyasası araçlarının değer kaybına neden olacak yanlış, yanıltıcı ve gerçek dışı bilginin yasaklanması,
10. Derecelendirmeye ilişkin düzenlemeler yapılması.

Sayılan hususlara ilişkin düzenlemeler bilginin yatırımcıya tam ve doğru bir şekilde ulaşması ile ilgili olmakla birlikte, derecelendirmeye ilişkin düzenlemeler, açıklanan bilgilerin doğru bir şekilde yorumlanmasına yöneliktir. Yatırımcıların açıklanan bilgileri değerlendirmekte ve yorumlamakta yetersiz olmaları halinde, ihraç edilen sermaye piyasası aracı değerinden düşük veya yüksek fiyatlandırılacak, bu da kaynak dağılımında bozulmaya neden olacaktır<sup>119</sup>. Derecelendirmeye ilişkin düzenlemeler ise, açıklanan bilgilerin yorumlanmasından kaynaklanan olumsuzlukları ortadan kaldıracaktır. Kamuyu aydınlatma ilkesinde, açıklanan bilgilerin ve finansal verilerin bütün yatırımcılar tarafından yeterli ve doğru bir şekilde analiz edilemeyeceği, yorumlama ve anlama bakımından aynı düzeyde

---

<sup>119</sup> **Özmen**, Tahsin: “Tahvil Derecelendirmesi (Bond Rating)”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, Ankara 1996, s.324-325.

olunmayabileceği noktasındaki eleştiriler, derecelendirmeye ilişkin düzenlemeler ile ortadan kaldırılmaktadır.

Ülkemizde kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin ilk düzenlemeler Türk Ticaret Kanunu'nda görülmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nda halka açık anonim ortaklıklar için "kamuyu aydınlatma ilkesi", Türk Ticaret Kanunu'nda klasik anonim ortaklıklarda "bilgi alma hakkı" olarak görülmektedir. Türk Ticaret Kanunu'nun anonim ortaklıkların tedrici kuruluşlarına ilişkin 281 ve 282. maddelerinde ve sermaye artırımlarına ilişkin 392 ve 393. maddelerinde kamunun aydınlatılması amacıyla izahname ve sirküler düzenlenmesi zorunluluğu getirilmiştir. Türk Ticaret Kanunu'nun 362 ve 363. maddelerinde ise ortakların bilgi alma hakkı düzenlenmiştir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi uygulanmaya Sermaye Piyasası Kanunu'nda 1992 yılında yapılan değişiklikle başlamıştır. Kanun'un ilk halinde asıl olarak liyakat ilkesi benimsenmiştir. 1992 yılında 3794 sayılı Kanun<sup>120</sup> ile getirilen değişiklik sonucunda liyakat ilkesi (izin sistemi) terk edilmiş ve kamuyu aydınlatma ilkesi getirilmiştir<sup>121</sup>. Artık risk-getiri değerlendirilmesinin yapılması görev ve yetkisi Kurul'dan alınmıştır. Yatırımcı kamuyu aydınlatma ilkesi doğrultusunda açıklanan bilgilerin değerlendirilmesinde ve yatırım kararlarında riski kendisi üstlenir hale gelmiştir.

---

<sup>120</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik öngören 3794 sayılı Kanun'un gerekçesinde de açıkça izin sisteminin terk edildiği belirtilmiştir. Gerekçeye göre, "Bu çerçevede değişiklik tasarısında, "izin" sisteminden vazgeçilerek kamunun aydınlatılmasının sağlanması, ancak yatırımın risk—getiri değerlendirmesinin piyasaya bırakılması ilkesine dayalı "kayda alma" sistemi benimsenmiştir. Bu sistem piyasada farklı risk—getiri bileşimine sahip geniş bir araç yelpazesinin oluşmasına, piyasanın değişik ihtiyaçlarına etkin şekilde cevap verebilecek danışmanlık ve derecelendirme kurumlarının ortaya çıkmasına, riskten korunma ve ölçek ekonomilerinden faydalanmak üzere kolektif yatırım kurumlarının gelişmesine olumlu katkılar sağlayacaktır".

<sup>121</sup> **İhtiyar:** s.51; **Pulaşlı:** s.209; **Sayar:** s.71; **Özkara:** s.85; **Karşlı:** s.609; **Kılıç:** s.24; **Küçüksözen:** s.93-94; **Demir:** s.7; **Şişman:** s.36-37.



3794 sayılı Kanun ile getirilen değişlikle 4.maddenin başlığı “Halka Arz İzni” yerine “Kurul Kaydına Alınma” olmuştur. Bu maddeye göre, “İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunludur”. Kanun’un 4.maddesine göre artık sermaye piyasası araçlarının ihracında Kurul izni aranmamakta, sadece kurul kaydı ile yetinilmektedir. Kanun’un 5.maddesine göre ise<sup>122</sup> artık Kurul, incelemesini sadece kendisine sunulan bilgilerin tam ve doğru olup olmaması açısından yapacaktır. Kurul’un iktisadi bir denetim yapması ise mümkün olmayacaktır. Kurul’un risk-getiri değerlendirme yapma yetkisi 3794 sayılı Kanun ile gelen değişlikte tamamen sona ermiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 6, 10, 16, 22, 16/A, 46/c, 47.maddelerinde de kamuyu aydınlatma ilkesi doğrutusunda düzenlemeler mevcuttur. Kanun ile Sermaye Piyasası Kurulu’na kamunun aydınlatılması amacıyla düzenlemeler yapma yükümlülüğü getirilmiştir. Ayrıca hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yöneticilerine de, kamuyu aydınlatma amacıyla gerekli bilgileri Kurula ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara açıklama yükümlülükleri düzenlenmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 16/A maddesine göre, “Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekâlet istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapar.

---

<sup>122</sup> Sermaye Piyasası Kanunu’nun 5.maddesine göre, “Belgeler ve açıklamalardaki eksikliklerin Kurul tarafından belirlenecek bir sürede tamamlanması zorunludur. Noksanlıkları bu süre içinde tamamlanmayan başvurular düşer. İncelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu, sermaye piyasası aracının Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir”.

Hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortakları, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde Kurula ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler”.

Sermaye Piyasası Kurulu, Kanun ile verilen yetkiye dayanarak çıkarmış olduğu tebliğlerinde de kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler getirmiştir. Kurul, izahname ve sirküler ile ilgili olarak Seri:I ve Seri:II sayılı Tebliğlerini; mali tablolar ile ilgili olarak Seri:XII sayılı Tebliğlerini; bağımsız denetleme ile ilgili olarak Seri:X sayılı Tebliğlerini; kamunun aydınlatılmasında özel hallerle ilgili olarak Seri:IV, No:8 sayılı “Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yolu ile Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile Seri:VIII, No:39 sayılı “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği”ni; derecelendirme ile ilgili olarak ise Seri:VIII, No:40 sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”ni çıkarmıştır.

#### **§ 4 KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA YATIRIMCININ KORUNMASINA İLİŞKİN HUKUKİ DÜZENLEMELER**

Sermaye piyasalarında yatırımcının korunmasına ilişkin düzenlemelerin gerekliliğine, amaçlarına ve korumaya yönelik ilkelerine ilişkin yaptığımız açıklamalardan sonra, bu düzenlemelerin yabancı hukuktaki gelişmelerini incelenmesi yerinde olacaktır. Özellikle ülkemiz sermaye piyasasına etkileri bakımından ABD ve Avrupa Topluluğu'nun yatırımcıyı korumaya ve sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemeleri önem taşımaktadır. Bu başlık altında bazı ülkelerdeki sermaye piyasası hukukunda yaşanan gelişmeler ve yapılan düzenlemeler incelenecektir.

## I. ABD’de Yatırımcının Korunması

ABD’de sermaye piyasasının düzenlenmesine ilişkin girişimler 20. yüzyılın başlarına kadar uzandığı görülür. Bu dönemde çeşitli eyaletlerde faaliyet gösteren ortaklıklara ilişkin kanunlar çıkarılmıştır<sup>123</sup>. Bu kanunlarda doğrudan yatırımcının korunması ile ilgili olmamakla birlikte, sermaye piyasalarını düzenleyen hükümler görülmekteydi. Her eyalet kendi topraklarındaki ortaklıkların tescilini düzenliyordu. Ayrıca her eyaletin ayrı bir rejimi vardı. 1920’li yıllara kadar federal hükümet tarafından sermaye piyasalarına ilişkin bir düzenleme getirilmemişti<sup>124</sup>.

Kansas eyaletinde 1911 tarihli “Kansas Session Laws” ile liyakat ilkesi benimsenmiş ve izin alınmaksızın menkul kıymet satışı yasaklanmıştır. Kansas Kanunu’na göre hem ihraççı ortaklık ve ihraç ettiği menkul kıymetler hakkında kamuya açıklama yapılması gerekiyor, hem de yapılacak yatırımların sağlamlığı ve yeterli gelir elde edilip edilemeyeceği inceleniyordu. Diğer bir ifadeyle menkul kıymetlerin ve ihraççı ortaklıkların sağlamlığı, güvenilirliği ve verimliliği gibi konularda izin sistemi getirilmişti. 1920’e kadar 36 eyalette benzer kanunlar çıkarılmıştır<sup>125</sup>. Bu kanunlar, 1910’lu yıllarda Kuzey Amerika’da yatırımcılara mavi gökleri satan dolandırıcılardan koruyan “Blue Sky Laws (Mavi Gök Kanunları)”<sup>126</sup>

---

<sup>123</sup> ABD’de ortaklıklara ilişkin ilk kanunlara örnek olarak 1904 tarihli Georgia Laws, Connecticut Pub. Acts, 1910 tarihli Rhode Island Acts and Resolves verilebilir. **Kabaalioglu:** s.32-33.

<sup>124</sup> **Cheeseman**, Henry R.: Introduction to Law, Its Dynamic Nature, New Jersey 2005, s.395.

<sup>125</sup> **Meiners**, Roger E./ **Ringleb**, Al H./ **Edwards**, Frances L.: The Legal Environment of Business, Losangeles 1994, s.653; **Choper**, Jesse H./**Coffee**, John C./**Morris**, C. Robert: Cases and Materials on Corporations, Boston 1989, s.336.

<sup>126</sup> “Eyaletlerin yatırımcılarını koruma kanunları” olarak da bilenen Mavi Gök Kanunlarına 1913 tarihli Maine Laws, 1915 tarihli Nevada State Act ve 1915 tarihli Virginia State Act örnek verilebilir. Bu kanunlar içerisinde en sert olanı (California Securities Act) California Menkul Kıymetler Kanunu’dur. California Menkul Kıymetler Kanunu’na göre, ortaklıklar eyalet komiserinin izni olmaksızın menkul kıymet çıkaramaz ve satamazlardı. **Turanboy**, Asuman: Insider Muameleleri, Ankara 1990, s.17, dn.29.

olarak ifade ediliyordu<sup>127</sup>. Mavi Gök Kanunları, 1933 tarihli Securities Act ve 1934 tarihli Securities Exchange Act düzenlenene kadar yürürlükte kalmıştı<sup>128</sup>.

Mavi Gök Kanunları'nın liyakat ilkesini benimsedikleri söylenebilir. Bu kanunlarda yatırımcılara doğru bilgi verilmesinden ziyade, ihraç edilen menkul kıymetlerin sağlamlık ve güvenilirlik açısından incelenmesi söz konusuydu. Aldatıcı nitelikte görülen menkul kıymetlerin ihracına izin verilmemekteydi. Bu nedenle yatırımcının elde ettiği bilgiler ile yatırım kararını kendisinin vermesi söz konusu değildi<sup>129</sup>.

Mavi Gök Kanunları hem yatırım yapılabilecek sağlam menkul kıymet sayısını sınırlaması, hem de aracılık yapabilecek aracıları azaltması nedenleriyle eleştiriliyordu. Ayrıca bu kanunlara rağmen menkul kıymet işlemlerinde hile ve dolandırıcılıklar artarak devam ediyordu. Mavi Gök Kanunlarında kamuyu aydınlatma ilkesi yeterli düzeyde düzenlenmediğinden, sermaye piyasasında açıklık ve güven ortamı sağlanamamıştır. Yatırımcıların korunmasında yaşanan olumsuz gelişmeler kamuyu aydınlatma ilkesinin benimsendiği yeni sermaye piyasası düzenlemelerinin yapılmasını gerektirmiştir<sup>130</sup>.

ABD'de sermaye piyasalarına ilişkin asıl düzenlemeler, 1930'lu yıllarda ekonomide yaşanan çöküşle görülmeye başlanmıştır<sup>131</sup>. Ekonomide yaşanan çöküşün başlıca sebebi borsa komisyoncularının menkul kıymet alım satımında fiyatlara etkili

---

<sup>127</sup> **Bloomenthal**, Harold S.: Securities Law In Perspective, New York 1977, s.5. "Mavi Gök Kanunları", 1917 yılında Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin bir kararında kullanılan ibareden alınmıştır. Bu kararda, "halkın şu kadar kadem mavi gökten daha sağlam bir esasa dayanmayan spekülâtif planlardan korunması" gerektiği belirtilmiştir. **Faruk/Erem**: s. 99.

<sup>128</sup> **Markham**, Jerry W.: "Super Regulator: A Comparative Analysis Of Securities And Derivatives Regulation In The United States, The United Kingdom, And Japan", Symposium Financial Supermarkets Need Super Regulators?, Brooklyn Journal of International Law 2003, s.325; **Seligman**, Joel: The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance, USA 1995, s.25; **Kabaalioglu**: s.34-36; **Çapanoğlu**: s.62.

<sup>129</sup> **Karlı**: s.455; **İhtiyar**: s.17-18.

<sup>130</sup> **Kabaalioglu**: s. 39-40; **Tuncer**: s.327; **Poroy/Erem**: s.99 vd.; **Altıntaş**: s.28 vd.; **Karababa**: s.52.

<sup>131</sup> **Cheeseman**: s.395.

olacak aldatıcı hareketler veya hayali oyunlar ile büyük kârlar elde etmeleridir. Piyasadaki birçok kuruluşun iflas etmesi veya kapanması, bunlarda mevduat veya menkul kıymet şeklinde birikimleri bulunan yatırımcıların zarara uğramalarına neden olmuştur<sup>132</sup>. Menkul kıymetler borsalarında yaşanan bu gelişmeler, yeni düzenlemeler yapılmasını hızlandırmıştır<sup>133</sup>.

1933 tarihinde ise Menkul Kıymetler Kanunu “Securities Act” hazırlanmıştır. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nda öncelikle düzenlenen husus halka arz olmuştur. Menkul kıymetlerini halka arz eden ortaklıklar ihraççı “issuer” olarak ifade edilmiştir. İhraççılar yeni kurulan ya da daha önceden kurulmuş olmakla birlikte menkul kıymetlerini yeni halka arz eden ortaklıklardır<sup>134</sup>.

Ekonomide yaşanan büyük çöküşten sonra yürürlüğe giren 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nda birincil piyasada kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilgili hükümler yer almaktadır. Bu kanunda eyalet kanunlarının uygulanmasına engel olunmayacağı da düzenlenmiştir. Mavi Gök Kanunları, federal mevzuatın kapsamına girmeyen ortaklık ve işlemlere de uygulandıklarından Amerikan sisteminde önemlerini korumuşlardır<sup>135</sup>.

ABD sermaye piyasalarında yatırımcının korunmasına ilişkin temel yasalar şunlar olmuştur.

- 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933)
- 1934 tarihli Menkul Kıymetlerin Alım Satımı Kanunu (Securities Exchange Act of 1934)
- 1940 tarihli Yatırım Ortaklıkları Kanunu (Investment Company Act of 1940)

---

<sup>132</sup> New York Menkul Kıymetler Borsası’nda (New York Stock Exchange-NYSE) işlem gören hisse senetlerinin toplam piyasa değeri 89.668.276.854 dolardan, 15.633.479.577 dolara düşmüştür.

<sup>133</sup> **Markham:** s.327; **Seligman:** s.26; **Küçüksözen:** s.22; **Tuncer:** s.81; **Altıntaş:** s.34; **Karababa:** s.52-53.

<sup>134</sup> **Cheeseman:** s.395.

<sup>135</sup> **Emerson,** Robert W.: Business Law The Easy Way, New York 1994, s.198; **Poroy/Erem:** s.99-100.

- 1940 tarihli Yatırım Danışmanlığı Kanunu (Investment Adviser Act of 1940)
- 1970 tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Kanunu (Securities Investor Protection Act of 1970)

### **A. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission-SEC)**

Sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin yürütülmesinden ve piyasaların denetlenmesinden sorumlu düzenleyici otoriteler, artık çoğu ülkede görülmektedir. Düzenleyici otoriteler, liyakat ilkesinin benimsendiği ülkelerde ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının denetimini yapan, kamuyu aydınlatma ilkesini benimsemiş ülkelerde ise kamunun bilgilendirilmesi sürecini düzenleyen kurumlardır. Bu düzenleyici otoriteler içerisinde en eskisi ABD'deki (Securities and Exchange Commission-SEC) Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'dur.

SEC, 1934 tarihli Menkul Kıymetlerin Alım Satım Yasası (Securities Exchange Act of 1934) ile kurulmuştur. SEC üyeleri ABD başkanı tarafından 5 yıllığına farklı zamanlarda atanırlar. SEC aynı zamanda bağımsız ve tarafsız bir otoritedir. SEC'in yürürlüğe koyduğu kuralların kanun gücünde olması ve bir yargı organı gibi çalışması, bu kurumun bağımsızlığına verilen önemi göstermektedir. Bu bağlamda SEC'in yargısal, idari ve düzenleyici yetkilerinin olduğu görülmektedir<sup>136</sup>.

ABD'deki sermaye piyasası düzenlemelerinde kamuyu aydınlatma ilkesinin benimsenmiş olması sebebiyle, SEC'in menkul kıymetlerin liyakatini belirleme yetkisi bulunmamaktadır. SEC, ihraç edilen menkul kıymetler ve ihraççılar hakkındaki bilgiler tam ve doğru olarak kamuya açıklandıktan sonra, bu ihraca engel olamaz. Ancak halka arz edilecek menkul kıymetlerin SEC'e kaydolmaları gerekir. SEC'e kaydolması gereken menkul kıymetlerin, kaydolmadan halka satılmaları 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'na da aykırılık teşkil eder. Bu halde yatırımcılar,

---

<sup>136</sup> **Bloomenthal:** s.1; **Cheeseman:** s.395; **Markham:** s.327; **Tyson:** s.184, **Küçüksözen:** s.23; **Kılıç:** s.21; **Karababa:** s.53.

uğramış oldukları zararlar nedeniyle sorumlular aleyhine tazminat davaları açabilir<sup>137</sup>.

SEC'in temel görevleri sermaye piyasalarını düzenlemek ve denetlemek, kamunun tam ve doğru aydınlatılmasını sağlamak, yatırım danışmanlığı faaliyetlerini ve yatırım ortaklıklarını düzenlemek ve denetlemek, yatırımcıların hak ve menfaatlerini aldatıcı hareketlere karşı korumak, sermaye piyasalarına ilişkin kanunları uygulamak, sermaye piyasası mevzuatının yorumlanması ve geliştirilmesini temin etmek, kanunlara aykırı sermaye piyasası işlemlerini ve şikâyetleri incelemektir<sup>138</sup>.

SEC, sermaye piyasası mevzuatının yorumlanması ve genişletilmesini de sağlamaktadır. Bu amaçla sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeleri ve kendine gelen talepleri göz önünde bulundurarak, yeni kurallar koymaktadır. Yeni düzenlemeler, ilk önce kamuoyuna duyurulmakta, bunlar hakkında görüş ve eleştiriler alınarak değerlendirme yapılmakta ve bu süreç sonunda yürürlüğe konulmaktadırlar. Böylece sermaye piyasasının etkin bir şekilde işlemesi ve asgari müdahale ile yatırımcının azami korunması sağlanmaktadır<sup>139</sup>.

## **B. Öz Düzenleyici Kuruluşlar (Self Regulatory Organization-SRO)**

ABD sermaye piyasalarında kural koyma yetkisinin, SEC gözetiminde öz düzenleyici kuruluşlara da (self regulatory organization-SRO) verildiği görülmektedir. Birer özel kuruluş şeklinde örgütlenmiş olan SRO'lar kendi üyelerine ve borsalara ilişkin kurallar koyup bunları uygulamaktadırlar. ABD Kongresi, 1934 yılından önce de görülen bu sistemi, SEC'in gözetimi altında devamına izin vermiştir.

---

<sup>137</sup> **Cheeseman:** s.395.

<sup>138</sup> **Bloomenthal:** s.1; **Tyson:** s.184,185; **Tuncer:** s.81; **Küçüksözen:** s.23; **Altıntaş:** s.36,37; **Kılıç:** s.10; **Ersel/Sak:** s.312; **Yalçın:** s.16; **Karababa:** s.53.

<sup>139</sup> **Bloomenthal:** s.1; **Tyson:** s.185; **Küçüksözen:** s.24.

SRO'ların SEC'e kayıt olmaları ve kural koymadan önce onay almaları zorunludur. SRO'lar kendi üyelerine ilişkin kuralları koyma ve uygulama yetkisine sahip olmakla birlikte, bunların sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelere uymalarını sağlamakla da yükümlüdürler<sup>140</sup>.

SEC, SRO'larda inceleme yapabilir. Bu incelemeler SRO'nun piyasadaki aktivitenin gözetimini iyi yapıp yapmadığına yöneliktir. Ayrıca SEC, SRO'ların uygulamalarını görmek ve kendi gözetim faaliyetlerini sürdürmek açısından, çıkarılan düzenlemeleri gözden geçirerek onaylar<sup>141</sup>.

ABD'de kendi kendini düzenleyen SRO'ların ilki Ulusal Aracı Kurumlar Birliği (The National Association of Securities Dealers-NASD)'dir<sup>142</sup>. ABD'deki diğer SRO'lara örnek olarak New York Stock Exchange-NYSE ve The National Association of Realtors-NAR gösterilebilir.

Ülkemizde öz düzenleyici kuruluş olarak Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) görülmektedir<sup>143</sup>. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur. Birliğin 106 aracı kurum ve 41 banka olmak üzere toplam 147 üyesi vardır. Birliğin çıkarmış olduğu meslek kuralları düzenlemesi, disiplin yönetmeliği ve tahkim kuralları bulunmaktadır.

### **C. Birincil Piyasalara İlişkin Hukuki Düzenlemeler (Securities Act of 1933)**

Birincil piyasalara ilişkin olarak çıkarılan 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act), Federal Ticaret Komisyonu (Federal Trade Commission)

---

<sup>140</sup> **Markham:** s.328; **Küçüksözen:** s.25; **Yalçner:** s.16; **Karababa:** s.54.

<sup>141</sup> **Markham:** s.328; **Küçüksözen:** s.25; **Kılıç:** s.10; **Yalçner:** s.16.

<sup>142</sup> **Bloomenthal:** s.2.

<sup>143</sup> 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 15.12.1999 tarihli ve 4487 sayılı Kanunla eklenen 40/B ve 40/C maddelerine dayanılarak kurulmuştur. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Statüsü 11.2.2001 tarih 24315 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.



tarafından hazırlanmıştır. Bu Kanun'un en önemli özelliği kamuyu aydınlatma ilkesini esas alan federal düzeydeki ilk kanun olmasıdır. Menkul Kıymetler Kanunu'nun amacı, ortaklıkların ihraç ve halka arz ettikleri menkul kıymetler hakkındaki bilgilerin tam ve doğru olarak yatırımcılara sunulması ve dolandırıcılığa ve hileli tüm işlemlere engel olunmasıdır<sup>144</sup>. Sermaye piyasalarının işlerliği ve yatırımcıların hileli işlemler ile dolandırıcılığa karşı korunması için finansal bilgilerin açıklanarak kamunun aydınlatılması zorunludur<sup>145</sup>.

Birincil piyasada kamuyu aydınlatma ilkesini esas alan Menkul Kıymetler Kanunu, menkul kıymetlerini halka arz etmek isteyen ortaklıklara ve diğer kişilere, söz konusu menkul kıymetlerin piyasaya sürülmesinden önce belirli bilgileri içeren bir kayda alma formunu SEC'e sunma zorunluluğu öngörmüştür. Kayda alma işlemi, ihraççı ortaklıkla ve ihraç edilecek menkul kıymetler ile ilgili bilgilerin doğru ve tam açıklanmasını, böylece yatırım kararının alınmasında yatırımcının korunmasını sağlamak amacıyla getirilmiştir<sup>146</sup>.

Menkul Kıymetler Kanunu'na göre, menkul kıymet ihraç eden ortaklıklar, kendileri ve ihraç ettikleri menkul kıymetler hakkında tam ve doğru bilgileri yatırımcılara vermek zorundadırlar. Verilen bilgilerin eksik olması veya hatalı görülmesi halinde SEC, bu hususların tamamlanmasını isteyebilecektir<sup>147</sup>. SEC'in ortaklıklar tarafından verilen bilgileri inceleme yetkisi, izahnamenin doğruluğu ve yeterliliği ile sınırlıdır. SEC'in ihraç edilen menkul kıymetlerin risk-getiri özelliklerini inceleme yapması ve buna göre izin vermesi söz konusu değildir. Zira risk-getiri tercihleri doğrultusunda yatırım kararını yatırımcı verecektir.

Menkul Kıymetler Kanunu'na göre, ortaklıklar tarafından hiçbir bilgi verilmezse ya da verilen izahnamedeki bilgilerin yanlış, eksik ve yanıltıcı olması

---

<sup>144</sup> **Bloomenthal:** s.8; **Meiners/Ringleb/Edwards:** s.659; **Choper/Coffee/Morris:** s.336; **Turanboy, Insider,** s.21; **Küçüksözen:** s.25; **Kılıç:** s.22; **Yalçın:** s.16; **Karababa:** s.54; **Yalçın:** s.15; **Poroy/Erem:** s.101.

<sup>145</sup> **Repetto,** Robert: "Protecting Investors And The Environment Through Financial Disclosure", Utilities Policy 13 (2005), s.54.

<sup>146</sup> **Repetto:** s.55; **Bloomenthal:** s.8, 20.

<sup>147</sup> **Bloomenthal:** s.20; **Turanboy, Insider,** s.23.

durumunda, SEC menkul kıymet ihracını durdurma yetkisine sahiptir. Kayda alma işlemleri sırasında kasten ve hileli açıklamalarda bulunulduğunun tespit edilmesi halinde ilgililerin sorumluluğuna gidilebilmektedir. Kamuya açıklanan bilgilerin yanlış, eksik ve yanıltıcı olduğunun ve bazı hususların saklandığının saptanması halinde, yatırımcıların uğradıkları zararlardan dolayı menkul kıymeti ihraç eden ortaklık, yöneticileri, denetçileri, halka arza aracılık eden aracı kuruluşlar, mali tabloların denetimini yapan bağımsız denetim kuruluşları ve SEC'e verilen kayıt beyanının altında imzası bulunanlar sorumlu tutulmaktadır<sup>148</sup>.

Menkul Kıymetler Kanunu, yatırımcıya doğru ve dürüst bilginin sunulmasından sonra, mali durumu bozuk olan bir ortaklığın dahi menkul kıymetlerini satabilmesi bakımından eleştirilmiştir. Bu nedenle Menkul Kıymetler Kanunu, “çürük yumurtalar kanunu” olarak da nitelendirilmiştir<sup>149</sup>.

#### **D. İkincil Piyasalara ve Kamunun Sürekli Aydınlatılmasına İlişkin Hukuki Düzenlemeler (Securities Exchange Act of 1934)**

1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu sadece birincil piyasalara ilişkin olarak kamuyu aydınlatma ilkesini benimsiyordu. Hâlbuki daha önce ihraç ve halka arz edilmiş ve ikincil piyasada işlem gören menkul kıymetler bakımından yatırımcının korunmasında sıkıntılar devam ediyordu. 1934 tarihli Menkul Kıymetlerin Alım Satımı Kanunu, ikincil piyasada işlem gören menkul kıymetler için de kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik düzenlemeler getirmiştir. Menkul Kıymetlerin Alım Satımı Kanunu'nun amacı, kamunun aydınlatılması ilkesi doğrultusunda piyasadaki işlemler ve katılımcılar için çeşitli kurallar getirerek ve belirli işlemleri yasaklayarak ikincil piyasanın dürüst ve düzenli çalışmasını ve böylece yatırımcının korunmasını sağlamaktır<sup>150</sup>.

---

<sup>148</sup> **Tyson:** s.186; **Karababa:** s.56; **Kabaalioğlu:** s.123.

<sup>149</sup> **Kabaalioğlu:** s.67, dn.16; **Küçüksözen:** s.27; **İhtiyar:** s.21.

<sup>150</sup> **Bloenthal:** s.8; **Turanboy:** İnsider, s.23; **Küçüksözen:** s.30-31; **Karababa:** s.57.

1934 tarihli Kanun'un düzenleme amaçlarından birisi menkul kıymet işlemlerini gerçekleştiren aracı kurumların kaydedilmesidir. Aracı kurumların sermaye piyasalarında faaliyet göstermeye başlayabilmeleri ve bu faaliyetlerini devam ettirebilmeleri bakımından SEC'e başvurmaları zorunludur. Aracı kurumların durumlarında meydana gelecek değişikliklerin de SEC'e bildirilmesi gerekir.

Aracı kurumlar işlem ve uygulamalarını, yatırımcının korunması amacıyla 1934 tarihli Kanun'un ve SEC'in belirlediği standartlara ve üyesi oldukları SRO'ların kurallarına uygun hale getirmelidirler. Aracı kurumların sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeleri ve SRO'lar tarafından getirilen meslek kurallarını ihlal etmeleri halinde, SEC kaydından çıkarılmaları, eyaletler arası menkul kıymet işlerini yapma haklarını kaybetmeleri ve üyesi oldukları SRO'lardan ihraç edilmeleri veya bu haklarının askıya alınması söz konusu olmaktadır<sup>151</sup>.

1934 tarihli Kanun ile aracı kurumların mali sorumluluklarına ilişkin olarak "net sermaye kuralı" getirilmiştir. Net sermaye kuralı aracı kurumlar için minimum likidite standartlarını öngörmektedir. Bu kuralın amacı ise, aracı kurumların ödeme güçlüğüne düşmeleri halinde, müşterilerin alacaklarını karşılayacak nitelikte likid varlık tutmalarını sağlayarak, yatırımcının korunmasıdır<sup>152</sup>. Net sermaye kuralı ile aracı ödeme güçlüğüne düşse bile, likid tuttuğu varlıktan müşterilerine ödeme yapılabilecektir.

1934 tarihli Kanun ile ortaklıklara üç aylık, altı aylık ve yıllık rapor verme yükümlülüğü getirmektedir. Ortaklık hakkında en kapsamlı bilgi yıllık raporda verilmektedir. SEC belirli bilgilerin yatırımcılara ayrıca bildirilmesi yükümlülüğü de getirebilmektedir. Yanlış ve yanıltıcı bilginin önlenmesi amacıyla, raporların SEC'in belirlediği usulde tam ve doğru hazırlanması gerekmektedir<sup>153</sup>.

---

<sup>151</sup> **Faruk/Erem:** s.102, **Küçüksözen.** s.37.

<sup>152</sup> **Kılıç:** s.35.

<sup>153</sup> **Kohler,** E. Louis: "Protection for Investors", The Accounting Review, Vol. 15, No.3, 1940, s.449.

## E. 1970 Tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Kanunu ve Koruma Fonu

ABD’de 1929 yılında yaşanan büyük ekonomik krizin benzeri 1960’ların sonunda New York Borsası’nda yaşanmıştır. 1968 yılında NYSE’de günlük işlem gören hisse senedi adedi 21 milyon adet olmuştur. Bu durumda aracı kurumlardaki eleman sayısı yetersiz hale gelmiş ve daha fazla personel istihdam edilmiştir. 1969 yılında yaşanan kriz ve istihdamın yol açtığı aşırı maliyet, 100’den fazla aracı kurumun iflasına neden olmuştur<sup>154</sup>.

NYSE’de faaliyet gösteren aracı kurumlardan bazıları müşterilerine karşı olan taahhütlerini yerine getiremez hale gelmişlerdir. Bu durumdan birçok yatırımcı zarar görmüştür. SEC’in isteği doğrultusunda, NYSE’nin üyelerinin katılımıyla kurduğu “Trust Fund”da biriktirilen fonlarla iflas eden aracı kurumların müşterilerinin uğradıkları zararlar karşılanmaya çalışılmıştır. Ortaya çıkan yeni aracı kurum iflasları sonucu “Trust Fund”, yatırımcıların zararlarını karşılayamamıştır. Bu durum karşısında NYSE, başka bir fonda topladığı paraları kullanmak zorunda kalmıştır<sup>155</sup>.

NYSE’de yaşanan bu gelişmelerin ardından yatırımcıların piyasaya güveni azalmış, yatırımcı varlıklarının korunması için yeni düzenlemelerin gerekliliği ortaya çıkmıştır. Yatırımcılara yapılan ödemeler artık bir lütuf değil, hak olarak görülmeye başlanmıştır. Bu nedenle aracı kurumların ödeme güçlüğüne düşmeleri ve iflas etmeleri halinde yatırımcıların zararlarını karşılayacak bir fon mekanizmasının oluşturulması ve bunun bütün sektörü içine alacak örgütlenme üzerinde çalışılmaya başlanmıştır<sup>156</sup>.

---

<sup>154</sup> **Sowards**, Hugh L./**Mofsky**, James S.: “The Securities Investor Protection Act of 1970”, The Business Lawyer, April 1971, s.1271; **Taşkıran**, Sevtap/**Uysal**, Özge: Yatırımcıları Koruma Fonu, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara 1996, s.8.

<sup>155</sup> **Ersel**, Hasan/**Süngü**, Sevtap: ABD’de Menkul Kıymet Yatırımcılarının Korunması: 1970 Tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarının Korunması Yasası (SIPA) ve SIPC, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara 1987, s.1.

<sup>156</sup> **Harbeck**, Stephen P.: “Stockbroker Bankruptcy: The Role of the District Court and the Bankruptcy Court Under the Securities Investor Protection Act”, Amerikan

Sermaye piyasalarına duyulan güvenin yeniden kazanılması ve aracı kurumların mali risklerine karşı yatırımcının korunması amacıyla 1970 tarihli Menkul Kıymetler Yatırımcılarını Koruma Kanunu (Securities Investor Protection Act of 1970-SIPA) çıkarılmıştır. SIPA, yatırımcı varlıklarının korunması bakımından önemli düzenlemeler getirmiştir. 1970 tarihli Kanun'un amacı, ödeme gücüne düşen veya iflas eden aracı kurum müşterilerinin zararlarının belirli limitler içinde karşılanması ve yatırımcıların sermaye piyasalarına güveninin artırılmasıdır<sup>157</sup>. Bu amaç doğrultusunda, aynı Kanun'da yatırımcıların varlıklarını koruyan Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Şirketi (Securities Investor Protection Corporation-SIPC)'nin kurulması düzenlenmiştir<sup>158</sup>.

SIPC, bazı istisnalar dışında 1934 tarihli Kanun uyarınca SEC'e kaydolmuş aracı kurum ve komisyoncuların üyesi olduğu, kâr amacı gütmeyen ve kamu kurumu niteliği de taşımayan bir şirkettir. Aracı kurum ve komisyoncuların SIPC'e üye olmaları ihtiyari olmayıp, zorunludur. SIPC, faaliyetlerini SEC ve ABD senatosunun gözetim ve denetimi altında yürütmektedir<sup>159</sup>. SIPC, aracı kurum ve komisyonculardan toplanan fonlarla finanse edilmekte ve ABD Hazinesinin kredileriyle de desteklenmektedir<sup>160</sup>.

SIPC'in yatırımcının korunmasına yönelik bazı görev ve yetkileri bulunmaktadır. Bunlardan başlıcaları üyelerinden aidat ve fon toplamak, üyesi olan aracı kurum ve komisyoncuların iflas etmeleri halinde tasfiye işlemlerini yürütmek, tasfiye işlemleri neticesi ilgili kurum ve kuruluşların müşterileri olan yatırımcıların doğrudan zararlarını karşılamak, üyelerinin denetim ve raporları ile ilgili olarak SRO'lara danışmak ve bu kurumlarla işbirliği yapmaktır. SIPC, görevlerini ihmal ederse veya herhangi bir nedenle iflas eden üyelerinin müşterilerini korumak için

---

Bankruptcy Law Journal, Vol.56, 1982, s.278; **Sowards/Mofsky**: s.1271; **Ersel/Süngü**: s.2; **Kılıç**: s.37.

<sup>157</sup> **Sowards/Mofsky**: s.1271; **Harbeck**: s.278; **Karababa**: s.62; **Kılıç**: s.38.

<sup>158</sup> **Caplan, Karen A./Kuczynski, Alex**: "Cross-Border Broker Dealer Insolvencies", International Corporate Rescue, Vol. 1, Issue 2, Kluwer Law International 2004, s.104; **Sowards/Mofsky**: s.1277; **Harbeck**: s.278; **Bloomenthal**: s.122.

<sup>159</sup> **Sowards/Mofsky**: s.1277; **Harbeck**: s.279; **Caplan/Kuczynski**: s.104.

<sup>160</sup> **Sowards/Mofsky**: s.1278; **Harbeck**: s.279; **Bloomenthal**: s.122; **Tyson**: s.194; **Taşkıran/Uysal**: s.9-10; **Ersel/Süngü**: s.3; **Küçüksözen**: s.43; **Kılıç**: s.38.

gerekli fon aktarımını yapmazsa SEC, ilgili mahkemeye müracaat ederek SIPC'in SIPA'nın belirlediği amaçlar doğrultusunda görevini yerine getirmesini sağlayabilmektedir<sup>161</sup>.

#### **F. Yeni Muhasebe Uygulamaları ve Yatırımcının Korunması (Sarbanes-Oxley Act of 2002)**

Sermaye piyasalarında yapılan işlemlerin etkin ve düzgün bir şekilde yürütülmesi, kamuya açıklığın sağlanmasına, yani güvenilir bilginin zamanında yatırımcılara ulaştırılmasına bağlıdır. Menkul kıymetler ve bunları ihraç eden ortaklıklar hakkında yeterli ve doğru bilginin ne kadar önem taşıdığı, 2001 ve 2002 yıllarında yaşanan muhasebe skandalları ile daha iyi anlaşılmıştır. İlk skandal Enron Corporation'da yaşanmıştır. Daha sonra bunu Global Crossing, Adelphia Communications, Tyco, AOL Time Warner, Rite Aid, Xerox, Imclone, Worldcom, Qwest, Vivendi Universal ve France Telekom'da yaşanan muhasebe skandalları izlemiştir. Bu skandallar sonucunda menkul kıymetleri işlem gören ortaklıklar ve bağımsız denetim ortaklıkları da zarar görmüştür. Ayrıca denetçilerin uyguladıkları ve ortaklıkların performanslarını ölçen muhasebe standartları da tartışılır hale gelmiştir<sup>162</sup>.

Ortaya çıkan muhasebe skandalları ve borsada menkul kıymetleri işlem gören bazı ortaklıkların iflasıyla birlikte birçok yatırımcı da zarar görmüştür. Bu gelişmeler sonucunda 25.07.2002 tarihinde Halka Açık Ortaklıklar Reformu ve Yatırımcının Korunması Kanunu "Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act" kabul edilmiştir. Bu kanun, çıkarılmasında senatör Paul Sarbanes ve temsilci Micheal Oxley'in katkılarının bulunması nedeniyle kısaca Sarbanes-Oxley Kanunu "Sarbanes-Oxley Act" olarak adlandırılmaktadır. Sarbanes-Oxley Kanunu'nun amacı

---

<sup>161</sup> **Caplan/Kuczynski:** s.104; **Küçüksözen:** s.43-44; **Kılıç:** s.38-39.

<sup>162</sup> **Markham:** s.332; **Özkul,** Levent: ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD'de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu'nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 2002, s.2.

ABD muhasebe uygulamalarını ve halka açık ortaklıkların bağımsız dış denetim düzenini önemli bir biçimde değiştirerek geliştirmektedir<sup>163</sup>.

Sarbanes-Oxley Kanunu'nda, Halka Açık Ortaklıklar Muhasebe Gözetim Kurulu'nun "Public Company Accounting Oversight Board-PCAOB" kuruluşu da düzenlenmiştir. PCAOB, bağımsız dış denetime tabi ortaklıkları, bu ortaklıkları denetleyen bağımsız dış denetim kuruluşlarını ve bu kuruluşlarda ya da kendi kişisel mesleki sorumluluğu altında çalışan bağımsız denetçileri denetlemekle yükümlüdür. PCAOB, bağımsız denetim uzmanlarının, muhasebe ve denetim kurallarına uymalarını sağlamaktan da sorumludur<sup>164</sup>.

## II. İngiltere'de Yatırımcının Korunması

İngiltere'de sermaye piyasalarını düzenlemeye yönelik çalışmalar I. Dünya Savaşı'ndan önce başlamıştır. 1930'larda menkul kıymetler üzerinde yapılan hileli işlemler, sermaye piyasalarında ciddi düzenleme ihtiyacını göstermiştir. Bu doğrultuda 1958 yılında Dolandırıcılığın Önlenmesi Kanunu "Prevention of Fraud (Investments) Act-PFI" çıkarılmıştır. Bu Kanun ile komisyonculara Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan "Department of Trade and Industry" lisans alma hakkı verilmiştir. Bu dönemde 600 komisyoncu Bakanlık'tan lisans almıştır. 1970'lerin ortasında ise İngiltere Bankası "Bank of England" tarafından Menkul Kıymetler Yatırım Konseyi "The Council of Securities Investment" oluşturulmuştur<sup>165</sup>.

Dolandırıcılığın Önlenmesi Kanunu-PFI, sermaye piyasalarında yaşanan hile ve dolandırıcılığın önlenmesinde yetersiz kalmıştır. Özellikle 1970'lerde menkul kıymetler piyasasında ard arda gelen skandallar sonucunda, Dolandırıcılığın Önlenmesi Kanunu-PFI sorgulanmaya başlanmıştır. Bu dönemde sermaye piyasasının yapısı, faaliyet gösteren komisyoncular arasında işlem farklılıklarına

---

<sup>163</sup> **Markham:** s.333; **Özkul:** s.1.

<sup>164</sup> **Markham:** s.333; **Özkul:** s.1.

<sup>165</sup> **Markham:** s.375; **Demirbilek,** Müslüm: İngiltere'de Finansal Piyasada, Özellikle Yatırımcının Korunması Konusunda Getirilen Yenilikler, 15.5.1986 tarihli Konferans Metni, s.3-4.

sebepe olmuştur. Sistem aynı zamanda sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelere uyum sağlayacak esnekliğe de sahip değildir. 1981 yılında aracılık yapan birçok komisyoncunun iflas etmesi, yatırımcıları telafisi güç zararlara uğratmıştır. Yatırımcıların büyük sermaye kayıpları sistemin yetersizliğini bir daha göstermiştir<sup>166</sup>.

1981 yılında, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın görevlendirdiği Prof. Jim Gower tarafından yatırımcıların korunmasına yönelik düzenleme çalışmaları başlatılmıştır. 1982 yılı başında yapılan çalışmalar tartışmaya sunulmuş, 1985 yılında da hükümet tarafından bir kanun tasarısı hazırlanmıştır. 1984 yılında Prof. Jim Gower tarafından hazırlanan Yatırımcının Korunması Raporu'nda "Review of Investor Protection" sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kuruluşlar arasında rekabetin ve dürüstlüğün artırılması kavramları üzerinde durulmuştur. 1985 yılında ise Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından hazırlanan "White Paper" adlı raporda yatırımcının korunması hususunda yapılacak düzenlemenin kapsamı ve felsefesi belirlenmiştir<sup>167</sup>.

Sermaye piyasalarında yatırımcının korunmasına ilişkin bu düzenleme çalışmaları "Big Bang" olarak ifade edilmiştir. Bu çalışmalar sonucunda 20.12.1986 tarihinde Mali Hizmetler Kanunu "Financial Services Act" kabul edilmiştir. Mali Hizmetler Kanunu'nun kabulü ile 1958 tarihli Dolandırıcılığın Önlenmesi Kanunu-PFI yürürlükten kaldırılmıştır<sup>168</sup>. 1985 tarihli Ortaklıklar Kanunu "Companies Act" hükümlerinin bazılarında ise değişiklikler yapılmıştır. Ortaklıklar Kanunu aynı zamanda İngiltere'de kamuyu aydınlatma ilkesinin benimsenmesini sağlamıştır<sup>169</sup>.

1986 tarihli Mali Hizmetler Kanunu'ndaki yetkileri kullanmak üzere Menkul Kıymetler ve Yatırım Kurulu "Securities and Investments Board-SIB"

---

<sup>166</sup> **Markham:** s.375; **Alp,** Sinan: İngiltere'de Sermaye Piyasasında Kamusal Denetim, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara 1986, s.31-32.

<sup>167</sup> **Page,** Alan C./ **Ferguson,** R. Bob: Investor Protection, London 1992, s.33, 226-227; **Markham:** s.375; **Demirbilek:** s.4, **Taşkıran/Uysal:** s.3.

<sup>168</sup> **Markham:** s.375; **Demirbilek:** s.6; **Kılıç:** s.50; **Taşkıran/Uysal:** s.4; **Karababa:** s.63.

<sup>169</sup> **Çapanoğlu:** s.61; **Karababa:** s.63.



oluşturulmuştur. SIB, ABD sermaye piyasası sisteminde SEC'e benzer bir kuruluştur. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, mali piyasalara ilişkin sahip olduğu yetkilerin bir kısmını SIB'e vermiştir. SIB'in başlıca amacı, sermaye piyasalarının genelinde etkinliğin artırılarak yatırımcıların korunmasını sağlamaktır<sup>170</sup>.

SIB'in gözetimi altında öz düzenleyici kuruluşlar-SRO bulunmaktadır. İngiltere'de SRO'lara örnek olarak "Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association-FIMBRA", "The Securities and Futures Authority-SFA", "Investment Management Regulatory Organisation-IMRO" ve "The Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organisation-LAUTRO" verilebilir. Bu öz düzenleyici kuruluşların en önemlisi "The Securities and Futures Authority-SFA"dir. Sermaye piyasalarında faaliyet gösterecek aracı kuruluşların SIB'e ve bir SRO'ya üye olmaları zorunludur. SRO'ların ise üyelerinin hareketlerini denetlemesi, para ve kınama cezaları koymaları gerekmektedir<sup>171</sup>.

Mali Hizmetler Kanunu'nun 54.maddesinde ise, yatırımcıları korumaya yönelik bir Tazmin Fonu "Compensation Fund" kurulması öngörülmüştür. Bu düzenlemeye dayanılarak SIB tarafından Yatırımcı Tazmin Planı "Investor Compensation Scheme-ICS" hazırlanmıştır. Bu plan çerçevesinde yatırımcılar adına yatırım yapmaya yetkili aracı kuruluşların mali güçlük içine düşmeleri veya iflas etmeleri halinde başvurulacak bir tazmin sistemi öngörülmüştür. Planın işleyiş kuralları ise SIB tarafından belirlenmektedir. Ancak fonun yönetimi "Investor Compensation Scheme Ltd" adlı bağımsız yönetim şirketine aittir<sup>172</sup>.

---

<sup>170</sup> **Page/ Ferguson:** s.16, 69, 84, 90; **Capps,** David: "The UK Securities And Investments Board: How It Can And Does Protect Investors", Journal of International Banking, 1993, 8(6), s.248.

**Markham:** s.376; **Kılıç:** s.51; **Karababa:** s.63.

<sup>171</sup> **Page/ Ferguson:** s.92-94; **Harwood,** Richard: "The SIB's Exercise of Its Enforcement Powers", Company Lawyer, 1995, 16(9), s.271; **Welford,** Lindsay: "SIB To Develop New Approach To Regulation of Packaged Life Insurance Products Following Oft Report", International Insurance Law Review, 1993, 1(9), s.119; **Capps:** s.248; **Markham:** s.376.

<sup>172</sup> **Capps:** s.249; **Markham:** s.376; **Kılıç:** s.51; **Taşkıran/Uysal:** s.4.

Sermaye piyasalarında ard arda yaşanan skandallar, SIB'in sermaye piyasalarında isteksiz ve etkisiz olduğunu göstermiştir. Bu skandallar içerisinde Mavi Ok hakları, Robert Maxwell'in zimmetine para geçirmesi, BCCI'nın iflası ve çeşitli rekabete ve dürüstlüğe aykırı hisse senedi alım satımları yer almaktadır. Bu gelişmeler karşısında SIB'ın etkinliğini artırmak ve mali piyasalarda tek düzenleme kuruluşu oluşturma isteği ortaya çıkmıştır. 20 Mayıs 1997 tarihinde Maliye Bakanlığı, mali piyasalara ilişkin düzenleme yetkisini SIB'e devredildiğini duyurmuştur. SIB hem bankacılık sektörü hem de sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme yapmakla yetkilendirilmiştir. İngiltere Bankası'nın yetkileri de böylece SIB'e devredilmiştir. Ekim 1997'de ise SIB'in adı "Financial Services Authority-FSA" olarak değiştirilmiştir<sup>173</sup>.

Mali piyasalardaki gelişmeler İngiltere'deki bu piyasalara ilişkin yeni düzenlemeleri gerekli kılmıştır. Özellikle bütün Avrupa'daki yaşanan değişim İngiltere'ye de yansımış ve yeni sermaye piyasası araçlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yaşanan bu gelişmeler sonucunda 14 Haziran 2000 tarihinde Mali Hizmetler ve Piyasalar Kanunu "Financial Services and Markets Act 2000-FSMA" kabul edilmiştir. FSMA, 1986 tarihli Mali Hizmetler Kanunu'nu değiştirmekle kalmamış, 1982 tarihli Sigorta Şirketleri Kanunu "Insurance Companies Act" ile 1987 tarihli Bankalar Kanunu'nu "Banking Act" da yürürlükten kaldırmıştır<sup>174</sup>.

FSMA ile bağımsız bir kuruluş olarak Mali Hizmetler Kurumu "Financial Services Authority-FSA" yeniden düzenlenmiştir. FSA daha önce de olduğu gibi mali piyasaları düzenlemek ve denetlemekle yetkili kılınan ve FSMA ile gelen yeni rejimin kalbini oluşturan bir kuruluştur. Bazıları tarafından Süper Düzenleyici "Super Regulator" olarak ifade edilmiştir. FSA, Hisse Senedi Borsası'na "Stock

---

<sup>173</sup> **Markham**: s.377.

<sup>174</sup> **Gray**, Joanna: "The Legislative Basis of Systemic Review And Compensation For The Mis-Selling of Retail Financial Services And Products", Statute Law Review, October 2004, s.196; **Turkington**, Sarah: "Financial Services Regulation-The Reform of The English System", Luiss - Libera Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli, March 2004 Roma, s.4; **Llewellyn**, D.T. : "Financial Regulation: A perspective from the United Kingdom", Journal of Financial Services Research, 17(1), s. 309.

Exchange” ait olan ortaklıkları kote etme yetkisini de devralmıştır. FSA, mali piyasalarda faaliyet gösteren firmalar tarafından finanse edilen bir kuruluştur<sup>175</sup>. FSA, Hazine Bakanlığı’na ve Parlamente’ya karşı sorumludur. FSA’nın başlıca dört amacı bulunmaktadır. Bunlar mali piyasaların güvenilirliğini sağlamak, kamu bilincini geliştirmek, yatırımcıları korumak ve mali suçları önlemektir<sup>176</sup>.

FSMA ile Yatırımcı Tazmin Fonu yeniden düzenlenmiş ve “Financial Services Compensation Scheme-FSCS” kurulmuştur. FSCS mali piyasalarda yetkili olarak faaliyet gösteren firmaların müşterileri için kurulmuş bir güvence fonudur. Bir firmanın ödeme gücüne düşmesi veya iflası halinde müşterilerin zararları bu fondan belirli bir oranda tazmin edilmektedir<sup>177</sup>. Bu anlamda aracılık yapan firmaların ödeme gücüne düşmeleri nedeniyle sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan yatırımcıların uğradıkları zararların tazmininde, kişi başına £48,000’a kadarlık kısım koruma altındadır. Yatırımların £30,000’a kadar olan kısmın %100’ü koruma altındayken, kalan £20,000’luk kısmın %90’ı koruma kapsamında kabul edilmiştir<sup>178</sup>.

### III. Japonya’da Yatırımcının Korunması

Japonya’da İkinci Dünya Savaşı sonrası, Amerikan sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelere benzer kanunlar çıkarılmıştır. Bu çerçevede Amerika’daki SEC’e benzer, Menkul Kıymetler Piyasasını Denetleme Komisyonu “The Securities Commission for the Supervision of Securities Business” oluşturulmuştur. 1952 yılında Japon Maliye Bakanlığı ekonomideki etkinliğini artırmak amacıyla Menkul Kıymetler Piyasasını Denetleme Komisyonu’nu kaldırarak, yerine kendine bağlı Menkul Kıymetler Bürosunu “Securities Bureau” kurmuştur. Japon sermaye piyasalarında asıl düzenleme yetkisi Maliye Bakanlığı’na ait olmakla birlikte, borsalar ve Japon Menkul Kıymet Aracılar Birliği “Japanese Securities Dealers

---

<sup>175</sup> **Lastra**, Rosa M.: “The Governance Structure For Financial Regulation And Supervision In Europe”, Columbia Journal of European Law, Fall 2003, s.51; **Gray**: s.198; **Turkington**: s.5-6.

<sup>176</sup> **Lastra**: s.51; <http://www.fsa.gov.uk/Pages/about/aims/statutory/index.shtml>.

<sup>177</sup> **Caplan/Kuczynski**: s.104.

<sup>178</sup> [http://www.fscs.org.uk/consumer/key\\_facts/limitations\\_of\\_the\\_scheme/compensation\\_limits/](http://www.fscs.org.uk/consumer/key_facts/limitations_of_the_scheme/compensation_limits/); <http://www.fscs.org.uk/>.

Association” ve öz düzenleyici kuruluşlar-SRO da bazı düzenlemeler yapmaya yetkili kılınmıştır<sup>179</sup>.

Japon ekonomisi 1950 ve 1970 yılları arasında yüzde on büyüme hızı göstermiştir. Bu büyüme 1980li yıllara kadar devam etmiştir. 1980’lerin ikinci yarısında Japon ekonomisinde ortalamanın üstünde ekonomik gelişme ve sıfıra yakın enflasyon kaydedilmiştir. Bu olumlu gelişmeler ülkenin risk profilini düşürmüş, büyüme beklentisi içine girilmiştir. Aynı zamanda mali liberalizasyonun ve deregülasyonun hızlandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde sermaye piyasası deregülasyonu, özellikle kurumsal tahvil piyasasına girişlerde kısıtlamaların kademeli olarak kaldırılması ve 1987 yılında menkul kıymet piyasasının oluşturulması büyük şirketlerin piyasadandan doğrudan borçlanmasını sağlamıştır. Aşırı değerlendirilen Japon hisse senedi piyasası, 1989 yılı sonunda Merkez Bankası'nın reeskont oranlarını birbiri ardına artırmasını takiben tavan yapmıştır. Özellikle 1986 ile 1990 yılları arasında borsada hisse senedi ve tahvil fiyatlarında çok hızlı bir yükseliş görülmüştür. Firmalara alternatif finansman sağlayan tahvil ihraçları yoluyla elde edilen fonların oranı 1984 ve 1991 yılları arasında yüzde 3,6’dan yüzde 24,5’e yükselmiştir<sup>180</sup>.

1990 yılında ise büyük bir çöküş yaşanmıştır. Bu dönemde fiyatlarda yaşanan yükseliş spekülasyon hareketlerinden kaynaklanmıştır. Bunun sonucunda birçok yolsuzluk ve skandal ortaya çıkmıştır. Özellikle “Recruit Cosmos” olayında, 160 politikacının, halka açılmalarından önce bazı şirketlerin hisse senetlerini kelepirci fiyattan satın aldıkları ortaya çıkmış ve bu sebeple Maliye Bakanı Noboru Takeshita istifa etmek zorunda kalmıştır. Bir başka skandalda ise Hanshin Sogo Bank, Tateho Chemical Company’ye ait hisse senetlerini şirketin büyük zarar açıklamasından bir gün önce satmıştır. Japonya’nın dördüncü büyük aracı kurumu olan Yamaichi Securities, iflas etmiştir. Yamaichi Securities, kötüye giden mali durumunu sahte belge, defter ve raporlar ile saklamış ve birçok yatırımcının da zarara uğramasına neden olmuştur. Ülkenin dört büyük aracı kurumunun önemli müşterileri ile bazı

---

<sup>179</sup> **Markham:** s.383.

<sup>180</sup> **Erdönmez,** Pelin Ataman: Japonya Mali Krizi, Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Raporu, İstanbul 2002, s.4-5.

politikacıların yatırım zararlarını sakladıklarına ilişkin skandallar da ortaya çıkmıştır. Nikkei 225 endeksi 39.000'den 11.000'e kadar düşüş yaşamıştır. Bu tür olaylardan dolayı birçok bireysel yatırımcı zarar görmüştür<sup>181</sup>.

Sermaye piyasalarında yaşanan iflasların ve diğer olumsuzlukların önüne geçmek amacıyla Japon hükümeti bir takım önlemler almaya başlamıştır. Japon Yasama Organı "Japanese Diet", 1992 tarihinde Mali Reform Kanunu'nu "Financial Reform Act" çıkarmıştır. Mali Reform Kanunu ile bankalara sermaye piyasalarında faaliyet gösterecek kendi aracı kurum ve şubelerini kurma yetkisi tanınmıştır. 1992 yılında sermaye piyasalarını denetlenmesi amacıyla Menkul Kıymetler ve Denetleme Komisyonu'nu "Securities Exchange and Surveillance Commission-SESC" kurulmuştur. Mali Reform Kanunu ile sermaye piyasalarında faaliyet gösteren araçlar ile SESC'in, Maliye Bakanlığı'nın kontrolünde kalmaları sağlanmıştır<sup>182</sup>.

"Japanese Big Bang" olarak adlandırılan ve İngiltere'dekine benzer daha geniş çaplı reform çalışmaları 1996 yılında gerçekleştirilmiştir. "Japanese Big Bang", piyasalara girişleri kolaylaştırması yanında, rekabeti önleyici uygulamaları ortadan kaldırmıştır. Komisyonculara ise dokunulmamıştır. Mali Sistem Araştırma Merkezi "Financial System Research Council" tarafından hazırlanan planda sermaye piyasalarında aracı kurumların birbirleriyle rekabet etmelerine izin verilmiştir. İflas eden mali kuruluşlar için Ekim 1998'de Mali Reorganizasyon Kanunu "Financial Reconstruction Law" çıkarılmıştır. Aynı zamanda mali durumu kötü olan kuruluşların durumlarının düzeltilmesi için kamu fonlarının tahsisine ilişkin Mali Eylem Erken Kuvvetlendirme Kanunu "Financial Function Early Strengthening Law" düzenlenmiştir. Bu kanunları uygulamak üzere beş üyeli Mali Kriz Yönetim Komitesi "Financial Reconstruction Commission" oluşturulmuştur. 1998 yılında başlayan reform çalışmaları kapsamında yatırımcının korunması amacıyla Mali Ürünlerin Satışı Hakkında Kanun "The Law Concerning the Sale of Financial Products" çıkarılmıştır<sup>183</sup>.

---

<sup>181</sup> **Markham:** s.384-385.

<sup>182</sup> **Markham:** s.387.

<sup>183</sup> **Markham:** s.388.

1998 yılında SESC, Maliye Bakanlığı'nın kontrolünden çıkarılmış ve yeni oluşturulan Mali Denetim Kurumu'nun "Financial Supervisory Agency" gözetiminde yetkilerini kullanmaya devam etmiştir. Mali Denetim Kurumu'un "Financial Supervisory Agency" 2000 yılında adı değiştirilerek, Mali Hizmetler Kurumu "Financial Services Agency" olmuştur. Mali Hizmetler Kurumu-FSA, hem sermaye piyasalarında hem de para piyasalarında (bankacılık) daha önce Maliye Bakanlığı'na ait olan tüm yetkileri kendinde toplamıştır. Mali Hizmetler Kurumu-FSA hem sermaye piyasalarını hem de para piyasalarını düzenlemek ve mali politikalar geliştirmekle yetkili kılınmıştır. Halen SESC, Mali Hizmetler Kurumu'nun gözetiminde görev ve yetkilerini kullanmaktadır<sup>184</sup>.

#### IV. İtalya'da Yatırımcının Korunması

İtalya'da 1974 tarihine kadar sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemeler yapmaya ve denetlemeye Hazine Bakanlığı yetkili kılınmıştır. 1974 tarihinde "Commissione Nazionale Per Le Societa E La Borsa-CONSOB" kurulmuştur. CONSOB, sermaye piyasalar ilişkin düzenlemeler yapma ve aracı kurumlar, brokerlar ve yatırım ortaklıkları üzerinde denetleme yetkisine sahiptir<sup>185</sup>.

CONSOB'un asıl amacı menkul kıymetler piyasasını düzenlemek olup, bu piyasalarda faaliyet gösteren ortaklıkların düzenlenmesi ve denetlenmesi ikinci planda görülmüştür. Daha sonra yeni sermaye piyasası araçlarının ortaya çıkması ile birlikte CONSOB'un yetkileri genişletilmiştir. 1984 yılında yatırım fonu oluşturulmasına ilişkin kanun (L.77/1984) çıkarılmıştır. Bu kanun ile fonu denetleme yetkisi CONSOB'a verilmiştir. Ayrıca 1984 tarihli Kanun halka arz edilen menkul kıymetler ile ilgili düzenlemeler getirmiştir. 1985 tarihli kanun ile CONSOB'un görev alanı sermaye piyasalarını ilgilendiren tüm yatırım faaliyetlerini denetlemek üzere genişletilmiştir<sup>186</sup>.

---

<sup>184</sup> **Markham:** s.388-389; [http://www.fsa.go.jp/en/about/about01\\_menu.html](http://www.fsa.go.jp/en/about/about01_menu.html);  
<http://www.fsa.go.jp/sesc/english/aboutsesc/aboutsesc.htm>.

<sup>185</sup> <http://www.consob.it>.

<sup>186</sup> [http://www.tidona.com/pubblicazioni/aprile02\\_1.htm](http://www.tidona.com/pubblicazioni/aprile02_1.htm).

2.1.1991 tarihinde ise “Fonda Nazionale di Garanzia” adında bir fon kurulmuştur. Hazine Bakanlığı’nın çıkardığı 30.9.1991 tarihli tebliğ ile söz konusu fona ilişkin ayrıntılı düzenlemeler getirilmiştir. Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren bütün aracı kuruluşların fona kaydolup, iş hacmine göre katkı payı ödemeleri zorunlu tutulmuştur. Her bir yatırımcının nakit ve yetkili otoritelere belirlenen menkul kıymet şeklindeki alacaklarının %25’i koruma kapsamına alınmıştır<sup>187</sup>. Hazine Bakanlığı’nın 1997 tarihli tebliği ile yüzdesel koruma yerine, belirli bir miktar ile sınırlı tazmin düzenlenmiştir. Buna göre her bir yatırımcının aracılık faaliyetleri dolayısıyla uğrayacağı zararların 20.000 EURO’ya kadar olan kısmı tazmin edilecektir<sup>188</sup>. Fona ilişkin düzenlemeler, Avrupa Topluluğu Direktifleri ile uyumlu olmamaları, yatırımcıların zararlarını telafide yetersiz görülmeleri ve uygulamada görülen birçok aksaklık nedeniyle eleştirilmiştir<sup>189</sup>.

İtalya’daki yatırımcıları koruma amaçlı düzenlemelerde iki hususa önem verilmiştir. Bunlardan birincisi kamuyu aydınlatma ilkesi gereği sermaye piyasası araçları ve bunların ihraççıları hakkında yatırımcıların doğru ve zamanında bilgilendirilmesidir. Bu amaçla özellikle 9.4.1991 tarihli Kanun ile ihraç edilecek menkul kıymetler ve bunların gerçek değerleri hususunda ihraççılar ve aracı kurumların sorumlulukları düzenlenmiştir. 12.8.1993 tarihli Kanun ile de, sınırlı sorumlu ortaklıkların gerçek ortaklarının kimler oldukları ve sahip oldukları payların oranı hususlarında kamuya açıklığa ve şeffaflığa ilişkin hükümler getirilmiştir<sup>190</sup>.

Sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ortaklıkların CONSOB’a kaydolmaları zorunludur. İhraççı ortaklıklar ayrıca ortaklarının bilgilendirilmesi, şeffaflığın ve kamuya açıklığın sağlanması hususlarında CONSOB’a karşı sorumludurlar. İhraççıların kendileri ve ihraç ettikleri sermaye piyasası araçları hakkındaki bilgileri geç, eksik veya yanlış açıklamaları halinde CONSOB tarafından 155 EURO’dan 25800 EURO’ya kadar ceza ödenmesi öngörülmüştür. İhraççı

---

<sup>187</sup> **Kılıç:** s.53; <http://www.fondonazionaledigaranzia.it>.

<sup>188</sup> [http://www.fondonazionaledigaranzia.it/reg\\_oper\\_Eng.htm](http://www.fondonazionaledigaranzia.it/reg_oper_Eng.htm).

<sup>189</sup> **Cima,** Stefano M.: “Investor Protection in Italy”, *Journal of International Banking And Financial Law*, 1994, 13(1), s.6.

<sup>190</sup> **Cima:** s.4.

ortaklığın sermayesinin %2'sini aşan paya sahip olan ortakların da CONSOB'a bildirilmesi gerekmektedir. Yatırımcılar tarafından açılan davalarda ihraççı ortaklıkların ve aracı kurumların kamuya açıklığın ve şeffaflığın sağlanmasında ellerinden geleni yaptıklarını ispatlamaları gerekmektedir<sup>191</sup>.

Kanuna aykırı eylem ve davranışların tespiti halinde CONSOB'un başkanına, ilgili ihraççının menkul kıymetlerine ilişkin işlemlerini altmış günü geçmemek kaydıyla durdurma yetkisi verilmiştir. İşlemlerin durdurulmasına ilişkin karar, üç gün içinde Hazine Bakanlığı'na kanuna aykırı eylemlerin doğrulanması amacıyla bildirilmektedir. Kanuna aykırı eylemlerin gerçek dışı çıkması halinde işlemlerin durdurulmasına ilişkin karar da kalkmaktadır<sup>192</sup>.

Yatırımcıların korunması amacıyla yapılan çalışmaların diğeri menkul kıymetler borsası ile ilgili olarak düzenlemelerin getirilmesi olmuştur. Bu konuda 2.1.1991 tarihli Kanun ile sermaye piyasası aracılık faaliyetleri konusunda ayrıntılı düzenlemeler yapılmıştır. Bu kanunların uygulanması amacıyla CONSOB'a denetlemeye ilişkin geniş yetkiler verilmiştir<sup>193</sup>.

1998 tarihinde getirilen geniş kapsamlı düzenleme (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria 24 Şubat 1998 n.58) ile finans alanındaki mevcut düzenlemeler arasında birbirini ihlal eden hükümler ayıklanmış ve sistem kendi içinde uyumlu hale getirilmiştir. Bu Kanun ile CONSOB'un düzenleme ve denetlemeye ilişkin yetkileri korunmuştur<sup>194</sup>.

## **V. Fransa'da Yatırımcının Korunması**

Fransa'da sermaye piyasalarına ilişkin asıl düzenlemelerin 1967 yılında başladığı görülmektedir. Bu dönemde Fransız hükümeti, vatandaşların özellikle hisse senedi piyasasına olan ilgisini artırmak ve atıl tasarrufların piyasalarda

---

<sup>191</sup> **Cima:** s.5.

<sup>192</sup> **Cima:** s.5.

<sup>193</sup> **Cima:** s.4.

<sup>194</sup> [http://www.tidona.com/pubblicazioni/aprile02\\_1.htm](http://www.tidona.com/pubblicazioni/aprile02_1.htm).



değerlendirilmesini sağlamak istemiştir. Bu amaçla 1967 yılında Borsa İşlemleri Komisyonu “Commission des Opérations de Bourse-COB” kurulmuştur. COB sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemeler yapmakla yetkilendirilmiştir. COB’un başlıca görevleri ise aracı kurum ve ihraççıların bilgi verme zorunluluğuna riayet ettiklerinden emin olmak ve bu alanda deneyimsiz olanların işleyebilecekleri muhtemel suçları takip etmek suretiyle, yatırımcının ve yatırımların korunmasını sağlamaktır<sup>195</sup>.

1996 yılında ise “Conseil des Marchés Financiers-CMF” kurulmuştur. CMF, daha önceden aracı kurumlar birliğine ait olan bir takım düzenleme yetkilerini kendinde toplamıştır. 1989 yılında ise mevduat yönetimi faaliyetlerini yönetmek amacıyla “Conseil de Discipline de la Gestion Financiere-CDGF” kurulmuştur. COB, CMF ve CDGF 1.8.2003 tarihinde, Mali Güvence Kanunu “Financial Security Act” ile tek çatı altında birleştirilerek “Autorité des Marchés Financiers-AMF” kurulmuştur<sup>196</sup>.

AMF’nin başlıca dört amacı bulunmaktadır. Bunlar sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan yatırımcıların korunması, kamuya açıklık ilkesinin uygulanması, sermaye piyasalarında düzenin sağlanması amacıyla gerekli tedbirlerin alınması ve Avrupa ve diğer uluslar arası sermaye piyasalarının denetlenmesine katkıda bulunulmasıdır<sup>197</sup>.

Fransa’da yatırımcıların korunması amacıyla 1988 yılında Garanti Fonu “Fonds de Garanti” kurulmuştur. Fonun çalışma ve işleyiş koşulları “Conseil des Bourses de Valeur-CBV” tarafından belirlenmektedir. Menkul kıymet borsalarına üye olan bütün aracı kuruluşların bu fona üye olmaları zorunludur<sup>198</sup>. 1999 yılında ise “The Fonds de Garantie des Dépôts” kurulmuştur. Bu fonda ise bankalara

---

<sup>195</sup> <http://www.ambafrance-tr.org/ecriture/upload/fis/fis31.htm>.

<sup>196</sup> **Roussel**, Florence: “French Regulation of The Securities Market”, The American and French Legal Systems: Contrasting Approaches to Global Business, A Conference by the Paris Bar Association, 11.11.2004 Washington, s.157.

<sup>197</sup> **Roussel**: s.158.

<sup>198</sup> **Kılıç**: s.52.

yatırılan mevduatlar ile sermaye piyasası araçları koruma kapsamına alınmıştır. Korumanın kapsamı ise 70.000 Euro ile sınırlandırılmıştır<sup>199</sup>.

## VI. Almanya’da Yatırımcının Korunması

Birinci Dünya Savaşı’nın başlarında Alman sermaye piyasası, dünyanın en gelişmiş piyasası kabul ediliyordu. 2001 yılında Alman hisse senedi borsasında 750 civarında ortaklık bulunmasına karşın, 1914 yılında 1.200 ortaklık bulunmaktaydı. Bu dönemde New York Hisse Senedi Borsası’nda dahi 600 ortaklık yer alıyordu. Dikkat çekici diğer bir husus ise 1905 ile 1914 yılları arasında 300 civarında ortaklığın hisse senetleri halka arz edilmişti<sup>200</sup>.

Ancak İkinci Dünya Savaşı sonrası sermaye piyasaları etkinliğini kaybetmiş ve para piyasaları daha fazla gelişme göstermiştir. Özellikle dünya çapında faaliyet gösteren bankalar, para piyasalarının gelişmesini sağlamıştır. Bu dönemde sermaye piyasalarına aktarılan 1\$’a karşılık, para piyasalarında bankalara 4\$’ın faiz karşılığı yatırıldığı görülmektedir<sup>201</sup>.

Alman hukuk düzeninde sermaye piyasalarının düzenlenmesi ve denetlenmesi genç bir disiplin olarak görülmektedir. 1990 yılına kadar Almanya’da sermaye piyasası hukukuna ilişkin derli toplu bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu döneme kadar menkul kıymetlerin ihracına ve alım satımına ilişkin düzenlemeler, dağınık olarak bankalar kanununda, anonim ortaklıklar kanununda ve menkul kıymet alım satım kanununda yer almıştır. 1990 tarihli Halka Arz Kanunu “Verkaufsprospektgesetz” yatırımcıların korunmasına ilişkin ilk yasal düzenleme niteliği taşımaktadır. 1990 tarihli Birinci Mali Piyasalar Teşviki Kanunu “Erstes Finanzmarktförderungsgesetz” ise Alman sermaye piyasalarına ve yatırımcının korunmasına ilişkin ikinci önemli yasal düzenlemedir<sup>202</sup>.

---

<sup>199</sup> [http://www.garantiedesdepots.fr/spip/article.php3?id\\_article=46&id\\_rubrique=15](http://www.garantiedesdepots.fr/spip/article.php3?id_article=46&id_rubrique=15).

<sup>200</sup> **Nowak**, Eric: “Recent Developments In German Capital Markets and Corporate Governance”, Journal of Applied Corporate Finance, Fall 2001, Vol.14, No.3, s.35.

<sup>201</sup> **Nowak**: s.35.

<sup>202</sup> **Nowak**: s.40.

26.6.1994 tarihinde çıkarılan Menkul Kıymetler Kanunu ve İkinci Mali Piyasalar Teşviki Kanunu “Zweites Finanzmarktförderungsgesetz” ciddi bir reform niteliğini haizdir. İkinci Mali Piyasalar Teşviki Kanunu, Almanya'nın finans sektöründeki etkinliğini desteklemek suretiyle uluslar arası alanda rekabet gücünü artırmayı hedeflemektedir. Bu çerçevede önemli bir adım olarak ABD'deki SEC'e benzeyen Federal Menkul Kıymetler Denetim Kurumu “Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel – BAW” kurulmuştur. BAW 1.1.1995 tarihinde düzenleme ve denetim faaliyetlerine başlamıştır. Almanya'da ilk defa sermaye piyasalarına ilişkin denetim yetkisi ulusal bir organ niteliği taşıyan BAW'a verilmiştir<sup>203</sup>.

İkinci Mali Piyasalar Teşviki Kanunu'nu tamamlayan Alman Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu “Wertpapierhandelsgesetz – WpHG” yeni kurulan BAW'nın görev ve yetkilerini düzenlemiştir. Alman Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu ile BAW'a Alman sermaye piyasalarında kamuya açıklığın, şeffaflığın sağlanması ve yatırımcıların korunması yükümlülüğü getirilmiştir<sup>204</sup>.

Alman Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu'nun bütün hükümleri Avrupa Birliği direktiflerinden alınmıştır. 1997 tarihinde çıkarılan başka bir kanun “Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften” ile BAW'ın ortaklıkları denetim yetkileri artırılmış, ortaklıkların da sorumlulukları genişletilmiştir.

1998 tarihli Üçüncü Mali Piyasalar Teşviki Kanunu “Drittes Finanzmarktförderungsgesetz” ise Alman ortaklıklar hukuku ve menkul kıymet alım satımı ile ilgili yeni düzenlemeler getirmiştir. Özellikle sermaye piyasalarında faaliyet gösteren firmaların rekabete aykırı hareket etmelerini önleyecek hükümlere yer verilmiştir. Ayrıca 1998 yılında Ortaklıkların Kontrolü ve Kamuya Açıklık Kanunu da kabul edilmiştir<sup>205</sup>.

---

<sup>203</sup> **Nowak:** s.41.

<sup>204</sup> **Nowak:** s.41.

<sup>205</sup> **Nowak:** s.43.

2002 tarihli Menkul Kıymetlerin İktisabı ve Devri Kanunu “Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz - WpÜG” çerçevesinde BAW ilk defa ortaklık birleşmelerinin denetiminde söz sahibi olmuştur. 2002 tarihli Dördüncü Mali Teşvik Kanunu ile BAW’a menkul kıymetlerin fiyatlarının ve manüplasyonların denetlenmesi yükümlülüğü getirilmiştir. Ortaklıklara da işlem gören menkul kıymetleri hakkında bilgi verme yükümlükleri hakkında ek düzenlemeler yapılmıştır. Böylece manüplatif hareketlerden yatırımcıların zarar görmesi engellenmek istenmiştir.

Almanya’da 22.4.2002 tarihinde Birleştirilmiş Mali Hizmetler Denetim Kanunu “Gesetz über die integrierte Finanzaufsicht – FinDAG” çıkarılmıştır. FinDAG ile BAW, 1.5.2002 tarihinde Federal Bankacılık Denetleme Kurumu “Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen - BAKred” ile Federal Sigortacılık Denetleme Kurumu “Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen - BAV” birleştirilerek Federal Mali Denetleme Kurumu “Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin” oluşturulmuştur. BaFin denetimden daha çok mali piyasaları yönetimi ile yetkilendirilmiştir. BaFin bankacılık, sigortacılık ve menkul kıymetler ve borsalarda söz sahibi tek makam haline getirilmiştir<sup>206</sup>.

Mali piyasalara ilişkin bütün gözetim ve denetim tek bir kuruma verilmesine karşın bu piyasalara ilişkin kanunlarda bir değişiklik olmamıştır. Dolayısıyla Alman Bankalar Kanunu “Gesetz über das Kreditwesen-KWG”, Sigortacılık Denetim Kanunu “Versicherungsaufsichtsgesetz -VAG” ve Alman Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu “Wertpapierhandelsgesetz – WpHG” hükümleri aynı kalmıştır. Bankacılık, sigortacılık ve sermaye piyasalarına ilişkin yetkilerin tek elde toplanmasına rağmen, ilgili kanunlarda değişiklik yapılmamış olması, bu sektörler arasındaki farklılıkların göz ardı edilmediğini göstermektedir<sup>207</sup>.

BaFin, federal hükümete bağlı olup, Federal Maliye Bakanlığı denetiminde görev yapmaktadır. BaFin, federal devlet bütçesinden ödenek kullanmamakta,

---

<sup>206</sup> Lastra: s.51; [http://www.bafin.de/bafin/historie\\_wa\\_en.htm](http://www.bafin.de/bafin/historie_wa_en.htm).

<sup>207</sup> Lastra: s.51-52.

denetlediği kurum ve ortaklıklardan aldığı harç ve katılım paylarından kaynak sağlamaktadır. BaFin, hem denetimi altındaki kurumların sermaye yapısını, hem de yatırımcı güvenini korumak adına piyasayı denetlemekle yükümlüdür. Almanya’da farklı denetleyici kurumların tek çatı altında toplanmasının amacı “aynı riskler için aynı kurallar getirmek” olarak açıklanmaktadır<sup>208</sup>.

## VII. Avrupa Birliği’nde Yatırımcının Korunması

Avrupa Birliği’nin sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemeleri doğrudan ya da dolaylı olarak yatırımcının korunmasına ilişkindir. Bu düzenlemelerin başında kredi kurumlarının sermaye yeterlilikleri, menkul kıymetlerin borsaya kote edilme şartları, halka arzlarda izahnamelerin düzenlenmesi, ortaklıklara ait gizli bilgiler ile işlem yapılmasının önlenmesi, menkul kıymetler ve bunları ihraç eden ortaklıklar hakkında bilgilerin kamuya tam ve doğru olarak zamanında açıklanması ve yatırımcı tazminat sistemleri gelmektedir. Yatırımcının korunmasına ve sermaye piyasalarına ilişkin bu hususlarda çeşitli direktifler<sup>209</sup> çıkarılmıştır.

---

<sup>208</sup> **Lastra:** s.51.

<sup>209</sup> 28.01.2003 tarih ve 2003/6/EC sayılı İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon (Piyasanın Kötüye Kullanımı) Hakkında Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktifi; 17.04.1989 tarih ve 89/298/EEC sayılı Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Yayınlanacak Olan İzahnamenin Hazırlanması, İncelenmesi ve Dağıtımı ile İlgili Şartların Koordinasyonuna İlişkin Konsey Direktifi; 05.03.1979 tarih ve 79/279/EEC sayılı Borsa Resmi Kotuna Alınacak Menkul Kıymetlerin Kotasyon Şartlarının Koordinasyonu’na İlişkin Direktif; 20.12.1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı Menkul Kıymetlere Yatırım Yapmak Suretiyle Portföy İşleten Kolektif Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Konsey Direktifi; 3.3.1997 tarih ve 97/9/EEC sayılı Yatırımcı Tazminat Sistemlerine İlişkin Direktif; 28.5.2001 tarih ve 2001/34/EC sayılı Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulüne ve Bu Kıymetlerle İlgili Olarak Yayınlanacak Bilgilere İlişkin Direktif; 10.5.1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetlerine İlişkin Direktif; 15.3.1993 tarih ve 93/6/EEC sayılı Kredi Kurumları da Dahil Olmak Üzere Yatırım Şirketlerinin Sermaye Yeterliliği Hakkında Konsey Direktifi; 16.12.2002 tarih ve 2002/87/EEC sayılı 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC ve 93/22/EEC sayılı Konsey Direktifleri ile 98/78/EC ve 2000/12/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Direktiflerini Değiştiren, Bir Finansal Şirket Grubunda Yer Alan Kredi Kurumları, Sigorta Şirketleri ve Yatırım Firmalarının Ek Denetimine İlişkin Konsey Direktifi.

Avrupa Toplulukları Konseyi, Avrupa Ekonomik Topluluğu'nu kuran Antlaşma'yı, özellikle de 57/2 sayılı maddesini göz önünde bulundurup, Komisyon'un teklifini ve Ekonomik ve Sosyal Komitenin görüşünü dikkate alarak 10.5.1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetlerine İlişkin Direktifi kabul etmiştir. Sermaye piyasalarına duyulan güvenin sağlanması ve yatırımcının korunması bu direktifin amaçları arasındadır.

Direktif'te yatırımcıların uzmanlık düzeyleri dikkate alınarak, çeşitli yatırımcı kategorilerine farklı koruma yöntemleri getirilmesi amaçlanmıştır. Direktif gereği yatırımcıların menkul kıymetlere ilişkin mülkiyet hakları ile firmaya emanet edilen fonlara ilişkin haklar, özellikle aracı firmanın haklarından ayrı tutularak korunmalıdır. Bu ilke, yatırımcının hisse senetlerini ödünç vererek anlaştığı bir aracı firmanın, kendi adına fakat yatırımcının hesabına iş yapmasına engel teşkil etmemektedir.

#### **A. Yatırımcı Tazminat Sistemleri**

Avrupa Birliği Konseyi'nin 10.5.1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetlerine İlişkin Direktifi'nin 1989 tarihli ilk tasarısında, topluluk bünyesinde faaliyet gösteren yatırım şirketlerinin iflas etmeleri veya ödeme güçlüğüne düşmeleri halinde, bu şirketlerde para ve menkul kıymetleri bulunan yatırımcıların varlıklarına koruma sağlayacak bir yatırımcı tazmin planının bütün üye ülkelerce oluşturulması önerilmiştir. Avrupa Birliği Konseyi daha sonra yatırımcı tazmin planına ilişkin ayrı bir direktif ile düzenleme yapmaya ve 10.5.1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Direktif'te yer alan bu konuya ilişkin hükümlerin çıkarılmasına karar vermiştir. Bu doğrultuda 3.3.1997 tarih ve 97/9/EEC sayılı Yatırımcı Tazminat Sistemlerine İlişkin Direktif "Investor Compensation Schemes Directive" kabul edilmiştir<sup>210</sup>.

---

<sup>210</sup> **Temir**, Bahşayış/ **Özcam**, Ferhat/ **Üstündağ**, Saim: Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili Avrupa Topluluğu Düzenlemeleri (Direktifler- Direktif Önerileri- Ortak Tavırlar), Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1997, s.271; **Küçüksozen**: s.54.

Yatırımcı Tazminat Sistemlerine İlişkin 97/9/EEC sayılı Direktif'in amacı, yatırım hizmetlerine ilişkin olarak, yatırımcıların menkul kıymetler üzerindeki haklarının kendi devletlerinde ve Avrupa Birliğine üye devletlerde korunmasıdır. 97/9/EEC sayılı Direktif'te üye devletler arasında yeknesak bir düzenleme yapılması amaçlanmış ve küçük yatırımcının asgari bir tazminat sistemi içerisinde olması zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca yatırımcıların menkul kıymetler üzerindeki haklarının korunması ile sermaye piyasalarına duyulan güvenin sürdürülmesi de amaçlanmıştır (Direktif m.1,4).

Yatırımcı Tazminat Sistemlerine İlişkin 97/9/EEC sayılı Direktif gereği Avrupa Birliği üyesi devletler, bir ya da daha fazla yatırımcı tazmin sistemini uygulamaya koymak ve buna ilişkin düzenlemeler yapmakla yükümlüdürler. Direktifte belirtilen istisnalar dışında, üye devlette yetkilendirilmiş hiçbir yatırım şirketi<sup>211</sup> tazmin sistemine katılmadan faaliyetlerini sürdüremez.

Koruma kapsamındaki araçlar da 93/22/EEC sayılı Direktif'e atıf yapılmak suretiyle belirlenmiştir. Bunlar devredilebilir hisse senetleri, yatırım fonu katılma belgeleri, para piyasası araçları (hazine bonosu, mevduat sertifikası, finansman bonosu, vb.), finansal futures sözleşmeleri, forward faiz sözleşmeleri, faiz, döviz ve hisse senedi swapları, sayılan araçların alım veya satım hakkını veren (özellikle döviz ve faiz üzerine olan) opsiyonlardır. Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının yanı sıra para piyasalarına ait araçlar da koruma kapsamına alınmıştır.

Avrupa Birliği üyesi bir devlette uygulamaya konulan ve resmi olarak tanınan yatırımcı tazmin sistemi, başka bir üye ülke yatırım şirketinin ev sahibi ülkede kurulan şubesinin yatırımcılarını da kapsamaktadır. Diğer üye devlet yatırım şirketi şubesinin yatırımcıları için sağlanan koruma, koruma oranı da dahil olmak üzere, ev sahibi ülkenin kabul ettiği tazminat sisteminin azami oran ve kapsamını aşamaz. Ev sahibi üye ülkenin sağladığı korumanın kapsamı, yatırım şirketinin yetkilendirildiği

---

<sup>211</sup> Sisteme üye olmak zorunda olan yatırım şirketleri, 93/22/EEC sayılı Yatırım Hizmetlerine İlişkin Direktif hükümlerine atıf yapmak suretiyle belirlenmiştir. Söz konusu Direktif'te, üçüncü şahıslara profesyonel düzeyde düzenli olarak yatırım hizmeti sunan tüzel kişileri yatırım şirketi olarak tanımlanmıştır.

ülkenin koruma düzeyini aşıyorsa, ev sahibi ülke, yatırım şirketinin yatırımcılarının sahip olduğu korumayı desteklemek için gönüllü olarak katılınabilecek bir sistemi sağlamakla yükümlüdür.

Böylelikle küçük yatırımcılar, Birlik üyesi ülkelerin yatırım şirketlerinin şubelerinden de, yerel yatırım şirketleri kadar güvenli biçimde hizmet alabileceklerdir. Böyle bir imkânın getirilmemesi ulusal yatırım şirketleri ile diğer üye ülke ortaklıklarının şubeleri arasında tazminat farklarına ve eşit olmayan rekabet şartlarına yol açabilecektir. Bu tür sakıncaların giderilmesi için yapılan düzenlemeler, şubelerin, ev sahibi ülkelerin sistemlerine katılmaya zorunlu kılınması, şubelerin faaliyette bulunduğu ülkelerin tazmin sisteminin aynısının şube müşterilerine tanınması imkânı getirmiştir.

Avrupa Birliği üyesi ülkelerde alacakları bakımından her bir yatırımcı, 20.000 €'dan az olmamak kaydıyla tazminat ile korumaya tabi kılınmıştır. Üye ülke bazı yatırımcıların sistemin koruması dışında tutulmasını ya da daha düşük bir koruma düzeyini düzenleyebilir. Üye ülkeler, korumayı yatırımcının talebinin belirli bir yüzdesi ile de sınırlayabilirler. Ancak koruma altına alınan oran, talep edilen meblağ 20.000 €'dan az olduğu sürece, talebin en az %90'ı olmalıdır (Direktif m.4).

Yatırımcının, tazmin sisteminden yararlanabilmesi için ya yetkili otoritenin, yatırım şirketinin mali durumuyla ilgili sebeplerden dolayı, yatırımcılara olan yükümlülüklerini yerine getiremeyecek durumda olduğuna karar vermesi, ya da bir yargı birimi tarafından, yatırım şirketinin finansal koşullarını doğrudan etkileyen ve yatırımcıların şirkete karşı talepte bulunmasını askıya alma sonucunu doğuran bir karar alınması gerekir.

Yatırımcı Tazmin Sistemi'nde yatırımcıların taleplerini sunmaları için bir süre belirlenebilir. Bu süre, tazmin sisteminin uygulamaya konulmasını gerektiren kararın kamuoyuna açıklandığı tarihten itibaren beş aydan kısa olamaz. Ancak bu sürenin bitmiş olması, tazminat hakkını kullanmayan yatırımcının bu hakkından feragat ettiği anlamına gelmez.



Yatırımcının talebinin de en kısa sürede sonuçlandırılması gerekmektedir. Ödemenin, talebin geçerliliğinin ve meblağın belirlenmesini izleyen üç ay içinde yapılması gerekmektedir. Sürenin uzatımı için yetkili otoritenin izni aranmaktadır. Ancak bu süre uzatımı da üç ayı geçemez. Yatırımcı tazmin sistemi kapsamında ödemede bulunan kuruluşlar, yaptıkları ödemeye eşit miktarda, yatırım şirketinin tasfiye işlemlerinde ödeme yaptıkları yatırımcının haklarına halef olacaklardır.

## **B. Kamuyu Aydınlatma**

Avrupa Birliği'nin yatırımcının korunmasına ilişkin doğrudan düzenlemelerinin bir kısmı kamunun aydınlatılmasına yöneliktir. Daha önce de belirttiğimiz üzere kamuyu aydınlatma, yatırımcının sermaye piyasasında yatırım yapacağı ortaklıklar ve onların ihraç ettikleri araçlar hakkında yeterli ve doğru bilgiyi zamanında edinmelerini ve bu doğrultuda haklarını bilinçli olarak kullanmalarını sağlamayı esas almaktadır.

Avrupa Birliği'nde kamunun aydınlatılmasına ilişkin olarak izahnamenin borsaya kote edilmesi için gerekli bilgilerin verilmesi, ortaklıkların mali tablo ve raporları ile bağımsız denetim raporlarının duyurulması, menkul kıymetlerin değerlerini etkileyebilecek olay ve gelişmelerin açıklanması, menkul kıymetlerle spekülasyon kazançların engellenmesi, ihraççı ortaklıklar ve bunların menkul kıymetleri hakkında doğru ve yanıltıcı olmayan bilgilerin eşit olarak yatırımcılara ulaştırılması hususlarında düzenlemeler yapılmıştır. Bütün bu düzenlemelerin temelinin, devredilebilir menkul kıymetlerin piyasalarda sağlıklı bir şekilde işlem görmelerini sağlayarak, üye ülkelerdeki piyasalar arasında yeknesaklaştırılması ve yatırımcının korunması oluşturur<sup>212</sup>.

Avrupa Birliği'nin kamunun aydınlatılması ile ilgili çıkarmış olduğu başlıca direktifler 05.03.1979 tarih ve 79/279/EEC sayılı Borsa Resmi Kotuna Alınacak Menkul Kıymetlerin Kotasyon Şartlarının Koordinasyonu'na İlişkin Direktifi ve 17.04.1989 tarih ve 89/298/EEC sayılı Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında

---

<sup>212</sup> **Turanboy:** s.95-96.

Yayımlanacak Olan İzahnamenin Hazırlanması, İncelenmesi ve Dağıtımını ile İlgili Şartların Koordinasyonuna İlişkin Konsey Direktifi'dir. Kamunun aydınlatılmasına ilişkin düzenlemelerdeki dağınıklığın giderilmesi amacıyla 79/279/EEC sayılı Direktif yerine, 28.5.2001 tarih ve 2001/34/EC sayılı Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulüne ve Bu Kıymetlerle İlgili Olarak Yayımlanacak Bilgilere İlişkin Direktif çıkarılmıştır<sup>213</sup>.

2001/34/EEC sayılı Direktif'in amacı menkul kıymetlerin kote edildikleri dönem boyunca yatırımcılara yeterli ve doğru bilgilerin zamanında verilmesi ve borsalarda menkul kıymetlerin sağlıklı bir şekilde işlem görmesiyle, yatırımcılar için etkin korumanın sağlanmasıdır. Borsada işlem gören menkul kıymetler ve bunları ihraç eden ortaklıklar hakkında yatırımcıların eşit olarak bilgilendirilmesi, Avrupa Birliği'nde tek bir sermaye piyasası oluşturulmasına da katkıda bulunmaktadır.

2001/34/EEC sayılı Direktif gereği, Avrupa Birliği üyesi ülkelerde menkul kıymetleri işlem gören, fakat üye olmayan ülkelerin ortaklıkları da Birliğin kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerine tabidir. Menkul kıymetleri birden fazla ülkede işlem gören ortaklıkların, bu ülkelerdeki piyasalara aynı bilgileri vermeleri zorunludur. Menkul kıymetleri hem Avrupa Birliği'ne üye hem de üye olmayan ülkelerde işlem gören ortaklıkların, en az üye olmayan ülkelerin borsalarına açıklandığı kadar bilgilerin üye ülkelerin borsalarına da açıklanması gerekmektedir.

Yatırımcıların haklarının korunması bakımından, bir ortaklığın, menkul kıymetlerinin kote edildiği üye ülkelerde, bütün imkân ve bilgileri sağlaması zorunludur. Bu bağlamda yatırımcıların genel kurul toplantı tarihlerinden haberdar edilmeleri, oy kullanmalarına ilişkin önlemlerin alınması, temettü dağıtımını ve sermaye artırımları konusunda bildirimlerin yapılması, yatırımcıların mali haklarını kullanabilmeleri için gerektiğinde acente görevlendirilmesi gerekmektedir.

---

<sup>213</sup> **Bayram**, Volkan: Kayda Alma Muafiyeti Uygulamaları, Sermaye Piyasası Yeterlilik Etüdü, Ankara 2002, s.22.

Ortaklıkların, menkul kıymetlerin fiyatlarına tesir edebilecek önemli değişiklikleri en kısa zamanda yatırımcılara duyurması zorunludur. Bu değişiklikler ortaklıkların faaliyet konularında, mali tablolarında, mali pozisyonlarında ortaya çıkabilir. Ancak, söz konusu bilgilerin verilmesinin ortaklıkların menfaatlerine zarar vereceği kanaatine varılırsa; yetkili otoriteler ortaklıkları bu yükümlülükten muaf tutabilir<sup>214</sup>.

Menkul kıymetleri borsaya kote edilen ortaklıkların, yıllık mali raporları ile faaliyet raporları, 2001/34/EEC sayılı Direktif uyarınca yapılması gereken özel açıklamalar ve şirketlerin çoğunluk paylarında yukarıda açıklanan oranlardaki değişimler, ülke çapında geniş yayım yapan bir veya daha çok gazetede yayımlanarak veya bu gazetelerde yapılacak duyurularla bu bilgilerin elde edilebileceği yerler belirtilerek ya da yetkili otoritelerin uygun göreceği başka yayın araçlarıyla kamuya duyurulmalıdır.

Kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlemelerin bazıları ise menkul kıymetlerin halka arzında yayımlanacak izahnameler ile ilgili olarak getirilmiştir. Buna ilişkin düzenlemeler ise 17.04.1989 tarih ve 89/298/EEC sayılı Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Yayımlanacak Olan İzahnamenin Hazırlanması, İncelenmesi ve Dağıtımı ile İlgili Şartların Koordinasyonuna İlişkin Konsey Direktifi ile getirilmiştir.

Yatırımcıların menkul kıymetlerin alım satımında karşılaşacakları risklere karşı korunması amacıyla, ihraççı ortaklıklar ve bunların menkul kıymetleri hakkında tam ve doğru bilgilerin zamanında açıklanması gerekmektedir. 89/298/EEC sayılı Direktif gereği, borsa kotuna alınacak menkul kıymetlerin halka arzında düzenlenecek izahnameler ihraççı ortaklık ve menkul kıymetleri hakkında tam ve doğru bilgileri içermelidir. Bir üye ülkedeki halka arz için hazırlanan bu izahnameler diğer üye ülkelerde de aynı menkul kıymetlerin halka arzında kullanılabilir.

---

<sup>214</sup> **Bayram:** s.23.

Halka arza ilişkin izahnamelerin, arzın gerçekleşme tarihinden önce yayımlanıp, halkın incelemesine sunulması gerekmektedir. İzahname, ihraççı ortaklıkların varlıkları ile borçları, mali durumları, kâr ve zarar hesapları ve ihraç edilen menkul kıymetlerin vereceği haklar konusunda tam ve yeterli bilgileri içermelidir<sup>215</sup>.

Bazı halka arzlarda ortaklıklar, 89/298/EEC sayılı Direktif hükümlerinden, ihraç türüne ya da menkul kıymet türüne göre izahname yayımlamaktan muaf tutulmuşlardır. Örneğin menkul kıymetlerin, aynı sektörde faaliyet gösteren gerçek ya da tüzel kişilere halka arzında; menkul kıymetlerin, tahsisli olarak halka arzında; halka arz edilen menkul kıymetlerin yatırımcı başına en az 50.000 €'luk bir bedelle satın alınmasında; profesyonel yatırımcılara arz edilen ya da profesyonel yatırımcıların kendi adları ya da başka profesyonel yatırımcılar adına işlem yaptıkları menkul kıymetlerin arzında izahname yayımlanmaz<sup>216</sup>.

Ayrıca 89/298/EEC sayılı Direktif gereği menkul kıymetlerin bir grubunun borsada işlem görüyor olması durumunda, yeni ihraca konu olan menkul kıymetlerin sayısının, nominal değerinin veya piyasa değerinin, borsada dolaşımda bulunan aynı gruptaki menkul kıymetlerin %10'unun altında kalması halinde, borsadaki bildirim şartlarının bir sonucu olarak, izahnamede yer alan bilgilere eşdeğer nitelikte bilgilerin günü gününe yatırımcılara iletilmiş olması koşuluyla, izahname

---

<sup>215</sup> İzahnamenin içermesi gereken asgari bilgiler,

-İzahnameden sorumlu olanların isimleri ve açıklamaların doğruluğuna ilişkin beyanları,

-Halka arz edilen menkul kıymetlere ilişkin bilgiler,

-İhraççının sermayesi ve faaliyetleri hakkında bilgiler,

-İhraççının varlık ve yükümlülükleri, finansal durumu ve karlılığı,

-İhraççının yönetim ve denetiminden sorumlu kişiler ile ilgili bilgiler,

-İhraççı ve faaliyette bulunduğu sektör ile ilgili ihraççının değerlendirilmesini etkileyecek son ilgi ve gelişmeler ve bunların ileride ortaya çıkabilecek etkileri, takip eden finansal dönem onu itibariyle ihraççının işiyle ilgili meydana gelebilecek gelişmelere yönelik eğilimler ve eklentiler, ihraççının en azından içinde bulunulan mali döneme ait tahminleri,

-Borçlanma senetlerinde garantör varsa onun hakkında bilgiler,

-Hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerde dönüşümle ilgili bilgiler,

-İhraççının durumundaki gelişmeler ve beklentilerinden oluşmaktadır.

<sup>216</sup> **Bayram:** s.23.

düzenlenmesine kısmi ya da tam istisna getirilebilmesi hususunda üye ülkelere seçimlik hak tanınmıştır<sup>217</sup>.

### C. Sermaye Yeterlilikleri

Sermaye piyasalarının sağlıklı işleyebilmesi bakımından aracı kuruluşların mali yapılarının güçlü olması, bu kuruluşlarla çalışan ve sermaye piyasası araçlarını yatıran yatırımcıların korunması bakımından önem taşımaktadır. Bu nedenle aracı kuruluşların mali yapılarına ve sermaye yeterliliklerine ilişkin düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenlemeler mali riskin düşürülmesi ve sermayenin güçlendirilmesine yönelik hükümleri içermektedir.

Avrupa Birliği'nde aracı kuruluşlarla ilgili sermaye yeterliliği şartları 15.3.1993 tarih ve 93/6/EEC sayılı Kredi Kurumları da Dahil Olmak Üzere Yatırım Şirketlerinin Sermaye Yeterliliği Hakkında Konsey Direktifi ile düzenlenmiştir. Bu Direktif'te yer alan hükümlerde 98/31/EEC, 98/33/EEC, 2002/87/EEC ve 2004/39/EEC sayılı Direktifler ile değişiklikler getirilmiştir.

93/6/EEC sayılı Direktif gereği, Avrupa Birliği üyesi ülkelerde yatırım hizmeti faaliyetinde bulunacak aracı kuruluşların gerekli izinleri alabilmeleri için asgari kuruluş sermayesine sahip olmaları gerekmektedir. Aracı kuruluşların sahip olması gereken asgari kuruluş sermaye şartları ise, yapılan faaliyetin türüne ve saklama yetkisine göre değişkenlik göstermektedir.

Müşterilerinin nakdini veya menkul kıymetlerini saklayabilen, alım satıma aracılık yapan ve portföy yönetiminde bulunan aracı kurumların asgari sermayeleri 125.000 € olarak belirlenmiştir. Halbuki saklama hizmeti vermeyen, halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapmayan ve portföy yönetmeyen aracı kurumların asgari sermayeleri 50.000 €'ya kadar inebilmektedir. Halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapabilen, kendi portföyünden müşterilere

---

<sup>217</sup> **Bayram:** s.23.

alım-satım yapabilen ve diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan aracı kurumların asgari sermayesi 730.000 € olması gerekmektedir.

## **§ 5 TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKU'NDA YATIRIMCININ KORUNMASI**

### **I. Genel Olarak**

Türk hukukunda sermaye piyasalarına ve yatırımcının korunmasına ilişkin temel düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilmiştir. Bu Kanun'da hüküm bulunmayan hallerde ise genel hükümlere yollama yapılmıştır<sup>218</sup>. Genel hükümler olarak Türk Ticaret Kanunu ve anonim ortaklıklara ilişkin diğer özel kanunlar uygulama alanı bulmaktadır.

Sermaye piyasasına ilişkin kanuni düzenlemeler haricinde, kanun hükmünde kararname, Bakanlar Kurulu'nun almış olduğu çeşitli kararlar, yönetmelikler ve Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri de sermaye piyasası hukukunun diğer kaynakları olarak sayılabilir.

### **II. Yatırımcıyı Korumaya Yönelik Hukuki Düzenlemeler**

#### **A. Sermaye Piyasası Kanunu**

Türkiye'de sermaye piyasasına ilişkin faaliyetler ilk olarak 19. yüzyılın ortalarında Osmanlı İmparatorluğu döneminde hazine bonoları ve tahvil işlemleriyle başlamıştır<sup>219</sup>. 1866 tarihinde "Dersaadet Tahvilat Borsası" adlı kararname ile kurulan borsa, 1872 ve 1880 tarihli nizamnameler ile gözetim ve denetim altında

---

<sup>218</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'nun 2.maddesinin ikinci fıkrasına göre, "Bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır".

<sup>219</sup> **Kotar**, Erhan: "Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları", EİTİAD, Ocak 1969, C.5, S.1. s.51 vd; **Fertekligil**, Azmi: "Türkiye'de Menkul Kıymet Borsasının Öyküsü", Para ve Sermaye Piyasası, Nisan 1985, Y.7, S.74, s.41; **Ünal**: s.13; **Sumer**: s.2.

tutulmaya çalışılmıştır<sup>220</sup>. 1906 yılında “Esham ve Tahvilat Borsası Nizamnamesi” yürürlüğe konulmuştur<sup>221</sup>.

Cumhuriyet döneminde sermaye piyasası mevzuat çalışmalarının ilk adımını 1923 tarihli ilk Borsa Tüzüğü oluşturmaktadır. 1929 yılında ise 1447 sayılı “Menkul Kıymetler ve Borsa Kanunu ile Nizamnamesi” yürürlüğe konmuştur. Bu düzenlemeler ile borsa üyeleri ve acentaları sınıflandırılmış, bunların teminatları artırılmıştır<sup>222</sup>.

Ülkemizde modern anlamda sermaye piyasası mevzuat çalışmaları 1962 yılında, Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı döneminde Sermaye Piyasası Etüdü ile başlamıştır. Sermaye Piyasası Etüdü’nün iktisadi esasları Oktay Yenal, hukuki esasları ise Reha Poroy ve Turgut S.Erem, vergilendirme esasları ise Özhan Eroğuz tarafından hazırlanmıştır. Etüdün amacı “Türkiye’deki tasarruf fonlarının dağılımı ile kullanılmasını etkileyen ekonomik, hukuki ve mali faktörlerin sistematik tahlilini yapmak, sermaye piyasasının kurulması ve gelişmesi için gerekli reformları ana çizgileri itibariyle ortaya koymak, uygulanabilecek önlemleri belirlemek ve yasal değişiklik önerileri getirmek”tir<sup>223</sup>.

Sermaye piyasalarına yönelik ilk kanun tasarısı, 1964 yılında hazırlanan “Sermaye Piyasasının Teşviki ve Tanzimi Hakkında Kanun Tasarısı”dır. Bu tasarı, Maliye Bakanlığı’nın yaptığı değişikliklerden sonra Türkiye Büyük Millet Meclisi’ne sunulmuş, ancak kanunlaşmamıştır. İkinci tasarı ise 03.04.1970 tarihinde Meclise sunulmuş olmasına rağmen yine kadük olmuştur. Halen yürürlükte bulunan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ise 1970 tarihli ikinci tasarıda yapılan değişikliklerle hazırlanmış ve 28.07.1981 tarihinde Milli Güvenlik Konseyi tarafından kabul edilmiştir. Ancak tasarı kanunlaşırken geçen oniki yılda ortaya çıkan ihtiyaçlar göz önüne alınmamış, gerek ülkemizdeki gerekse dünyadaki iktisadi

---

<sup>220</sup> **Gürsoy**, Bedri: Borsalar, Ankara 1977, s.141; **Fertekligil**: Borsa Öyküsü, s.43.

<sup>221</sup> **Kazgan**, Haydar: “Galata Bankerleri”, Para Dergisi, Temmuz 1982, s.40.

<sup>222</sup> **Sumer**: s.3; **Ünal**: s.13.

<sup>223</sup> **Tekinalp**: s1.

gelişmeler Kanuna yansıtılmamıştır. Bu nedenle çelişkili, tutarsız ve anlaşılmaz hükümlerden oluşan bir kanun ortaya çıkmıştır<sup>224</sup>.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1986 yılında 3291 sayılı Kanun ile 13. maddesi; 1988 yılında 311 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile 19.maddesinin ikinci fıkrası değişikliğe uğramıştır. 13.05.1992 tarihinde yürürlüğe giren 3794 sayılı Kanun<sup>225</sup> ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda önemli değişiklikler yapılmıştır. 18.12.1999 tarihli "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair 4487 sayılı Kanun"<sup>226</sup> ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda önemli değişiklikler yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun bazı hükümleri 21.2.2001 tarihli ve 4629 sayılı Kanun, 30.1.2002 tarihli ve 4743 sayılı Kanun, 21.2.2007 tarihli ve 5582 sayılı Kanun ile değişikliğe uğramıştır. En son 23.2.2008 tarihli ve 5728 sayılı "Temel Ceza Kanunlarına Uyum Amacıyla Çeşitli Kanunlarda ve Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" ile getirilen değişikliklerle Sermaye Piyasası Kanunu bugünkü halini almıştır.

---

<sup>224</sup> **Tekinalp:** s.1-4; **Sumer:** s.4; **Evik:** s.58.

<sup>225</sup> 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı RG. 3794 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kurulu'na bazı maddi hukuk kurumları hakkında düzenleme yapma yetkisi verilmiş, yine Kurul'a menkul kıymet çeşidi meydana getirme yetkisi tanınmış, kanundaki kavramlar yeniden düzenlenmiş, menkul kıymet ile kambiyo ve diğer kıymetli taşlar borsaları ile teşkilatlanmış diğer piyasaların düzenlenmesine ilişkin hükümler getirilmiş, kayda alma sistemi benimsenmiş, yeni hukuk kurumları eklenmiş, ceza hükümleri daha kapsamlı hale getirilmiş ve Kurul'un bankalar üzerindeki uygulama alanı genişletilmiştir. **Tekinalp, Ünal/ Çamoğlu, Ersin:** 3794 Sayılı Kanunla Değişik Sermaye Piyasası Kanunu ve Açıklamalar, İstanbul 1992, s.7.

<sup>226</sup> 18.12.1999 tarih ve 23910 sayılı RG. 4487 sayılı Kanun ile Halka Açık Anonim Ortaklıkların tabi olduğu hukuki statü ve rejimde değişiklikler yapılmış, sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi ve Merkezi Kayıt Kuruluşu ile ilgili esaslar belirlenmiş, Kurul'un idari yapısında yenilikler getirilmiş, sermaye piyasasında faaliyet gösteren kuruluşlara yeni kurumlar eklenmiş ve meslek kuralları ve uluslar arası düzenlemelere yer verilmiştir. **Sumer:** s.5.



## 1. Sermaye Piyasası Kanunu'nun Amacı

Sermaye Piyasası Kanunu'nun amacı 1.maddesindeki ifadesiyle, “tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak”tır. Böylece iktisadi kalkınmaya yararlı yeni kaynakların elde edilip, bunların sektörler arasında serbestçe hareket etmesi hedeflenmiştir.

Tasarrufların korunması ve sektörler arasında serbestçe hareket edilebilmesi için, bunların menkul kıymetlere yatırılması gerekir. Ayrıca, yatırımcının bu piyasada kalması da sağlanmalıdır. Yatırımcının sahip olduğu menkul kıymetleri veya tasarruflarını aktardığı sektörleri değiştirmesi önemli değildir. Önemli olan yatırımcının tasarruflarını hangisi olursa olsun bir menkul kıymette tutması ve piyasadan ayrılmamasıdır. Böylece sanayi mülkiyetinin tabana yayılması da hedeflenmektedir<sup>227</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1.maddesinde düzenlenen amaç hükmü, başta Sermaye Piyasası Kurulu olmak üzere, Kanunu uygulayacak ve yorumlayacak tüm kurum ve kuruluşlar bakımından bir talimat niteliğine sahiptir. Kanunun uygulanmasında 1.maddede düzenlenen amaç göz ardı edilemeyecek, başka amaçlar da hedeflenemeyecektir<sup>228</sup>.

Ünal'a göre Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1.maddesindeki “menkul kıymet” kavramının kullanılması isabetli olmamıştır<sup>229</sup>. Bizim de katıldığımız bu görüşe göre menkul kıymetler aynı zamanda kıymetli evrak niteliğine de sahiptirler. Hâlbuki sermaye piyasasında tasarrufların yatırılacağı araçların hepsi kıymetli evrak özelliği taşımamaktadır. Bu nedenle ya menkul kıymetlere kıymetli evrak özelliği tanımamak ya da menkul kıymetleri de içerecek bir üst kavram kullanmak gerekir<sup>230</sup>. Bu bağlamda 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na ilişkin değişiklikler içeren 1992

---

<sup>227</sup> **Tekinalp:** s.6; **Ünal:** s.16.

<sup>228</sup> **Tekinalp:** s.6.

<sup>229</sup> **Ünal:** s.16.

<sup>230</sup> **Kütükçü:** s.386-387.

tarihli 3794 sayılı Kanun'la, kıymetli evrak özelliği zorunlu olmayan ve menkul kıymetleri de içine alan "sermaye piyasası aracı" kavramı getirilmiştir. Ancak bu değişiklik Sermaye Piyasası Kanunu'nun diğer maddelerinde yerini almışken, 1.maddesine yansıtılmamıştır. Uygulama açısından bir sıkıntı doğurmamakla birlikte, bu durumun kanun yapma tekniğine uygun olmadığı düşünülmektedir.

## 2. Sermaye Piyasası Kanunu'nun Konusu

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1.maddesinde öngörülen amacın gerçekleştirilmesi için sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını ve tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek şarttır. Dolayısıyla Sermaye Piyasası Kanunu'nun konusunu tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması ve sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi oluşturmaktadır (SPK 1).

Sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını ve yatırımcıların korunmasını sağlayacak düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilmiş olmakla birlikte, Sermaye Piyasası Kurulu da düzenleme yapma hususunda yetkili kılınmıştır (SPK 22). Kurul'un yetkileri düzenleme ile sınırlandırılmamış, denetleme hususunda da yetki verilmiştir (SPK 45/I). Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu'nun 16. maddesi gereği bağımsız denetleme kuruluşları da, ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarının mali yapılarıyla ilgili ön denetleme yapabilmeleri konusunda yetkilendirilmişlerdir.

Ünal'a göre Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1.maddesi, korunan hakkın tarafları bakımından yine eksik kaleme alınmıştır<sup>231</sup>. Nitekim Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1.maddesinde "tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması" şeklinde bir ifadeye yer verilmiştir. Hâlbuki sermaye piyasası işlemlerinin taraflarını sadece tasarruf sahipleri oluşturmamaktadır. Sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz edenler ile alım satıma yardımcı kuruluşlar da bu işlemlerin tarafıdırlar. Bu anlamda Sermaye Piyasası Kanunu'nun konusunu sermaye piyasasında görülen

---

<sup>231</sup> Ünal: s.16.

bütün tarafların haklarının ve kamu yararının korunması oluşturmalıdır. Zaten Kanun metni bir bütün olarak değerlendirildiğinde, bu amacın sağlanmaya çalışıldığı görülmektedir.

Tekinalp'e göre ise, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1. maddesinde, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması gereği vurgulanırken, sadece tasarruf sahipleri bakımından değil, bizzat ortaklıklar ve bunların yöneticileri bakımından da korumanın gerekli ve yararlı olduğu ifade edilmiştir<sup>232</sup>. Buna göre Sermaye Piyasası Kanunu, mevcut durumda piyasada yer alan veya gelecekte yer alacak bütün taraflar için güveni, açıklığı ve kararlılığı sağlamalıdır.

Her ne kadar Sermaye Piyasası Kanunu bütünü itibariyle değerlendirildiğinde sermaye piyasalarında yer alan bütün tarafların hak ve menfaatlerinin korunması gerektiği anlaşılsa da, bu hususun Kanun'un "Konu ve Amaç" başlıklı 1.maddesinde eksik düzenlendiği kanaatindeyiz.

### **3. Sermaye Piyasası Kanunu'nun Kapsamı**

Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Kapsam" başlıklı 2.maddesine göre, "Sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, bu Kanunun 40 ıncı maddesi çerçevesinde borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve Sermaye Piyasası Kurulu bu Kanun hükümlerine tabidir".

Sermaye Piyasası Kanunu'nda hüküm bulunmayan hallerde ise genel hükümler uygulanır (SPK 2/II). Genel hükümlerin kapsamına Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenen ortaklıklara ilişkin genel hükümler, anonim ortaklıkları düzenleyen hükümler ve bu ortaklıklara ilişkin diğer özel kanunların hükümleri girer<sup>233</sup>.

---

<sup>232</sup> **Tekinalp:** s.7-8. Aynı yönde bkz. **Evik:** s.59.

<sup>233</sup> **Tekinalp:** s.9-10; **Ulusoy:** s.12-13; **Evik:** s.60.

Sermaye Piyasası Kanunu ile Türk Ticaret Kanunu arasında özel norm-genel norm ilişkisi söz konusu olup, Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve sermaye piyasalarına ilişkin diğer mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde Türk Ticaret Kanunu hükümleri uygulanır<sup>234</sup>.

Özel kanunlarla kurulmuş bulunan anonim ortaklıklar, eğer şartları mevcutsa Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olurlar. Bu durumda dahi özel kanun hükümleri geçerliliklerini devam ettirir. Ancak ilgili anonim ortaklıklara ilişkin özel kanun hükümleri ile Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri çatışlıyorsa, SPK 50/b hükmü gereği özel hükümler uygulanır<sup>235</sup>. Bankalara ilişkin 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, sigorta ortaklıklarına ilişkin 7397 sayılı Sigorta Murakebe Kanunu ve 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu da bu kapsamda değerlendirilmelidir.

Halka açık olmayan ortaklıklar ile anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen hisse senetleri Sermaye Piyasası Kanunu kapsamı dışındadır (SPK 2). Ancak hisseleri halka arz edilmiş olmasa dahi, bir anonim ortaklığın diğer sermaye piyasası araçları halka arz edilmişse yine Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında kabul edilir<sup>236</sup>.

## **B. Türk Ticaret Kanunu**

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 2. maddesinin ikinci fıkrasında, bu Kanun'da hüküm bulunmayan hallerde genel hükümlerin uygulanacağı belirtilmiştir. Türk Ticaret Kanunu'nda ise genel hüküm niteliğinde düzenlemeler bulunmaktadır. Zira, sermaye piyasası araçlarına ilişkin hükümlerin bir kısmı Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenmiştir. Aynı zamanda Türk Ticaret Kanunu'nda sermaye piyasalarında ihraççı anonim ortaklıklara ve yatırımcılar (pay sahipleri) ile bunların korunmasına ilişkin hükümler de bulunmaktadır.

---

<sup>234</sup> **Somer**, Mehmet: Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanunu'nun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerine Etkileri, İstanbul 1990, s.63; **Evik**: s.60.

<sup>235</sup> **Tekinalp**: s.11.

<sup>236</sup> **Sumer**: s.8.

Sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden anonim ortaklıklar hakkında Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uygulanması gerekmektedir. Ancak bu anonim ortaklıkların kuruluşlarına ilişkin hükümler Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenmiştir. Türk Ticaret Kanunu'nda anonim şirketlerin kuruluşu ani ve tedrici olmak üzere iki şekilde öngörülmüştür (TTK m.276/I).

Ani kuruluş, ortaklık paylarının kurucular tarafından tamamen taahhüt edilmesiyle olmasına karşın, tedrici kuruluş bir kısım payların kurucular tarafından taahhüt olunması ve geri kalan kısmı için de halka müracaat edilmesi suretiyle olmaktadır (TTK m.276/II,III). Dolayısıyla tedrici kuruluşta farklı olarak, payların bir kısmının halka arz edilmesi söz konusudur. Tedrici kuruluşta anonim ortaklıkların kuruluşu Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi olup, halka arz edilen hisse senetlerinin de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kayda alınması gerekmektedir (SPK 3; Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ, m.16). Dolayısıyla tedrici kuruluşta halka arz dışındaki işlemler ile ani kuruluşla ilişkin işlemler Türk Ticaret Kanunu hükümlerine tabidir (TTK 276-310).

Türk Ticaret Kanunu'nun anonim ortaklıkların kuruluşu hükümleri arasında yatırımcıyı korumaya ilişkin düzenlemelerden birisi Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın iznini düzenleyen 273. maddesidir. Bu düzenlemeye göre Sanayi ve Ticaret Bakanlığınca yayımlanacak tebliğle faaliyet alanları tespit ve ilân edilecek anonim şirketler Bakanlığın izni ile kurulabilirler. TTK 305-310. maddeleri arasında ise kuruluşun dolaylı sorumluluk hükümleri düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerde yatırımcıların (pay sahipleri) uğradıkları zararların tazmini talebinde bulunmalarına ilişkin hükümler getirilmiştir. Bu hükümler birlikte değerlendirildiklerinde anonim ortaklıkların kuruluşunda yatırımcının korunmasına ilişkin oldukları görülmektedir.

Esas sermaye sistemini benimsemiş anonim ortaklıklarda, sermaye artırımı için sözleşme değişikliği gerekmektedir. Sözleşme değişikliği için ise genel kurul kararı ve bazı anonim ortaklıklarda Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın izninin aranması yine yatırımcıların korunmasına ilişkin hükümler arasında yer almaktadır(TTK 391, 388/III).

Türk Ticaret Kanunu'nda anonim ortaklık pay sahiplerine tanınan bir takım haklar vardır ki, bunlar aynı zamanda yatırımcının korunmasına yönelik hükümlerdir. Türk Ticaret Kanunu'nun anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarına ilişkin 336, 337. maddeleri gereği sorumluluk davası açma hakkı, genel kurul kararlarının iptali için dava açma hakkı (TTK m.381), esas sözleşmenin değiştirilmesi ile ilgili müstesap haklar (TTK m.385), ortaklık faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı (TTK m.362), rüçhan hakkı (TTK m.394), kâr ve tasfiye payı alma hakkı (TTK m.455) pay sahiplerine tanınan haklardan bazılarıdır.

Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın "Halktan Para Toplamak" başlıklı 552.maddesinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun izni olmaksızın yatırımcılardan para toplanmasına ilişkin bir düzenleme yer almaktadır. Bu hükme göre, "Bir anonim şirket kurmak veya şirketin sermayesini artırmak amacı veya vaadiyle halktan para toplanabilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alınır. Aksi hâlde, Sermaye Piyasası Kurulu para toplanması girişiminin ve başlanmışsa para toplanmasının tedbiren hemen durdurulmasını, toplanan paraların koruma altına alınmasını, gerekli diğer önlemlerin uygulanmasını, gerektiğinde kayyım atanmasını Ankara Ticaret Mahkemesi'nden isteyebilir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun istemi için güvence istenemez. Bu hükme aykırı olarak para toplayanlar ve fiilden haberli olan kurumlar ile ilgili şirketin yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ve girişimcileri toplanan paranın derhal Sermaye Piyasası Kurulu'na yatırılmasından müteselsilen sorumludurlar. Alınan tedbir veya hacizden itibaren altı ay içinde aynı mahkemede dava açılır".

552.maddesinin ikinci fıkrasına göre ise, "İzin varlığı hâlinde, toplanan tutarlar, izin tarihinden itibaren altı ay içinde öngörülen amaca uygun olarak kullanılmadığı veya ciddi bir şekilde kullanılmaya başlanılmadığı takdirde birinci fıkra hükmü uygulanır. Mahkeme süreyi uzatabilir".

### **C. Diğer Düzenlemeler**

Sermaye piyasasına ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili diğer kanunlar dışında kanun hükmünde kararnameler, Bakanlar Kurulu'nun almış olduğu çeşitli

kararlar, yönetmelikler ve Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri sermaye piyasası hukukunun diğer kaynakları olarak sayılabilir. Ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu'nun sirküleri, ilke kararları, İMKB'nin genelgesi, genel mektupları ve Takasbank'ın Takas ve Saklama İlkelerini duyurduğu genel mektupları ile TCMB'nin özel sektör anonim ortaklıklarının tahvillerinin faiz koşullarına ilişkin tebliğlerini de sermaye piyasasını düzenleyen mevzuat içinde saymak gerekmektedir.

91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname<sup>237</sup>, 1929 tarihli Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu'nun yerini almıştır. Bu Kanun Hükmünde Kararname Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak menkul kıymet borsalarını kapsamına alır. 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin amacı ise 1.maddesinin ifadesiyle, "Menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için menkul kıymetler borsalarının açık, düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamak üzere; kuruluş, yönetim, çalışma esasları ve denetlenmelerini düzenlemek suretiyle sermaye piyasasının ekonomik gelişmede etkin bir rol oynamasını sağlamaktır". İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da bu Kanun Hükmünde Kararname çerçevesinde kurulmuş ve çıkartılan 18.12.1995 tarihli İMKB Yönetmeliği ile faaliyetlerini sürdürmüştür.

Bakanlar Kurulu'nun sermaye piyasalarına ilişkin kararları da mevcuttur. Bunlar Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Kanun Hakkında 32 Sayılı Karar<sup>238</sup>, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Merkezi Anonim Şirketi Unvanlı Yatırım Bankasının Kurulmasına İzin Verilmesi Hakkında Karar<sup>239</sup>, Tahvil ve Sermaye Piyasası Aracı Niteliğindeki Diğer Borçlanma Senetleri İhraç Limitlerine Dair Karar<sup>240</sup> ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Uluslar arası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi Kurulmasına Dair Karar<sup>241</sup> olarak sayılabilir.

---

<sup>237</sup> 03.11.1995 tarih ve 22452 sayılı RG.

<sup>238</sup> 11.08.1989 tarih ve 20249 sayılı RG.

<sup>239</sup> 26.01.1995 tarih ve 22236 sayılı RG.

<sup>240</sup> 27.01.1993 tarih ve 21478 sayılı RG.

<sup>241</sup> 01.04.1995 tarih ve 22245 sayılı RG.

Sermaye piyasalarına ilişkin çıkarılmış değişik yönetmelikler de bulunmaktadır. İMKB Yönetmeliği, İMKB Hisse Senetleri Yönetmeliği, İMKB Kotasyon Yönetmeliği, Aracı Kurumların Tedrici Tasfiyesi Esaslarına İlişkin Yönetmelik, İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik söz konusu yönetmeliklerden birkaçıdır.

Sermaye piyasasında yaşanan gelişmeler, her geçen gün yeni düzenlemelerin yapılmasını zorunlu kılmaktadır. İhtiyaç hissedilen düzenlemelerin kanun yoluyla yapılmasının uzun zaman alması, Kanun Hükmünde Kararname yolunun da çeşitli zorlukları içermesi sebebiyle Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tebliğler ile bu boşluğu doldurduğu görülmektedir<sup>242</sup>.

### **III. Yatırımcının Korunmasında Düzenleyici ve Denetleyici Otorite- Sermaye Piyasası Kurulu**

Sermaye Piyasası Kurulu<sup>243</sup>, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuş, gerek bu Kanun'da gerekse diğer kanunlarda öngörülen görevleri yapmak ve yetkileri kullanmak üzere yapılmış, kamu tüzel kişiliğini haiz, idari ve mali özerkliğe sahip bir kamu kurumudur (SPK 17).

Sermaye piyasalarını düzenlemeye ve denetlemeye yetkili kılınmış benzer şekildeki kurumlar, artık çoğu ülkede görülmektedir. ABD'de "Securities and Exchange Commission" (SEC), İngiltere'de "Financial Services Authority" (FSA),

---

<sup>242</sup> **Karacan:** Self Regulation, s.212; **Doğu:** s.39, vd.; **Kılıç:** s.9.

<sup>243</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'nun 17.maddesinde yer alan "Sermaye Piyasası Kurulu" ifadesi eleştirilmiştir. Çünkü "Kurul" kavramı; kurum, kuruluş ve tüzel kişilik gibi oluşumlarda yer alan organ anlamı taşır. Sözlük anlamı ile "Kurul", bir işi yapmak, yönetmek veya bir kurum ve kuruluşu temsil etmek için görevlendirilmiş kişilerden oluşmuş heyeti ifade eder. Dolayısıyla Kurul, bir kurumun yetkili organıdır. Bu nedenle kurum niteliğine sahip "Sermaye Piyasası Kurulu" için "Kurul" ifadesinin kullanılması yerinde değildir. 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'da düzenlendiği gibi "Rekabet Kurumu" ve onun yetkili karar organı olan "Rekabet Kurulu" şeklinde bir ayırımının yapılması daha doğru olurdu. Bu konuda bkz. **Yasin:** s.59.



Almanya’da “Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht” (BAFİN), İtalya’da “Commissione Nazionale Per Le Societa E La Borsa” (CONSOB), Portekiz’de “Securities Market Commision”, Japonya’da “Securities and Exchange Surveillance Commision” ve Fransa’da “The Autorité Des Marchés Financiers” (AMF) bunlardan bir kaçıdır.

### **A. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Amacı**

Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kanunu’nun 1. maddesinde düzenlenen amacın yerine getirilmesi için kurulmuştur. Dolayısıyla Kurul’un amacı başta Sermaye Piyasası Kanunu olmak üzere sermaye piyasalarını düzenleyen kanunların uygulanması, bu kanunlarla verilen yetki ve görevlerin yerine getirilmesinden ibarettir. Kurul, görevlerini yerine getirirken ve yetkilerini kullanırken Sermaye Piyasası Kanunu’nda düzenlenen amaç ve temel ilkeler dışına çıkıp, başka bir hedef belirleyemez<sup>244</sup>.

Kurul’un kuruluş amacı “Sermaye Piyasası Kurulu Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği”nin<sup>245</sup> 7.maddesinde açıkça düzenlenmiştir. Bu hükme göre, Sermaye Piyasası Kurulu; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlık içinde çalışmasını, menkul kıymetler ve sermaye piyasasıyla ilgili kuruluşlar hakkında kamunun aydınlatılmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, ortaklıklarda mülkiyetin yaygınlaştırılmasını, menkul kıymetler borsalarının çalışmasına, gelişmesine ve yaygınlaşmasına elverişli bir ortamın hazırlanmasını sağlayıcı düzenleme, denetleme, inceleme, araştırma ve açıklamalar yaparak, başta sanayi kuruluşlarının hisse senetleri olmak üzere tasarrufların menkul kıymetlere yatırılmasını özendirmek, sermaye piyasasındaki sağlıksız gelişme eğilimlerini önlemek, tasarruf sahipleri ve sermaye piyasasıyla ilgili kuruluşları yurt ekonomisinin yararına yönlendirmek suretiyle, halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını gerçekleştirmek amacıyla kurulmuştur.

---

<sup>244</sup> **Tekinalp:** s.6.

<sup>245</sup> 24.06.1982 tarih ve 17734 sayılı RG.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkilerinin belirlenmesinde ABD'de faaliyet gösteren SEC göz önüne alınmıştır. SEC'in kuruluş amacı ise, sermaye piyasasında yatırımcının aldatılmasını ve bu piyasadandan soğumasını önlemek, kamuyu aydınlatma ilkesinin işletilerek bilginin herkese aynı düzeyde dağılımını sağlamak, başta kanunlar olmak üzere sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelere aykırı eylem ve davranışları denetleyip, önlemektir<sup>246</sup>. Dolayısıyla SEC ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun ortak amaçları, ihraç ve halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgilerin doğru açıklanmasını sağlamak, sermaye piyasası mevzuatına aykırı nitelikte işlem ve eylemleri tespit ederek bunlar hakkında suç duyurusunda bulunarak, durumu yargıya intikal ettirmek ve sermaye piyasası araçlarının kaydına ilişkin düzenlemeleri yapmaktır. Ancak SEC ve Sermaye Piyasası Kurulu bu amaç doğrultusunda görev ve yetkilerini yerine getirirken, yatırımcının korunmasına ilişkin bir garanti vermemektedir<sup>247</sup>.

Bazı ülkelerde Sermaye Piyasası Kurulu benzeri kurumların geniş yetkilerle donatılması, düzenleyici işlemlerde bulunabilmesi ve "beyaz hüküm" sistemini işleten birer kuruluş olmaları eleştiri konusu olmuştur. Özellikle kanunun amacına uygun yorumlanıp uygulanmaması, kurumun kendi varlık sebeplerine aykırı yapacağı işlemler ve getirilecek bürokratik usullerle piyasanın işlemez hale gelmesi endişe edilen hususlardandır. Sermaye piyasalarına giren yatırımcı sayısını artırması beklenirken azaltan, bunların hak ve menfaatlerini korumayan, getirilen gereksiz formalitelerle işlem maliyetlerini artıran ve çok sık yapılacak düzenlemelerle piyasayı işlemez hale getiren bir Kurul elbette istenmeyecektir<sup>248</sup>. Bu tür kurumların kamuyu aydınlatmak dışında, denetim, sağlamlık ve güvenilirlik gibi hususlarda belirleyici olması eleştirilmiştir<sup>249</sup>.

---

<sup>246</sup> **Brown**, Philip L.: Gsi's Primer to SEC Research, USA 2004, s.7; **Yasin**: s.61; **Tekinalp**: s.142-143; **Evik**: s.65-66; **Küçüksözen**: s.91.

<sup>247</sup> **Brown**: s.29.

<sup>248</sup> **Tekinalp**: s.143.

<sup>249</sup> **Kabaaliğlu**, Haluk A.: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985, s.231.

## B. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Niteliği

Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 17. maddesinde ifade edildiği üzere idari ve mali özerkliğe<sup>250</sup> sahip bir kamu tüzel kişisidir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilk şeklinde Kurul, Maliye Bakanlığı'na bağlıyken, şu an ilgili olduğu bakanlık, Başbakan tarafından görevlendirilen Devlet Bakanlığı'dır. Kanun'da "İlgili Bakanlık" ibaresinin kullanılması ile Kurul'un bu Bakanlığa bağlı olmadığı ifade edilmek istenmiştir. Ayrıca "idari ve mali özerkliğe" sahip oluşu da Kurul'un ilgili Bakanlık'tan bağımsız olduğunu göstermektedir. Bu anlamda ilgili Bakanlık, Kurul'a görev ve yetkilerinin kullanılışı ile ilgili emir veremez. Kurul tarafından alınacak kararlara da karışamaz<sup>251</sup>.

İlgili Bakanlık, Kurul'un yıllık hesaplarına ve harcamalarına ilişkin işlemlerini denetleyebilir ve denetleme sonuçlarıyla ilgili gerekli tedbirleri alabilir. Söz konusu denetim sonuçları ile bunlara ilişkin işlemleri ve alınan tedbirleri gösterir bir rapor, Kurulun yıllık faaliyet raporu ile birlikte ilgili Bakan tarafından Bakanlar Kuruluna sunulur (SPK 17/III).

Kurul'un bağımsız idari otorite olduğu hususunda doktrinde görüşler mevcuttur<sup>252</sup>. Bazı yazarlar ise Kurul'un bağımsız idari otorite olarak değerlendirilemeyeceğini; bağımsız idari otorite benzeri kabul edilebileceğini ileri

---

<sup>250</sup> İdari özerklikten kastedilen, Kurul'un merkezi idare (hükümet) karşısında bağımsız olması, kendi öz sorumluluğu altında kamu yararı doğrultusunda kendi düzenlemelerini yapabilmesidir. **Tortop**, Nuri: Mahalli İdareler, Ankara 1991, s.18; **Yıldırım**, Selahattin: Yerel Yönetim ve Demokrasi, İstanbul 1994, s.149; **Demirkol**, Ferman: Yerel Yönetimlerin Anayasal Güvenceleri, İstanbul 1994, s.17, vd. Mali özerklik ise, Kurul'un parasal yönden merkezi idareye bağımlı olmamasını ifade eder. **Yasin**: s.158-159.

<sup>251</sup> **Tekinalp**: s.144; **Küçüksözen**: s.85.

<sup>252</sup> **Erkut**, Celal: "Bağımsız İdari Makamlar Müessesesi Açısından Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kısa Bir Değerlendirmesi", Bağımsız İdari Otoriteler, İstanbul 1998, s.134; **Tan**, Turgut: "Bağımsız İdari Otorite Olarak Sermaye Piyasası Kurulu", Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Ankara 1996, s.6-7.

sürmektedirler<sup>253</sup>. Yasin ise, Kurul'un hizmet bakımından yerinden yönetim kuruluşu olarak nitelendirilebileceğini belirtmektedir<sup>254</sup>.

### C. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Görev ve Yetkileri

Kurul'un görev ve yetkileri Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22. maddesinde düzenlenmiştir. Kurul'un bu görev ve yetkileri başlıca dört bölüme ayrılabilir. Bunlar; sermaye piyasası araçlarına ilişkin görev ve yetkileri, sermaye piyasası kurumlarına ilişkin görev ve yetkileri, kamuyu aydınlatma ve bağımsız denetlemeye ilişkin görev ve yetkileri ve idari diğer hususlarla ilgili görev ve yetkileridir.

Kurul'un en başta gelen görevi Sermaye Piyasası Kanunu'nun kendisine verdiği yetki ile piyasada yaşanan gelişmeler karşısında yeni düzenlemeler yapmaktır. Kurul bu amaçla tebliğ ve yönetmelikler çıkararak yürürlüğe koymaktadır. Kurul, aynı zamanda özel nitelikli kararlar da alabilir. Özel nitelikli kararlardan kamuoyunu ilgilendirenler, Kurulun haftalık bülteni ile ilgili kişi ve kuruluşlara duyurulur.

Kurul'un çıkarmış olduğu tebliğlerle ekonomik kolluk olarak piyasalara müdahale ettiğini daha önce de ifade etmiştik. Kurul'un düzenleme, izin verme, yasaklama ve denetlemeye ilişkin geniş yetkilere sahip olması, Devletin sermaye piyasasını sahiplendiği izlenimi vermektedir. Bu görüntü yatırımcılara, sermaye piyasası faaliyetlerinin Devlet ve Kurul'un garantisi altında olduğunu hissettirmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasalarında yaşanan olumsuzluklar Devlet'in itibarını zedelemektedir<sup>255</sup>.

Kurul'un Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22. maddesine dayanarak çıkarmış olduğu birçok Tebliğ söz konusudur. Kanun ile düzenlenmesi gereken hususların artık Tebliğler ile düzenlenir hale geldiği görülmektedir. Bu durum düzenleme

---

<sup>253</sup> **Ulusoy**, Ali: "Bağımsız İdari Kurumlar", Danıştay Dergisi, Y. 29, S.100, Ankara 1999, s.5-6.

<sup>254</sup> **Yasin**: s.171.

<sup>255</sup> **Evik**: s.71-72.

yapma yetkisinin yasama erkinden alınarak idareye bırakıldığı izlenimini oluşturmaktadır<sup>256</sup>. Zorunluluk nedeniyle ve istenmeden başvuru bu uygulama, normlar hiyerarşisinde bozukluğa neden olduğu ve hukuk metodolojisinde kural koyma yöntemlerinin dışına taşıldığı gerekçeleri ile eleştirilmiştir<sup>257</sup>.

Kanaatimizce yasama meclisinden, sermaye piyasasında yaşanan gelişmeleri sürekli takip etmesi ve bu gelişmelere bağlı düzenlemeleri kısa zamanda çıkarması beklenemez. Bu durumda Kurul'un sermaye piyasasına ilişkin düzenleme yapması kaçınılmazdır. Ancak Kurul'a verilen bu yetkinin keyfiliğe yol açmaması ve yasama meclisinin görevini üstlendiği gibi bir izlenim oluşturmaması açısından, tebliğlerle düzenlenecek hususların Kanun ile daha kesin çizgilerle belirlenmesi ve hukuk metodolojisine aykırı şekilde hareket edilmemesi gerektiği düşüncesindeyiz<sup>258</sup>.

Sermaye piyasası ile ilgili yasal hükümlerin uygulanması ve faaliyetlerin denetimi görevi de Kurul'a verilmiştir. Kurul bu görevi dolayısıyla inceleme ve denetimler yapar. Denetimler, Kurul'un uzman ve uzman yardımcıları vasıtasıyla gerçekleştirilir. Kurul'un uzman ve uzman yardımcıları; ihraççılar, sermaye piyasası kurumları, bunların iştirak ve kuruluşları ile diğer gerçek ve tüzel kişilerden Sermaye Piyasası Kanunu ve diğer kanunların sermaye piyasasına ilişkin hükümleriyle ilgili göreceklere bilgileri istemeye, bunların tüm defter, kayıt ve belgelerini ve sair bilgi ihtiva eden vasıtalarını incelemeye ve bunların örneklerini almaya, işlem ve hesaplarını denetlemeye, ilgililerden yazılı ve sözlü bilgi almaya, gerekli tutanakları düzenlemeye yetkilidirler. İlgililer de kendilerinden istenilen bilgi, belge, defter ve sair vasıtaların örneklerini vermek, yazılı ve sözlü bilgi vermek ve tutanakları imzalamakla yükümlüdürler (SPK 45/I,II).

Kurul, Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca yaptığı izleme, inceleme ve denetlemeler sonucunda bir takım tedbirler almaya da yetkilidir. Sermaye piyasası kurumlarının mevzuat, esas sözleşme ve içtüzük hükümlerine aykırı faaliyetlerinin tespit edilmesi halinde, Kurul ilgililerden, aykırılıkların giderilmesi ve kanuna,

---

<sup>256</sup> **Moroğlu:** s. 16, vd; **Evik:** s.73.

<sup>257</sup> **Tanör:** s.65.

<sup>258</sup> Aynı yönde bkz. **Evik:** s.73.

işletme amaç ve ilkelerine uygunluğun sağlanmasını ister. Aykırılıkta sorumluluğu tespit edilen kurum görevlilerinin, haklarında kovuşturmaya geçildikten sonra yargılama sonuçlanıncaya kadar imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya; aykırılıkların giderilmemesi veya giderilemeyecek aykırılıkların tespit edilmesi durumunda ise, gerekli her türlü tedbiri almaya ve bu kurumların faaliyetlerini geçici veya sürekli olarak durdurmaya ve yetkilerini kaldırmaya Kurul yetkili kılınmıştır (SPK 46/g).

Kurul, hukuki ve cezai sorumluluk hallerinde Sermaye Piyasası Kanunu'nda öngörülen bir takım cezalara da hükmedebilir. Ayrıca Kurul, yetkileri kaldırılan aracı kuruluş ve diğer sermaye piyasası kurumlarının tedrici tasfiyesine de karar verebilir (SPK 46, 46/A, 47, 47/A).

## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASASI ARACILIK FAALİYETLERİ VE YATIRIMCININ KORUNMASI

#### § 1 SERMAYE PİYASASINDA ARACILIK

##### I. Genel Olarak

Daha önce ifade ettiğimiz üzere, sermaye piyasalarında mali durumlarını güçlendirmek ve bu amaçla fon toplamak isteyen ortaklıklar ile sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak niyetinde bulunan yatırımcılar bulunmaktadır. Yatırımcılar ellerindeki atıl bulunan fonları güvenilir ve iyi gelir getiren sermaye piyasası araçlarına yatırarak semerelerinden yararlanırlar. Ortaklıklar ise, sermaye piyasası araçlarını ihraç ederek fon ihtiyaçlarını giderir ve güçlü bir yapıya sahip olurlar.

Sermaye piyasasında aracılık faaliyeti ise, ihraççılar ile yatırımcılar sermaye piyasası araçlarının alım satımında görülür. İhraççı ortaklıklar ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası araçlarının alım satımına yardımcı olan aracı kuruluşlara ihtiyaç vardır. Bu kuruluşlar, ihraççılar ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası araçlarının alım satımlarına aracılık ederler.

Sermaye piyasası mevzuatında aracılık kavramına özel bir anlam verilmiştir. Zira aracılık kavramı hem Sermaye Piyasası Kanunu'nda, hem de Kurul'un Aracılık Faaliyetleri Ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'inde tanımlanmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30. maddesinin ikinci fıkrasına göre aracılık, "sermaye piyasası araçlarının 31'inci madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır". Tebliğ'deki tanıma göre ise, "Sermaye piyasasında aracılık, sermaye piyasası araçlarının Kanun'un 30 ve 31 inci maddeleri çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve

hesabına, kendi namına başkası hesabına ticari amaçla alım satımıdır.”(Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.3/I).

Sermaye Piyasası Kanunu’ndaki ve Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’deki tanımlar göz önünde bulundurulacak olursa, sermaye piyasası araçlarının alım satımının herhangi bir kişi tarafından gerçekleştirilmesi, yapılan işlemin aracılık olarak nitelendirilmesi için yeterli değildir. Bu anlamda aracılıktan söz edilebilmesi için hem Kanunda hem de Tebliğ’de iki kriter aranmıştır. İlk kritere göre, sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılıktan söz edilebilmesi için alım satım işlemlerinin “yetkili kuruluşlar” tarafından yapılması gerekmektedir. Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yapmaya sadece “aracı kuruluşlar” yetkilidir. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3. maddesinin birinci fıkrasının (i) bendi uyarınca, aracı kuruluşlar, aracı kurumlar ile bankaları ifade eder.

Diğer kriter ise alım satım işleminin “ticari amaçla” yapılmasıdır. Sermaye piyasası araçlarının alım satımının, aracılık olarak kabul edilebilmesi için, bu işlemlerin ticari nitelik taşıması gerekir. Ticari amacın varlığı belirlenirken, mesleki fonksiyon ile de bağlantı kurulmalıdır. Bir başka ifadeyle, sermaye piyasası araçlarının alım satımı ve buna bağlı yan işlerin yapılmasının meslek edinilmesi halinde ticari amacın ve aracılığın varlığından söz edilebilir. Aracıların alım satım işlemlerindeki aracılık işini meslek edinmeleri<sup>259</sup> ve bunun karşılığında bir komisyon almaları “ticari amaçla” hareket ettiklerini gösterir<sup>260</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 30. maddesinin ikinci fıkrasında ve Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’in 3. maddesinin birinci fıkrasında yer alan tanımlardaki “alım satım” ifadesi ile, hem birincil hem de ikincil piyasalardaki aracılık amacıyla yapılan tüm alım satımlar kastedilmiştir. Bu alım satımların yüklenimli veya yüklenimsiz

---

<sup>259</sup> **Manavgat, Çağlar:** Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991, s.63-64.

<sup>260</sup> Aracı kurum ve bankalar aynı zamanda anonim şirket şeklinde kurulmaları ve tacir olmaları sebebiyle, yapmış oldukları her türlü iş ticari nitelikte sayılır (Bankacılık Kanunu m.7/Ia; SPK m.33; TTK m.18/I; 21/I).



yapılması veya sonuçta kazanç sağlanıp sağlanamaması işlemin aracılık sayılması bakımından önem taşımaz<sup>261</sup>.

## II. Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetleri

Sermaye piyasası aracılık faaliyetleri, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30. maddesinin a, b ve c bentlerinde sayılmıştır. Bu hüküm uyarınca, Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına giren sermaye piyasası faaliyetleri arasında;

a. Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık,

b. Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımına aracılık,

c. 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 sayılmıştır. Maddenin devamında ise aracılık dışında kalan diğer sermaye piyasası faaliyetleri sayılmıştır.

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'inin 3. maddesinin ikinci fıkrasında ve 4. maddesinde sermaye piyasası aracılık faaliyetleri sayılmıştır. Tebliğ'in 3. maddesinin ikinci fıkrasına göre, sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri, halka arza aracılık, alım satımına aracılık ve türev araçların alım satımının yapılmasına aracılıktan oluşur. Tebliğ'in 4.maddesine göre ise, aracı kurumlar, aracılık faaliyetleri kapsamında aşağıda sayılan her bir faaliyet için Kurul'dan yetki belgesi almak kaydıyla;

a. Sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka arz yoluyla satışına,

b. Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının alım satımına,

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 veya bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık edebilirler.

---

<sup>261</sup> **Manavgat:** Aracı Kurumlar, s.64.

Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerine ilişkin olarak Tebliğ hükmünde, SPK'daki düzenleme tekrarlanmıştır. Tebliğ'in 4.maddesinde aracılık faaliyetleri sınırlı olarak sayılmıştır. Bu sebeple hangi faaliyetlerin aracılık faaliyeti sayılacağına ilişkin görüş farklılıkları da son bulmuştur.

Aracılık faaliyetleri, işlemin tarafına göre de ayrıma tabi tutulmuştur. Daha önce de belirttiğimiz üzere, SPK 30/II ve Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 3/I hükmünde sermaye piyasasında aracılığın, yetkili kuruluşlar tarafından sermaye piyasası araçlarının kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına ticari amaçla alım satımı olduğu düzenlenmiştir.

Yetkili kuruluşların kendi nam ve hesabına alım satımı ile, aracı kuruluşların ihraççılardan, sermaye piyasası aracı maliklerinden ve diğer aracı kuruluşlardan sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesaplarına satın almaları ve yatırımcılara kendi nam ve hesaplarına satmaları ifade edilmek istenmiştir<sup>262</sup>.

Aracı kuruluşların sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesaplarına alım ve satımlarında aslında dolaylı bir aracılık faaliyeti söz konusudur. Çünkü aracı kuruluşun bir sermaye piyasası aracını kendi nam ve hesabına alıp, onun maliki olması ve sonra yine kendi nam ve hesabına satması halinde aracılık faaliyetinden daha ziyade, alım satım fiyat farkından yararlanılarak kâr elde edilmesine yönelik bir faaliyet görülmektedir<sup>263</sup>. Ancak kanaatimizce aracı kuruluşların kendi nam ve hesaplarına alım satımında bulunmalarının aracılık faaliyeti niteliğinde olduğuna şüphe yoktur<sup>264</sup>. Aracı kuruluşun sermaye piyasası aracını kendi nam ve hesabına alıp satması, bu faaliyetin aracılık niteliğini ortadan kaldırmamaktadır. Önemli olan aracı kuruluşun aracılık yapmak niyetiyle hareket etmesidir.

---

<sup>262</sup> **Ünal**: Aracı Kurumlar, s.77; **Yasaman**: s.114; **Manavgat**: s.66.

<sup>263</sup> **Ünal**: Aracı Kurumlar, s.77.

<sup>264</sup> **İnceoğlu**, aracı kurumların kendi nam ve hesaplarına sermaye piyasası aracı alım ve satımlarını bir aracılık faaliyetinden ziyade, fiyat farkından yararlanarak kâr elde etmeyi amaçlayan spekülâtif bir faaliyet olarak nitelendirmiştir. Ancak sermaye piyasası araçlarının ihracında, kesin bağlantı aracılığı sözleşmelerini ayırık tutmuştur. **İnceoğlu**, Mehmet Murat: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004, s.27.

Aracı kuruluşların sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesaplarına alım ve satımlarına örnek olarak tümünü yüklenim aracılığı (kesin bağlantı aracılığı) gösterilebilir. Birincil piyasalarda aracı kuruluşlar ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını önce kendileri satın almakta, daha sonra yatırımcılara satmaktadır. İkincil piyasalarda da aracı kuruluşların sermaye piyasası araçlarını kendi portföylerine satın alıp, ardından satmalarında da aynı durum söz konusudur.

Yetkili kuruluşların başkası nam ve hesabına alım satımı ile, aracı kuruluşların sermaye piyasası satıcıları ile alıcılarını doğrudan doğruya temsil ederek, onların nam ve hesabına diğerleri ile işlem yapmaları ifade edilmek istenmiştir. Aracı kuruluş ile nam ve hesabına hareket edilen arasında vekâlet ilişkisi bulunmaktadır. Doğrudan doğruya temsil sebebiyle, yapılan işlemde kaynaklanan tüm hak ve borçlar nam ve hesabına hareket edilen kimseye ait olur<sup>265</sup>.

Aracı kuruluşların sermaye piyasası araçlarını başkası nam ve hesabına alım ve satımına örnek olarak en iyi gayret aracılığı gösterilebilir. En iyi gayret aracılığında aracı kuruluş, ihraççının temsilcisi olarak hareket etmektedir. Aracı kuruluş ihraççının nam ve hesabına sermaye piyasası araçlarının satışını gerçekleştirerek, aracılık ücretini almaktadır.

Yetkili kuruluşların kendi namına ve başkası hesabına alım satımı ile, aracı kuruluşların sermaye piyasası satıcıları veya alıcılarını dolaylı temsil ederek, kendi namına fakat onların hesabına diğerleri ile işlem yapmaları ifade edilmek istenmiştir. Burada dış ilişkide dolaylı temsil, iç ilişkide ise komisyon ilişkisi bulunmaktadır<sup>266</sup>. Alım satım ilişkisinden kaynaklanan hak ve borçlar öncelikle aracı kuruluşa geçmekte, sonra iç ilişkide dolaylı temsil edilen kimseye devredilmektedir. Borsada hisse senedi alım satımları, aracı kuruluşların kendi namlarına başkası hesabına hareket etmelerine örnek gösterilebilir<sup>267</sup>.

---

<sup>265</sup> **Ünal:** Aracı Kurumlar, s.77; **Yasaman:** s.114; **Manavgat:** s.66.

<sup>266</sup> **Ünal:** Aracı Kurumlar, s.77; **Yasaman:** s.114; **Manavgat:** s.66.

<sup>267</sup> **Tanör:** s.285.

### III. Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinin Konusu

Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinin konusunu, sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık oluşturmaktadır. Menkul ve gayrimenkul mallar, çeşitli hakları temsil eden evraklar ve diğer iktisadi araçların alım satımına aracılık, sermaye piyasası aracılık faaliyetinin konusu içerisine girmez.

Sermaye piyasası araçlarının neler olduğunun tespiti, aracılık faaliyetinin konusunun belirlenmesi bakımından önem taşımaktadır<sup>268</sup>. Sermaye piyasası araçları Sermaye Piyasası Kanunu'nda tek tek sayılmamış, sadece genel bir tanımlama yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinin birinci fıkrasının (b) bendi uyarınca, sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 2. maddesinde de aynı tanımlamaya yer verilmiştir.

3794 sayılı Kanunla getirilen değişiklikten önce Sermaye Piyasası Kanunu'nda "sermaye piyasası araçları" kavramı düzenlenmemişti. Sermaye piyasası araçları yerine menkul kıymetlerin tanımı verilmişti. Değişiklikten önceki Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinin birinci fıkrasının (b) bendi "Menkul Kıymetler: Ortaklık ve alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden, hisse senetleri, tahviller ve Hazine bonoları gibi kıymetlerdir. Bunlar dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arz ve bu yolla satışı da menkul kıymetler hükümlerine tabidir" biçiminde kaleme alınmıştı.

3794 sayılı Kanunla yapılan değişiklikten önce Sermaye Piyasası Kanunu'nda kullanılan "menkul kıymet" kavramı, sermaye piyasalarında işlem görecekt bütün araçları nitelendirmekte yeterli görülmemiştir. Menkul kıymetlerin klasik tanımına uymayan yeni bazı yatırım araçlarının da sermaye piyasasında işlem görmesi istenmiştir. Bu nedenle, bütün yatırım araçlarını kapsayacak şekilde bir üst kavram

---

<sup>268</sup> **Aytaç:** s.3; **Ünal:** Aracı Kurumlar, s.5.

oluşturulması amaçlanmış ve 3794 sayılı Kanun ile “sermaye piyasası araçları” kavramı getirilmiştir.

3794 sayılı Kanun ile gerçekleştirilen değişiklikle “sermaye piyasası araçları” kavramının Kanun’a yerleştirilmesi sonucunda kapsamın genişletildiği izlenimi doğmuş olmasına karşın, bu görünüm aldatıcıdır. Zira bu düzenleme ile sermaye piyasası araçlarını tanımlama işi Kurul’a bırakılmıştır. Sermaye piyasası araçlarının neler olduğunu belirleme yetkisinin Kurul’a bırakılması, yasama yetkisinin devri niteliği taşıdığı ileri sürülmüştür<sup>269</sup>.

Kanaatimizce, yeni düzenleme ile “sermaye piyasası araçları” kavramının getirilmesi yerine, İsviçre’de 24.03.1975 tarihli Borsalar ve Menkul Kıymetler Ticareti Kanunu’nda yapıldığı gibi “menkul kıymet” kavramının genişletilmesi daha isabetli olurdu. Söz konusu Kanun’da klasik anlamda menkul kıymetler, aynı işlevi görecek haklar ve bunlardan türeyecek bazı araçlar, hatta peşin ödemeli ve çok sayıda düzenlenen sözleşmeler “geniş anlamda menkul kıymet” kabul edilmiştir<sup>270</sup>. Sermaye Piyasası Kanunu’nun eski düzenlemesinde de menkul kıymet çeşitleri örneksime yoluyla sayılmış ve bunlar dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın bu kapsamda değerlendirileceği belirtilmiştir. Bu bağlamda, aslında eski düzenlemede yer alan geniş anlamda menkul kıymetlere ilişkin tanım, yeni düzenleme ile getirilen sermaye piyasası araçlarının yerini tutmaktadır<sup>271</sup>.

Daha önce de ifade edildiği üzere, Türk Hukuku’nda menkul kıymet kavramı açıkça tanımlanmamış, sadece özellikleri sayılmakla yetinilmiştir. Türk Ticaret Kanunu’nda hisse senedi, tahviller ve intifa senetleri gibi bazı menkul kıymetler düzenlenmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3.maddesinde ise menkul kıymetlerin ortak özellikleri ifade edilmiştir. Buna göre menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan,

---

<sup>269</sup> **Tanör:** s.384.

<sup>270</sup> **Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin:** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul 2005, s.256.

<sup>271</sup> **Tanör:** s.385.

dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır. Menkul kıymetlerin bu özellikleri dikkate alındığında, bunların para piyasasında işlem görmedikleri ve para piyasasına hizmet etmedikleri; buna karşılık sermaye piyasasının işlemesine yarayan ve yatırım aracı özelliği ile tasarruf sahiplerindeki fonların ihtiyaç sahibi ekonomik birimlere geçişini sağlayan kıymetli evraklar oldukları söylenebilir<sup>272</sup>.

## § 2 SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ İHRACINA VE HALKA ARZINA ARACILIK FAALİYETLERİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI

### I. Genel Olarak

Yatırım harcamalarının yeterli düzeyde finanse edilmesinde özkaynakların yetersiz kalması halinde, firmalar kredi temin etmek üzere para piyasasında bankalara başvururlar. Firmalar daha avantajlı olduğuna inanmaları halinde bankalara başvurmak yerine, yeni sermaye piyasası araçları ihraç ederek halka satabilirler. Sermaye piyasası araçlarını halka arz ederek yatırımlarını finanse edecek dış kaynaklı fonları elde edebilirler. Böylece bankalara karşı kredi sözleşmelerinden kaynaklanan yükümlülüklerden de kurtulmuş olurlar<sup>273</sup>.

İhraççıların sermaye piyasası araçlarını kendilerinin halka arz etmelerine kural olarak hukuki bir engel bulunmamaktadır. Ancak piyasada tanınmış ihraççılar hariç, diğerlerinin bu yolla yatırımcılara ulaşmaları ve sermaye piyasası araçlarını satmaları çok zordur. Özellikle, sermaye piyasasında sermaye piyasası araçlarını ilk defa halka arz edecek olan ve hiç tanınmayan bir ihraççının geniş yatırımcı kitlesine ulaşması, satış yapması ve hedeflediği fonu sağlaması imkânsızdır<sup>274</sup>. Ayrıca, sermaye piyasasına yabancı olan ihraççılar, piyasada oluşabilecek hızlı ve ani değişiklikleri hesaplama imkânından yoksun oldukları için uzman bir kuruluşun hem

---

<sup>272</sup> **Turanboy**, Asuman: Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, s.72.

<sup>273</sup> **Mayo**, Herbert: Basic Investments, Ohio 2006, s.17.

<sup>274</sup> **Mayo**: s.17; **Ünal**: s.459; **Uludağ**: s.106.

danışma hem de pazarlama ve satış konularında yardımına ihtiyaç duyarlar<sup>275</sup>. Böyle bir durumda sermaye piyasasında faaliyet gösteren, yeterince teşkilatlanmış ve bütün yatırımcılara ulaşma imkânına sahip kuruluşların aracılığına ihtiyaç vardır<sup>276</sup>.

Sermaye piyasası araçlarını ihraç edecek firmalar bakımından ihraçta karşılaşılabilecek riskler de önem taşır. Aracı kurumların bu riskleri üstlenmesi ihraççıların yararınadır<sup>277</sup>. Aracı kurumlar sermaye piyasası araçlarının pazarlanması, yatırımcıların sayısı, coğrafi dağılımları gibi teknik konularda da ihraççılara yardımcı olurlar<sup>278</sup>.

Sermaye piyasası araçlarının ihracına ve halka arzına aracılık, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30. maddesinde ve Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'inin 3 ve 4. maddelerinde sayılan aracılık faaliyetlerinden birini oluşturmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının ihracına ve halka arzına aracılık faaliyetinin anlaşılması bakımından "ihraç", "ihraççı" ve "halka arz" kavramları üzerinde durulması gerekir.

SPK'nın "Tanımlar" başlık 3.maddesinin c bendinde "ihraç"<sup>279</sup>, h bendinde ise "ihraççı" kavramları tanımlanmıştır. Bu maddeye göre, ihraç "sermaye piyasası araçlarının ihraççı tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı" olarak ifade edilmiştir. İhraççı ise, "anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler"dir.

---

<sup>275</sup> **Uludağ:** s.106; **Tekinalp:** s.78; **Manavgat:** s.21; **İnceoğlu:** s.29 **Tanör,** Reha: Türk Sermaye Piyasası, Halka Arz, İstanbul 2000, C.II, s.259.

<sup>276</sup> **Mendelson,** Morris: "Underwriting Compensation", Investment Banking and the New Issues Market, New York 1967, s.216.

<sup>277</sup> **Mendelson:** s.220.

<sup>278</sup> **Manavgat:** s.21.

<sup>279</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'nun gerekçesinde, "Değişiklik tasarısı ile, halka açık olmayan anonim ortaklıkların, halka arz etmeksizin ihraç ettikleri hisse senedi dışında kalan menkul kıymetlerin çıkarılması ve halka arz edilmeksizin satışı da Kanun kapsamına alındığından, bu esas çerçevesinde, 3 üncü maddenin (c) bendinde, Sermaye Piyasası Kanununun uygulanmasıyla sınırlı olarak "ihraç" kavramı tanımlanmıştır." denilmiştir.

Kurul'un Seri:III, No:20 sayılı "Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına Ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 2. maddesinde "yabancı ortaklıklar ile yabancı yatırım fonu kurucusu veya yöneticisi olan kişiler" ihraççı kabul edilmişlerdir. Bu Tebliğ ile yabancı sermaye piyasası araçlarının, yani çıkarıldıkları ülke borsalarında alım satım konusu olan ve Kurulca niteliği belirlenen menkul kıymetler ile hak ve alacakları temsil eden diğer kâğıtların Kurul'a kaydettirilmeleri koşulu ile halka arz edilmeleri imkânı getirilmiştir.

İhracın önemli özelliği ihraççılar tarafından ilk kez çıkarılan sermaye piyasası araçlarının satılmasıdır. Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının ihracına aracılık birincil piyasalarda görülür. Hâlbuki halka arza aracılık hem yeni çıkarılan hem de daha önce çıkarılmış sermaye piyasası araçlarında söz konusudur. Dolayısıyla halka arz hem birincil hem de ikincil piyasalarda görülür.

İhraçtan söz edilebilmesi için, ihraççının çıkarmış olduğu sermaye piyasası araçlarının satışının yapılması gerekmektedir. SPK'da 3794 sayılı kanun ile yapılan değişiklik ile satışın halka arz edilerek yapılmasının yanında, halka arz edilmeden yapılması da mümkün hale gelmiştir (SPK 3/c). Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satışı da ihraç sayılmaktadır.

SPK'nın 2/I fıkrasının son cümlesine göre, "halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen hisse senedi ihraçları bu Kanun kapsamı dışında" bırakılmıştır. Dolayısıyla halka açık olmayan anonim ortaklıkların, halka arz edilmeyen hisse senedi ihraç etmeleri, halka arza aracılığın kapsamına girmemektedir. Buna karşılık, halka açık olmayan anonim ortaklıkların hisse senedi dışındaki halka arz edilmeyen sermaye piyasası araçlarının ihracı ile halka açık anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen hisse senedi ihraçları SPK'nın kapsamında kabul edilmektedir.

SPK 3/c bendine göre halka arz ise, "sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar



veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade” etmektedir. Kanunda yapılan tanıma göre halka arz dört şekilde görülmektedir. Bunlardan birinin gerçekleşmesi halinde halka arza ilişkin hükümlere uyulması zorunludur. Buna göre halka arz halleri;

-Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması:

Sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından herkese satılabilmesi amacıyla, her türlü yoldan yapılan çağrı halka arz kabul edilmektedir. Halka çağrı sözlü veya yazılı bir şekilde, çok sayıda ve belirsiz kişilere sermaye piyasası araçlarını satın almaları hususunda yapılan davettir. Bu davetin her hangi bir şekli bulunmamaktadır. Halka çağrı yazılı basın veya medya yoluyla yapılan reklâmlarla, postayla, el ve internet ilanları ile yapılabilir<sup>280</sup>.

-Halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi:

Buradaki halka arzda, bir öncekinden farklı olarak her türlü sermaye piyasası araçlarını değil, sadece hisse senedi almaya davet söz konusudur. Çünkü yapılan halka çağrıda ortak veya kurucu olmaya davet söz konusudur. İhraççılar, fon toplamak suretiyle güçlü bir sermaye yapısına kavuşmak amacıyla ortaklığın hisselerini halka arz ederler.

Ortak olmaya çağrı hem anonim ortaklıkların kuruluşunda, hem de sermaye artırımlarında görülür. Hâlbuki kurucu olmaya davet sadece anonim ortaklıkların tedrici kuruluşunda söz konusudur. Esasen halka arz kurulmuş anonim ortaklıklarda yapılmalıdır. Kurulma aşamasındaki anonim ortaklıkların, hisse senetlerini halka arz etmeleri mümkün olmamalıdır. Zira daha kurulmamış olan bir anonim ortaklığın olmayan hisse senetleri halka arz edilememelidir. Ancak yatırımcıların korunması

---

<sup>280</sup> **Ünal:** Aracı Kurumlar, s.23; **Tekinalp:** s.21; **Tanör:** s.180.

amacıyla, halkın kurulma aşamasındaki bir anonim ortaklığa ortak ve kurucu olarak katılmaya çağrılması da halka arz olarak kabul edilmiştir<sup>281</sup>.

Bazı anonim ortaklıkların fon toplamak amacıyla halka çağrıda buldukları, ancak sermaye piyasası mevzuatının ve Kurul'un denetim ve gözetiminden uzak kalmak amacıyla bu daveti belirlenen esaslara uymaksızın yaptıkları görülmektedir. Kurul kaydına alınmaksızın ve kanuna aykırı yolla halka çağrıda bulunulması uygulamada sıkça rastlanılan durumlardandır. Bu şekilde halkı ortak veya kurucu olmaya çağırma, izinsiz sermaye piyasası faaliyeti kabul edilmektedir. Böyle bir durumun tespiti halinde sorumlular hakkında suç duyurusunda bulunulmakta, söz konusu anonim ortaklığın mevzuat çerçevesinde durumunu düzeltmesi ya da usulsüz topladığı paraları tasarruf sahiplerine iade etmesi gibi yükümlülükler uygulanmaktadır<sup>282</sup> (SPK 3, 4, 46, 47/A-4). Bu hususta Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda da düzenleme getirilmektedir.

-Hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi:

Sermaye piyasası araçlarından sadece hisse senetlerinin, herhangi bir borsada veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda sürekli bir biçimde işlem görmesi halka arza karine oluşturmaktadır. Bu şekliyle bir halka arzdan söz edilebilmesi için borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların alenî piyasalar olması, çok sayıda alıcı ve satıcıyı karşı karşıya getirmesi, hisse senetlerinin devamlı işlem görmesi gerekmektedir. Ancak süreklilik şartının yerine getirilmesi bakımından herhangi bir gösterge mevcut değildir<sup>283</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun gerekçesinde hisse senetlerinin satın alınması için çağrıda bulunmayan, bu nedenle de daha önce Kuruldan halka arz izni almayan ortaklıkların, hisse senetlerini borsaya kote ettirmeleri ve bunların borsada işlem

---

<sup>281</sup> **Somer:** s.68; **Dizdar,** Ali Murat: "Sermaye Piyasası Kanunu'nun Anonim Ortaklıklarda "Kurucu" Kavramında Yaptığı Değişiklik Sorunu", İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXX, 1983, s.283.

<sup>282</sup> **Tanör:** Halka Arz, s. 181.

<sup>283</sup> **Tanör:** Halka Arz, s. 183.

görmesi halinde geniş bir yatırımcı kitlesine hitap etmeleri söz konusu olacağından, yatırımcının korunması bakımından anılan işlemin de halka arz sayılması zorunluluğu doğduğu belirtilmiştir. Bu hükümlerle halka arzın birincil ya da ikincil piyasada yapılması bakımından bir farkın bulunmadığı açıktır. Halka açık olmayan ortaklıkların daha önceden ihraç etmiş oldukları hisse senetlerinin kendileri veya ortakları tarafından borsaya kote ettirilerek işlem görmelerinin sağlanması da halka arz kabul edilmiştir.

Hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesinin halka arz olarak kabul edilmesi eleştirilmiştir. Bu görüşe göre hisse senetlerinin işlem görmesi, alınıp satılması anlamı taşıması sebebiyle gerçekten bir halka arz söz konusu değildir<sup>284</sup>. Kanaatimizce yapılan düzenleme amacı doğru olmasına karşın, ifade ediliş tarzı yanlıştır. Yapılan tanımda “hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi” ifadesi, hisse senetlerinin borsada sürekli alınıp satılmasının halka arz niteliği taşıdığı anlamı vermektedir. Bunun yerine “hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmeye başlaması” ifadesinin kullanılmasının daha isabetli olacağı görüşünü taşımaktayız.

-Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı:

Anonim ortaklıklar, mali yapılarını güçlendirmek istediklerinde, ödünç kaynaklarının daraldığında, borç almanın yararsız hale gelmesinde, yitirilen sermayenin tamamlanmak istenmesi halinde sermaye artırımını yoluna gidebilirler. Bunun için yeni çıkarılan payların ve hisse senetlerinin satışı da halka arz kabul edilmiştir. Ancak dikkat edilecek olursa, bu sadece halka açık anonim ortaklıklarda ve yeni hisse senedi ihraçlarında söz konusudur.

---

<sup>284</sup> **Kütükçü:** s.450.

Böylece bu ortaklıklarda rüçhan hakkının kullanımı ve tahsisli sermaye artırımları izne tabi tutulmuştur<sup>285</sup>. Sermaye Piyasası Kanunu'nun gerekçesinde bu düzenlemenin amacının sermaye artırımlarını izlemek ve denetlemek olduğu belirtilmiştir.

Anonim ortaklıklarda, ortakların artırılan sermayeden payları oranında öncelikle satın alma hakları (rüçhan hakkı) bulunmaktadır. Sermaye artırımını sonrası ihraç edilen hisse senetlerinin halka arz edilebilmesi için, rüçhan hakkı kullanımının kısmen veya tamamen sınırlandırılması gerekmektedir<sup>286</sup>.

## II. Halka Arza Aracılık Sözleşmesi

Sermaye piyasası araçlarının ihracına ve halka arzına aracılık faaliyeti ve sözleşmesi SPK'da tanımlanmamıştır. Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'inin 38. maddesinde yapılan tanıma göre, "Halka arza aracılık faaliyeti, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışına aracılık yapılmasını ifade eder". Aynı Tebliğin 41.maddesinde ise sermaye piyasası aracını ihraç eden ile aracı kurum ya da mevduat kabul etmeyen banka arasında, "halka arza aracılık sözleşmesi"nin imzalanacağı düzenlenmiştir. Bu sözleşmede yer alacak hususlar da Kurul tarafından belirlenir.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 38. maddesinde "sermaye piyasası araçlarının ihracına ve halka arzına aracılık faaliyeti", kısaca "halka arza aracılık faaliyeti" olarak ifade edilmiştir. Lâfzî olarak yapılan bu kısaltma aslında faaliyetin kapsamını

---

<sup>285</sup> SPK 3/c bendinde 3794 sayılı Kanun ile getirilen değişiklikten önce doktrinde halka açık anonim ortaklıkların esas sermayelerini artırımları halinde, pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanmaları halka arz olarak kabul edilmemektedir. Buna gerekçe olarak da ortaklığın bir çağrıda bulunmaması, sadece rüçhan haklarının kullanımına ilişkin şartların açıklaması gerekçe gösterilmektedir. **Tekinalp:** s.21; **Somer:** s.70; Aksi görüş için bkz. **Aytaç:** s.157; **Aytaç,** Zühtü: "Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler", AÜSBFD, C.XV Ocak-Aralık 1985, S1-4, s.244. Kanun'da yapılan değişiklik ile bu tartışma ortadan kalkmış ve halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı "halka arz" kabul edilmiştir.

<sup>286</sup> **Çeker,** Mustafa: "Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi", Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan, İstanbul 1998, s.101.

daraltır mahiyettedir. Daha önce de ifade edildiği üzere, sermaye piyasası araçlarının ihracına ve halka arzına aracılık faaliyeti kapsamında, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satışına aracılık da mümkündür.

Her ne kadar SPK 2/T’de halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen hisse senedi ihraçlarının Kanun kapsamında olmadığı, yani halka arza aracılık faaliyeti kapsamında değerlendirilemeyeceği kabul edilmiş olsa da, bu durum sadece hisse senetleri için söz konusudur. Hisse senedi dışındaki diğer sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihracına aracılık ise, halen halka arza aracılık faaliyeti kapsamında görülmektedir.

Kurul’un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’inin 38. maddesinin 6. fıkrasına göre, “Aracı kurumlar ve mevduat kabul etmeyen bankalar halka arza aracılık faaliyeti kapsamında, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satışı (tahsisli satış) sırasında, ilgili şirketin ihtiyacına cevap verecek şekilde borçlanmayı temsil eden sermaye piyasası aracı ihraçlarının organize edilmesinde ve bu ihraçların belli bir grup yatırımcıya ya da yerli-yabancı kurumsal yatırımcılara tahsisinde de aracılık yapabilirler”. Tebliğin bu hükmü de hisse senedi dışındaki diğer sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihracına aracılığın, halka arza aracılık faaliyeti kapsamında olduğunu doğrulamaktadır. Dolayısıyla Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 10. bölüm başlığında seçilen “halka arza aracılık faaliyeti” kavramı bu faaliyeti tanımlamakta yeterli olmamaktadır. Bu nedenle bölüm başlığının sadece “halka arza aracılık faaliyeti” olarak kullanılması kanaatimizce isabetli olmamıştır<sup>287</sup>.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’in 38. maddesinin 5. fıkrasına göre, “Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi ile ilgili olarak ihraççı ve/veya hissedar ile

---

<sup>287</sup> Ünal’a göre “sermaye piyasası araçlarının gerek halka arz edilerek gerek arz edilmeksizin satışında "en iyi gayret aracılığı" veya "aracılık yüklenimi" şeklinde aracılık yapılabilecek ve bu tür aracılık faaliyetiyle ilgili sözleşmelere de genel olarak "halka arza aracılık sözleşmesi" denilecektir. Bize göre bu sözleşme adı isabetsiz seçilmiştir. Zira söz konusu tebliğin 38 ve 40 ıncı maddeleri bu sözleşmenin sadece halka arza inhisar edilmeyeceğini de ortaya koymaktadır. Bu bakımdan Kurul’un yürürlükten kaldırılan AFY.’nde belirttiği "aracılık yüklenim sözleşmesi" kavramı ilgili sözleşmeyi daha iyi ifade edecek bir kavramdır.” Ünal: s.591.

birlikte ihraç fiyatı, miktarı ile halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması, izahname ve kayıt başvurusu için sunulacak diğer bilgi ve belgelerin hazırlanarak Kurul'a başvuruda bulunulması, bu belgelerde yer alacak bilgilerin doğruluğunun sağlanmasını teminen her türlü danışmanlık hizmetinden yararlanılması, konsorsiyum oluşturulması, gişe hizmetleri vermek üzere bir satış grubu oluşturulması, talep toplanması halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışına ve tanıtımına yönelik olarak yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi ve satışın organize edilmesi gibi kurumsal finansman faaliyetlerinin yürütülmesi ve benzeri faaliyetler ile aracılık sözleşmesinde belirlenen diğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi halka arza aracılık faaliyeti kapsamında sayılır. Ayrıca halka arza aracılık yetki belgesine sahip kuruluşlar, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi planlanan şirketle ilgili olarak mali ve ekonomik tahliller ile pazar araştırmaları yapılması, ilgili şirketin mali tablolarının sermaye piyasası mevzuatına uygunluğunun sağlanması, ilgili mevzuat çerçevesinde gerekli esas sözleşme değişikliklerinin yapılması, kamuoyuna açıklanacak bilgi ve dokümanların belirlenmesi yönünde çalışmalar yapılması gibi hizmetleri de verebilirler.

Sermaye piyasası araçlarının ihracına ve halka arzına aracılık, Anglo-Sakson hukukunda "underwriting" olarak adlandırılmaktadır. İhraççı ortaklık ile underwriter (aracı kuruluş) arasında bir "underwriting sözleşmesi" imzalanır. Underwriting, aslında aracılık yükleniminin karşılığını oluşturmaktadır. "Underwriting" işleminde, sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılıkta ihraççıya satışın gerçekleşeceğini garanti etmek amacıyla, bir satın alma durumu söz konusudur<sup>288</sup>. SPK'nın gerekçesinde de "underwrite" kavramına yer verilmiştir<sup>289</sup>.

---

<sup>288</sup> **Mayo:** s.19; **Jennings / Marsh / Coffee/ Seligman:** s.89; **Fein,** Melanie L.: Securities Activities of Banks, New York 2004, s.4-23; **Whelan,** William J.: Securities Offerings 2004, What Issuers' & Underwriters' Counsel Need To Know Now, Practising Law Institute, New York 2004, s.359; **Campbell,** Dennis: International Securities Law And Regulation, New York 2005, s.204; **Ünal:** s.593-594; **Berzek,** Ayşe Nur: "Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti", Reha Poroy'a Armağan, İstanbul 1995, s.52.

<sup>289</sup> "İngiltere'de "Underwriter" veya "issuing house", ABD de "Underwriter", "broker", "investment banker" adları altında faaliyet gösteren araçlar, şirketler

Underwriting sözleşmesinde, aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarının satımında riski kendi üstlenir. Bu amaçla aracı kuruluş, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını yatırımcılara satmak üzere, kendi satın alır. İhraç edilen sermaye piyasası araçlarının tamamının satılamaması halinde, taahhüt edilen bedelin ödenmesini ve riski aracı kuruluş üstlenmiş olur<sup>290</sup>.

### III. Halka Arza Aracılık Sözleşmesinin Şekli ve Kapsamı

Halka arza aracılık sözleşmesinin şekline ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu'nda bir düzenleme bulunmamaktadır. Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 41.maddesinin 1. fıkrasında ise sermaye piyasası aracını ihraç eden ile aracı kurum ya da mevduat kabul etmeyen banka arasında akdedilecek yazılı bir aracılık sözleşmesinin imzalanması zorunlu tutulmuştur. Dolayısıyla Kurul, Tebliğ ile halka arza aracılık sözleşmelerinde yazılı şekil şartını getirmiştir.

Aracılık sözleşmesi ile konsorsiyum sözleşmesinin bir arada yapılmak istenmesi halinde ise, her iki sözleşmenin hükümleri, tek sözleşmede birleştirilebilir. Bu halde sözleşme, sermaye piyasası aracını ihraç eden ile konsorsiyum yöneticisi ve konsorsiyuma katılan diğer aracı kurum ve mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından birlikte imzalanır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.41/II).

Halka arza aracılık sözleşmesinin, sermaye piyasası işlemlerinde taşıdığı önem bakımından yazılı şekil şartının aranması gerekir. Ancak yazılı sözleşme şartının Kanun yerine Tebliğ ile getirilmesi yerinde değildir. Borçlar Kanunu'nun 11.maddesine göre sözleşmenin geçerliliği kanunda açıklık olmadığı sürece hiçbir şekle tabi değildir. Dolayısıyla kanuni şekil şartı ancak kanun ile getirilebilecek olup<sup>291</sup>, Tebliğ hükmü ile düzenlenmesi mümkün değildir<sup>292</sup>.

---

tarafından ihraç olunan menkul kıymetlerin halka satışına yardımcı olmaktadır.” Sermaye Piyasası Kanunu Gereğesi

<sup>290</sup> **Mayo**: s.19; **Jennings / Marsh / Coffee/ Seligman**: s.89; **Fein**: s.4-23.

<sup>291</sup> Kurul'un kanun ile düzenlenmesi gereken hususları, tebliğler ile düzenleme yoluna gitmesi kuşku ve sakıncalar doğurması nedeniyle eleştirilmiştir. Tebliğler ile getirilen bu düzenlemeler, karışıklıklara da yol açmaktadır. **Bahtiyar**, Mehmet:

Sermaye Piyasası Kurulu, diğer sözleşmelerin şekil şartını da Tebliğ ile düzenleme yoluna gitmiştir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'n 13.maddesinde aracı kurumların, müşterileriyle alım satıma aracılık, portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, repo-ters repo, türev araçların alım satımına aracılık, kredili menkul kıymet, açığa satış ve menkul kıymetlerin ödünç işlemi yapmaya başlamadan önce, yazılı bir sözleşme yapmak zorunda oldukları düzenlenmiştir. Tebliğ ile yazılı şekil şartının getirilmesi haklı olarak doktrinde eleştirilmiştir<sup>293</sup>.

Yargıtay, vermiş olduğu kararlarda Tebliğ, Yönetmelik ve Genelge gibi Kanun dışındaki düzenleme yolları ile getirilen şekil şartlarının geçerli olmadığı görüşündedir<sup>294</sup>. Ayrıca sözlü olarak yapılan aracılık sözleşmelerinin de geçerli olacağını kabul etmiştir<sup>295</sup>.

Tebliğ ile getirilen yazılı şekil şartının geçerli olmaması sebebiyle, aracılık sözleşmelerinde halen bir şekil şartının bulunmadığı kabul edilmelidir. Ancak

---

“Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğlerine İlişkin Bazı Notlar”, Ankara Barosu Dergisi, Ocak 1996, Y.53, S.1, s.41.

<sup>292</sup> Kılıçoğlu'na göre, “BK.muz geçerlilik şeklinin ancak “kanunda sarahat” halinde söz konusu olabileceğini öngörmüştür. Bunun sonucu olarak bir kurumun çıkardığı Yönetmelik ya da Genelge ile bir sözleşmenin yazılı geçerlilik koşuluna bağlanması mümkün değildir.”. **Kılıçoğlu**, Ahmet: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara 2005, s.73.

<sup>293</sup> **Sumer**, Ayşe: “Portföy Yönetim Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu ve Sorumluluk Davaları”, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan, İstanbul 1998, s.533; **Karakaş**, Tülay: Portföy Yönetim Sözleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2000, s.13; **İnceoğlu**: s.34, **Bahtiyar**, Sermaye Piyasası, s.41. Aksi görüş için bkz. **Karababa**: s.134-135.

<sup>294</sup> “...Bütün bu açıklamalar bir profesyonel futbolcunun yapacağı transfer sözleşmesi yasada şekil şartına bağlanmadığına göre ve sözleşme düzenleme serbestisi ilkesine dayalı hukuk sistemimizde kanun dışında yönetmelik hükümleri ile bir sözleşmenin geçerlilik şartı olan resmi şekle tâbi kılınması da mümkün olmadığından, taraflar arasında transfer döneminden önce haricen yapılmış bir transfer vaadi sözleşmesi BK 22/I madde gereğince geçerli olduğu gibi, bu sözleşmeye konulan cezai şart hükmü de geçerli bulunduğundan, davacı vekilinin bu yöne ilişkin temyiz itirazlarının reddi cihetine gidilmiştir.” (Yargıtay 11. HD, T.1.4.1988, E.204, K.1953) **Uygur**, Turgut: Açıklamalı-İçtihatlı Borçlar Kanunu, Sorumluluk ve Tazminat Hukuku, C.I, Ankara 2003, s.1078.

<sup>295</sup> **Sumer**, Portföy, s.534.



aracılık sözleşmelerinin taşıdığı önem ve yatırımcıların korunması bakımından yazılı şekil şartının aranması yerinde olacağı kanaatindeyiz. Bu sebeple aracılık faaliyetlerinde yazılı şekil şartının Sermaye Piyasası Kanunu'nda bir an evvel düzenlenmesi gerekmektedir<sup>296</sup>.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 41.maddesinin 1. fıkrasında halka arza aracılık sözleşmelerinde yer verilmesi gereken asgari hususların Kurul tarafından belirleneceği düzenlenmiştir. Kurul'un 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında, alım satıma aracılık, türev araçların alım satımına aracılık, yatırım danışmanlığı çerçeve sözleşmeleri ile halka arza aracılık ve konsorsiyum sözleşmelerinde bulunması gereken asgari hususlar belirlenmiştir.

#### **IV. Halka Arza Aracılık Sözleşmesinin Tarafları**

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 41.maddesinde halka arza aracılık sözleşmesinin "sermaye piyasası aracını ihraç eden ile aracı kurum ya da mevduat kabul etmeyen banka arasında" imzalanacağı düzenlenmiştir. Dolayısıyla halka arza aracılık sözleşmelerinin taraflarını, aracı kuruluşlar ile ihraççılar oluşturmaktadır. Her ne kadar Tebliğ hükmünde belirtilmemiş olsa da, ihraççılar yanında, malik oldukları sermaye piyasası araçlarını satmak isteyen gerçek ve tüzel kişiler de aracı kuruluşlar vasıtasıyla halka arzda bulunabilirler.

Aracı kuruluşların halka arza aracılık yapabilmeleri için Kurul'dan "halka arza aracılık yetki belgesi" almış olmaları zorunludur. Halka arza aracılık ancak bu yetki belgesini almış aracı kurumlar ile mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından yapılabilecektir. Mevduat kabul eden diğer bankaların ise halka arza aracılık yapmaları mümkün değildir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.3/III, 5, 38).

Halka arza aracılık, aracı kuruluşların oluşturduğu konsorsiyumlar (underwriters syndicate) tarafından da gerçekleştirilebilir<sup>297</sup>. Aracı kuruluşlar, halka

---

<sup>296</sup> **Sumer**, Portföy, s.534; **İnceoğlu**: s.35.

<sup>297</sup> **Johnson**: s.8; **Mayo**: s.19; **Jennings / Marsh / Coffee/ Seligman**: s.91.

arz edilen sermaye piyasası araçlarının miktarının yüksek olduğu hallerde, riskin dağıtılması ya da Kurul'un belirlediği mali sorumluluğun azami miktarın<sup>298</sup> aşılmasının önlenmesi amacıyla aracılık konsorsiyumu<sup>299</sup> oluşturabilirler.

Aracılık konsorsiyumlarına ilişkin kanuni bir düzenleme getirilmemiştir. Sadece Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 41.maddesi ve devamında bazı düzenlemeler yapılmıştır. Kanuni bir düzenlemenin bulunmaması sebebiyle konsorsiyumlar “adi ortaklık” hükümlerine tabidiler<sup>300</sup>. Ünal, aracılık konsorsiyumunu, adi ortaklıktan daha çok adi ortaklıkla ilgili hükümlerin uygulandığı ve sadece aracı kuruluşların ortak olabildiği “sui generis” bir topluluk olarak nitelendirmektedir<sup>301</sup>.

Aracılık konsorsiyumunun birçok avantajı bulunmaktadır. Aracılık konsorsiyumunda daha fazla potansiyel yatırımcı kitlesine ulaşmak mümkündür. Ayrıca her bir aracı kuruluşun satması gereken sermaye piyasası aracı miktarını azaltır. Böylece hem mali risk, hem de halka arzdan elde edilecek gelirler paylaşılmaktadır<sup>302</sup>. Konsorsiyuma katılanların alacakları komisyon miktarları ve üstlendikleri yükümlülükler ayrı ayrı belirlenir<sup>303</sup>. Konsorsiyuma katılanlar aracılık riskini üstlenmeleri ve verdikleri hizmetler için halka arz fiyatının altında ayrıcalıklı olarak sermaye piyasası aracı satın alabilirler<sup>304</sup>.

---

<sup>298</sup> Aracı kuruluşların, aracılık faaliyetlerinde yüklenebilecekleri azami bir sınır aranmıştır. Bu sınıra ilişkin esasların ise Kurul tarafından düzenleneceği kabul edilmiştir (SPK m.31/II). Kurul'un belirlemiş olduğu azami miktarı aşan halka arzlarda, aracılık konsorsiyumunun oluşturulması zorunlu hale gelmiştir. Böylece tek bir aracı kuruluşun bütün riski üstlenip, sıkıntıya girmesi önlenmek ve böylece yatırımcıların korunması sağlanmak istenmiştir.

<sup>299</sup> Barlas, aracılık konsorsiyumu yerine “emisyon konsorsiyumu” ifadesini kullanmıştır. Emisyon konsorsiyumunu da “saf tedavül konsorsiyumu” ve “üstlenme konsorsiyumu” olarak ikiye ayırmıştır. **Barlas**, Nami: Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul 1998, s.180.

<sup>300</sup> **Yasaman**: s.116; **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**: s.46; **Ünal**: s.599; **Manavgat**: Aracı Kurumlar, s.98; **Barlas**: s.184; **Öztürk**, Pınar: Ortak Girişim ve Uygulanacak Hukuk, İstanbul 2001, s.13; **Berzek**: s.60; **Kütükçü**: s.435.

<sup>301</sup> **Ünal**: s.599.

<sup>302</sup> **Mayo**: s.19.

<sup>303</sup> **Vural**, Güven: Yatırım Ortaklıkları, Ankara 1978, s.14.

<sup>304</sup> **Kütükçü**: s.433.

Konsorsiyum oluşturulması halinde, konsorsiyuma katılan aracı kurumlar ve/veya mevduat kabul etmeyen bankalar arasında yazılı bir konsorsiyum sözleşmesi imzalanır. Halka arza aracılık sözleşmesinin imzalanmasından önce veya sonra konsorsiyum oluşturulması mümkündür. Halka arza aracılık sözleşmesi yapıldıktan sonra, konsorsiyum oluşturulması söz konusu olduğunda, bunun için satışı yapan ihraççının ya da sermaye piyasası araçlarını satan gerçek veya tüzel kişinin onayının alınması zorunludur (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.5, 42/I).

Daha önce de ifade ettiğimiz üzere, halka arza aracılık sözleşmesi ile konsorsiyum sözleşmesi bir arada yapılabilir. Bu durumda her iki sözleşmede yer alacak hükümler, tek sözleşmede birleştirilir. Sözleşme, sermaye piyasası aracını ihraç eden ile konsorsiyum yöneticisi ve konsorsiyuma katılan diğer aracı kurum ve mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından birlikte imzalanır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.5, 41/II). Bu sözleşme ile hem ihraççı ile konsorsiyum, hem de konsorsiyuma katılan aracı kuruluşlar arasındaki ilişkiler düzenlenir.

Konsorsiyumun yönetimi aracı kurum veya mevduat kabul etmeyen bankalardan birisi tarafından üstlenilir<sup>305</sup>. Aracılık konsorsiyumunu Kurul'a, resmi dairelere, sermaye piyasası aracını ihraç edene ve üçüncü kişilere karşı yönetici kuruluş temsil eder (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.5, 42/II). Yönetici, halka arzı yönetmesi sebebiyle ayrıca bir komisyon alır<sup>306</sup>.

Aracılık konsorsiyumundan kaynaklanacak uyuşmazlıklarda, dava konsorsiyuma katılan aracı kuruluşlara karşı açılır. Konsorsiyumda yer alan aracı kuruluşlar arasında müteselsil sorumluluk esastır. Ancak aracılık konsorsiyumlarında her bir aracı kuruluşun sorumluluk miktarı sözleşme ile belirlenip, sınırlandırılabilir<sup>307</sup>. Sorumluluğun müteselsil olmadığı ve her aracı kuruluşun

---

<sup>305</sup> **Mayo**: s.19; **Jennings / Marsh / Coffee/ Seligman**: s.92.

<sup>306</sup> **Kütükçü**: s.433.

<sup>307</sup> ABD hukukunda da aracılık konsorsiyumlarında aracılar arasında kural olarak müteselsil sorumluluk esastır. Ancak bu sorumluluk sözleşme ile sınırlandırılabilir. **Jennings / Marsh / Coffee/ Seligman**: s.90.

sorumluluk sınırının belirlendiği konsorsiyumlarda, davanın bu sorumluluk oranında ilgili aracı kuruluşa açılması gerekir<sup>308</sup>.

## V. Halka Arza Aracılık Sözleşmesi Türleri

Halka arza aracılık, aracı kuruluşların ihraççılara taahhüt ettikleri edimlerin kapsamına göre farklı türlerde olabilmektedir. Aracı kuruluşların taahhüt ettikleri edimlerin kapsamına göre, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 38. maddesinde halka arza aracılık faaliyetinin “en iyi gayret aracılığı” ve “aracılık yüklenimi” şeklinde yapılabileceği düzenlenmiştir. Aracılık yüklenimi de, “bakiyeyi yüklenim”, “tümünü yüklenim” ve “kısmen bakiyeyi/tümünü yüklenim” olmak üzere üç türü bulunmaktadır. SPK'da halka arza aracılığa ilişkin bir ayırım yapılmamıştır. Kanun'un gerekçesinde ise “tam aracılık (Strictunderwriting)”, “en iyi gayret aracılığı (the best effort underwriting)” ve “kesin bağlantı aracılığı (Firm Commitmentunderwriting)” türleri sayılmıştır.

Doktrinde halka arza aracılık sözleşmeleri yüklenimli ve yüklenimsiz olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Aracı kurum sözleşmede satılmayan menkul kıymetleri kendisinin satın alacağını taahhüt etmişse “yüklenimli”, etmemişse “yüklenimsiz” aracılık sözleşmesi söz konusu olur<sup>309</sup>. Ünal ise aracı kurumun satılmayan sermaye piyasası araçlarını almayı taahhüt edip etmemesine bakılmaksızın, bütün bu sözleşmelerin, “aracılık yüklenim sözleşmesi” olduğunu ifade etmiştir<sup>310</sup>.

ABD hukukunda da “underwriting sözleşmesi” değişik şekillerde görülmektedir. Bunlar “best-efforts underwriting”, “stand-by underwriting” (old fashioned, strict underwriting) ve “firm commitment underwriting” olmak üzere üç şekilde yapılmaktadır<sup>311</sup>. Ancak bu sözleşme türlerine uyulması zorunlu değildir. Bu

<sup>308</sup> **Berzek:** s.60; **Yasaman:** s.117-118; Aksi görüş için bkz. **Manavgat:** Aracı Kurumlar, s.100-101.

<sup>309</sup> **Manavgat:** Aracı Kurumlar, s.78; **Karşlı:** s.114-115.

<sup>310</sup> **Ünal:** s.603.

<sup>311</sup> **Gangopadhyay,** Shubhashish: Institutions Governing Financial Markets, Delhi 1997, s.110; **Jennings / Marsh / Coffee/ Seligman:** s.89; **Johnson:** s.121-122.

sözleşmelerdeki edimlerin bir kısmını içeren farklı bir sözleşmenin de yapılması mümkündür<sup>312</sup>.

İhraççı ortaklıklar halka arzlarda sermaye piyasası aracının değerinin olabildiğince yüksek olmasını, bu sayede gerçekleştirilen satıştan iyi bir gelir elde etmeyi hedefler. Aracı kuruluş ise, yüklenim riskini azaltmayı ve satışı kolaylaştırmak için de fiyatı düşük tutmayı ister. Halka arza aracılık sözleşmelerinin imzalanmasında, ihraççı ile aracı kuruluş aracılığın hangi şekilde yapılacağına karar verirken kendi menfaatlerini göz önünde bulundururlar. Ancak taraflar arasındaki anlaşmada ihraççı ortaklığın tercihleri ve öncelikleri belirleyici olmaktadır<sup>313</sup>.

### A. En İyi Gayret Aracılığı Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği

SPK'nın gerekçesinde en iyi gayret aracılığı (best effort underwriting), “menkul kıymetlerin ihraç eden şirket nam ve hesabına satış süresi sonunda satılmayan kısım hakkında taahhüdü tazammun etmeksizin satışı” olarak tanımlanmıştır. En iyi gayret aracılığında aracı kuruluş, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise ihraççıya iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını sağlar (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.38/III). Aracı kuruluş, bunun dışında ihraççıya karşı herhangi bir taahhüt altına girmez.

ABD hukukunda en iyi gayret aracılığı, acentelik olarak görülmüştür. Bu sebeple acentelik aracılığı (agency selling) adı da verilmektedir<sup>314</sup>. En iyi gayret aracılığında, acentelik sıfatıyla bir pazarlama hizmetinin yürütülmesi söz konudur. Aracı kuruluş, bir acente olarak ihraççı nam ve hesabına sermaye piyasası araçlarını bir komisyon karşılığında satmayı üstlenir<sup>315</sup>. Aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının satılmamasından dolayı bir riski üstlenmesi söz konusu değildir. Aracı

---

<sup>312</sup> Ünal: s.604.

<sup>313</sup> Mayo: s.20; Tanör: Halka Arz, s.277.

<sup>314</sup> Vural: s.14.

<sup>315</sup> Mayo: s.19; Poroy / Erem: s.165.

kuruluşun yükümlülüğü sadece ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satışı için elinden gelen her türlü çabayı göstermekten ibarettir<sup>316</sup>.

En iyi gayret aracılığı sözleşmesinde aracı kuruluş, ihraççı nam ve hesabına hareket etmektedir. Bu sebeple en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin hukuki niteliği vekâlet sözleşmesidir<sup>317</sup>. Berzek'e göre aracı kuruluş ile ihraççı arasında vekâlet sözleşmesi bulunmakla birlikte, dış ilişkide doğrudan doğruya temsil söz konusudur<sup>318</sup>. En iyi gayret aracılığı sözleşmesinde aracı kuruluşun kendi adına hareket etmemesi sebebiyle, bu aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğinin komisyon sözleşmesi olduğu söylenemez<sup>319</sup>.

En iyi gayret aracılığının seçilmesinin iki önemli nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ortaklığın tanınmamış veya küçük olmasıdır. Gerek faaliyet konusu, gerekse kârlılığı itibariyle iyi durumda olan, ancak yeni kurulan ve tanınmamış bir ortaklığın sermaye piyasası araçları, tasarruf sahipleri bakımından başlangıçta o kadar cazip bulunmayabilir. Bu tür ortaklıkların sermaye piyasası araçlarının satılmama riski daha fazladır. Aracı kuruluşlar, satılmama riskini ihraççıya bırakarak, sadece sermaye piyasası araçlarının satılması için ellerinden gelen her türlü çabayı göstermeyi üstlenirler<sup>320</sup>.

Diğer önemli neden ise, aracı kuruluşun mali yapısının zayıf olmasıdır. Aracı kuruluşun, sermaye piyasası araçlarının satılmaması halinde riski üstlenerek, satılmayan kısmı kendisinin alabilmesi için güçlü bir mali yapıya ve yeterli nakde ihtiyacı vardır. Aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarının satılmama riskini bu

---

<sup>316</sup> **Mayo:** s.19; **Jennings / Marsh / Coffee/ Seligman:** s.90; **Vural:** s.14; **Ünal:** s.606; **Yasaman:** s.110.

<sup>317</sup> **Berzek:** s.57; **Sumer:** s.83; **Acar,** Faruk: "Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi", Prof. Dr. Vecdi Aral'a Armağan, Kocaeli 2001, s.320; **Tanör:** s.285.

<sup>318</sup> **Berzek:** s.57.

<sup>319</sup> İnceoğlu'na göre en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin aracı kuruluşun ihraççı nam ve hesabına hareket etmesi halinde vekâlet, kendi namına ihraççı hesabına hareket etmesi halinde ise komisyon sözleşmesi niteliği taşımaktadır. Ancak komisyon sözleşmesine ilişkin hükümlerin, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde uygulama alanı bulması fazla olanaklı değildir. Bu hususta bkz. **İnceoğlu:** s.80-81; 86.

<sup>320</sup> **Mayo:** s.20; **Poroy / Erem:** s.165; **Tekinalp:** s.79; **Ünal:** s.606; **Yasaman:** s.110.

nedenle göze alamıyorsa, elde edeceği komisyonun daha az olmasına rağmen, en iyi gayret aracılığını tercih edecektir<sup>321</sup>.

En iyi gayret aracılığı, genellikle az tanınmış ihraççıların küçük miktarlı halka arzlarında görülür<sup>322</sup>. Aracı kuruluş, ihraççı nam ve hesabına hareket eder. Sermaye piyasası araçlarının satışı için elinden gelen her türlü çabayı göstermesine karşın satılmama riski doğacak olursa, satılmayan kısmı ihraççıya iade eder. Bazen satılmayan sermaye piyasası araçlarını almayı üçüncü bir kişi üstlenebilir. Böyle bir durumda aracı kuruluş, satılmayan kısmı bu kişiye satar. Satılan sermaye piyasası araçlarının bedelleri, aracılık sözleşmesinde daha kısa bir süre belirlenmemişse, en geç satış süresini izleyen iş günü sonunda ihraççılara tam ve nakden ödenir<sup>323</sup>.

Aracı kuruluş en iyi gayret aracılığında, sadece pazarlama hizmeti sunmayı ve bunun için gerekli her türlü işlemi yapmayı taahhüt eder. Aracı kuruluş bu çerçevede, ihraç izniyle ilgili işlemleri takip edecek, pazarlama için ön araştırma yapacak, kendi imkânlarını, tecrübesini ve personelinin bir kısmını bu işe tahsis edecektir. Ayrıca danışmanlık ve diğer bürokratik işlemlerin yürütülmesi hizmetlerini de verecektir. Aracı kuruluş, bu faaliyetleri karşılığında bir komisyon ücreti almaya hak kazanır<sup>324</sup>. Ancak aracı kuruluşun bu aracılık türünde hiçbir riski üstlenmemesi sebebiyle, ihraççıdan talep edebileceği komisyon ücreti düşük olacaktır<sup>325</sup>.

Yatırımcıların ve pay sahiplerinin haklarının korunması amacıyla en iyi gayret aracılığı yasaklanabileceği<sup>326</sup> gibi, zorunlu da tutulabilir. Örneğin Seri:I, No:26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 31.maddesinin 3. fıkrasına göre, aracı kuruluşlar portföylerindeki hisse senetlerinin veya kendi hisse senetlerinin hissedarlarınca halka arzında bir

---

<sup>321</sup> **Manavgat:** Aracı Kurumlar, s.65.

<sup>322</sup> **Mayo:** s.20.

<sup>323</sup> **Acar:** s.319; **Sumer:** s.80;

<sup>324</sup> **Karsh:** s.115; **Ünal:** s.607.

<sup>325</sup> **Tanör:** Halka arz, s.278.

<sup>326</sup> **Ünal:** s.607.

konsorsiyum oluşturulması halinde, konsorsiyuma sadece “en iyi gayret aracılığı” esasına göre katılabilirler<sup>327</sup>.

## **B. Aracılık Yüklenim Sözleşmesi**

Aracılık yüklenim sözleşmesinde, aracı kuruluş ihraççıya karşı hem sermaye piyasası araçlarının pazarlanması hem de satılmayanların satın alınması taahhüdüne girmektedir. Aracılık yüklenim sözleşmesinin en önemli özelliği, aracı kuruluşun halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının satılmama riskini üstlenmesidir. Aracı kuruluşun bu riski üstlenme şekline göre de aracılık yüklenim sözleşmesinin türleri söz konusudur. Kurul’un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği’nin 38.maddesinde aracılık yüklenim sözleşmesi “bakiyeyi yüklenim”, “tümünü yüklenim” ve “kısmen yüklenim” olmak üzere üç şekilde görülmektedir.

Aracı kuruluşların bakiyeyi yüklenmeleri yasaklanabileceği gibi, zorunlu da kılınabilmektedir. Örneğin Seri:I, No:26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 31.maddesinin 3. fıkrasına göre, aracı kuruluşlar portföylerindeki hisse senetlerinin veya kendi hisse senetlerinin hissedarlarınca halka arzında aracılık yükleniminde bulunamazlar.

Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ’in 5, 6 ve Ek 1.maddelerine göre ise halka açık olmayan ortaklıkların yapacakları sermaye artırımlarında, yeni çıkarılan hisse senetlerinin halka arzında veya bu ortaklıklarda hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz etmelerinde, aracılık yüklenim zorunluluğu getirilmiştir. Bu yüklenimlerin usul ve şartları ek 1.maddede düzenlenmiştir. Bu Tebliğ’e göre aracılık yüklenim zorunluluğu sadece hisse senetleri halka arz olunmamış ortaklıkların hisse senetlerinin ilk defa halka arzında getirilmiştir. Dolayısıyla halka

---

<sup>327</sup> Aracı kuruluş olarak sadece aracı kurum ve bankalar sermaye piyasasında aracılık faaliyeti yürütebilir. Aracı kurum ve bankaların anonim şirket olarak kurulma zorunlulukları kanun ile düzenlenmiştir (SPK 33/I,a; Bankacılık Kanunu 7/I,a). TTK 329’a göre anonim ortaklıklar, kendi hisse senetlerini temellük edemeyecekleri gibi, rehin olarak da kabul edemezler. Kanaatimizce Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ’in Ek 1. maddesinde de birer anonim şirket olan aracı kuruluşların, kendi hisse senetlerini temellük etmeleri sonucunu doğuracak aracılık yüklenimine izin verilmemiştir.



açık anonim ortaklıkların sermaye artırımını suretiyle, hisse senetlerinin halka arzında bu zorunluluk aranmamıştır.

### 1. Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği

Bakiyeyi yüklenim, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmın tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının aracı kuruluş tarafından, satışı yapan ihraççıya karşı taahhüt edilmesidir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.38/IV,a). Bakiyeyi yüklenim, SPK Gerekçesinde “tam aracılık” (strict underwriting) olarak ifade edilmiştir. ABD Hukukunda bakiyeyi yüklenim aracılığı, “eski moda” (old-fashioned), “emre amade” (stand-by)<sup>328</sup> veya “dar manada aracılık”<sup>329</sup> şeklinde de adlandırılmaktadır.

Bu aracılık türünde belirlenen süre içerisinde sermaye piyasası araçlarının tamamının satılması halinde aracı kuruluşun ihraççıya karşı ayrıca bir yükümlülüğü doğmaz. Sermaye piyasası araçlarının tamamının satılmadığı hallerde, aracı kuruluş satılmayan kısmın tamamının bedelini nakden ihraççıya öder. Aracı kuruluş, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık ettiği gibi, satılmayan kısmı satın almayı da garanti eder.

Satılmayan sermaye piyasası araçlarının bedellerinin satış süresi sonunda tam ve nakden ödenmesi gerekir. Ancak aracı kuruluş bu bedeli öderken, alacağı komisyon bedeli, ücret ve diğer masrafları tenzil edebilir<sup>330</sup>. Ödemenin vadeye bağlanması ya da aynı şekilde yapılması mümkün değildir. Aracı kuruluş, bedelini ödediği sermaye piyasası araçlarını kendi portföyüne alır.

Aracı kuruluşlar, bedellerini tam olarak ödemek zorunda kaldıkları satılmayan sermaye piyasası araçlarını, taksitle diğer yatırımcılara satabilirler. Bunun

---

<sup>328</sup> **Ünal:** s.605; **Manavgat:** Aracı Kurumlar, s.64; **Karşlı:** s.115; **Tekinalp:** s.80.

<sup>329</sup> **Poroy / Erem:** s.165.

<sup>330</sup> **Yasaman:** s.110.

için vadeli satışın aracı kuruluşun likiditesini bozmaması, mali yapının güçlü olması gerekir. Bu hususta Kurul, gerekli önlemleri almaya yetkilidir<sup>331</sup>.

Bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin hukuki niteliğinin belirlenmesinde, doktrinde<sup>332</sup> aracı kuruluşun kimin nam ve hesabına hareket ettiğine göre bir ayırım yapılmaktadır. Aracı kuruluşun, ihraççı nam ve hesabına hareket etmesi halinde vekâlet sözleşmesinin, kendi namına ihraççı hesabına hareket etmesi halinde ise komisyon sözleşmesinin bulunduğu ileri sürülmüştür.

Ünal'a göre bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde iki tür edim söz konusudur. Birincisi ihraççı, aracı kuruluşa ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının pazarlanması hususunda vekâlet vermektedir. İkincisi ise taliki şarta bağlı bir alım satım vaadinde bulunmaktadır. Aracı kuruluşun satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın almayı taahhüt etmesi, aynı zamanda garanti sözleşmesinin özel bir türü olan üçüncü kişinin edimini taahhüt niteliği taşımaktadır<sup>333</sup>.

Manavgat, aracı kuruluşun verdiği satın alma taahhüdünü, vekâlet sözleşmesinin içinde yer alan yan teminat yükümlülüğü olarak değerlendirmektedir. Satın alma taahhüdünün vekâlet sözleşmesi içerisinde yer alan yan yükümlülük olması sebebiyle, burada garanti sözleşmesinden söz edilemeyecektir. Satın alma taahhüdüne esas sözleşmeye ilişkin kuralların yanı sıra, gerektiğinde tamamlayıcı olarak bu sözleşmenin niteliği ile bağdaşan, özellikle satın sözleşmesine ilişkin hükümlerin de uygulanması gerekmektedir<sup>334</sup>. Manavgat, vekâlet sözleşmesi ile satın alma taahhüdü birbirinden bağımsız sözleşmeler olarak kabul edilseler dahi, aralarındaki bütünlük göz önünde tutularak, ancak bileşik sözleşme<sup>335</sup> çerçevesi içinde düşünülebileceğini belirtmiştir<sup>336</sup>.

---

<sup>331</sup> **Yasaman:** s.111.

<sup>332</sup> **Acar:** s.320; **Berzek:** s.81; **Yasaman:** s.114; **Sumer:** s.83.

<sup>333</sup> **Ünal:** s.664.

<sup>334</sup> **Manavgat:** Aracı Kurumlar, s.86; aynı yönde bkz. **Yasaman:** s.115; **Berzek:** s.57,58.

<sup>335</sup> Bileşik sözleşme, kanunda düzenlenmiş farklı iki veya daha çok sözleşme tipinin, niteliklerinde bir değişiklik olmaksızın, bütün olarak yeni bir sözleşmede taraflarca bir araya getirilmesidir. Bileşik sözleşmelerde yer alan sözleşme tiplerinin her biri

İnceoğlu'na göre ise, satılamayan sermaye piyasası araçlarının satın alınması taahhüdünün sözleşmenin asli bir edimi kabul edilmesi halinde, böyle bir yükümlülüğün kanunun öngörmediği bir şekilde düzenlenmesi sebebiyle, bakiyeyi yüklenim sözleşmesi atipik, karma bir sözleşmedir<sup>337</sup>. Bizim de katıldığımız bu görüşe göre, vekâlet sözleşmesi ile alım satım sözleşmesinin bütünü değil, bazı unsurları ayrı bir sözleşmede bir araya getirilmektedir. Karma sözleşmelere hangi hükümlerin uygulanacağı hususu tartışmalı olmakla birlikte, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin tamamına vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması yerinde olacaktır<sup>338</sup>.

## 2. Tümenü Yüklenim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği

Tümenü yüklenim, aracı kuruluşun, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının bedellerini satış başlamadan önce tam ve nakden ödemek suretiyle tamamını satın almayı ve daha sonra kendi nam ve hesabına halka satmayı ihraççı ortaklığa taahhüt etmesidir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.38/IV,b). Tümenü yüklenim, SPK Gerekçesinde “kesin bağlantı aracılığı” (Firm Commitment Underwriting) olarak da ifade edilmiştir.

---

diğeriyle bağlantılı olmakla birlikte bağımsızlıklarını da korurlar. **Yavuz**, Cevdet: Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, İstanbul 2007, s.19; **Zevkliler**, Aydın: Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Ankara 2004, s.45; **Aral**, Fahrettin: Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Ankara 2006, s.54; **Tandoğan**, Haluk: Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, C.I/1, İstanbul 1990, s. 75-76; **Feyzioğlu**, Necmettin Feyzi: Borçlar Hukuku, İkinci Kısım, Akdin Muhtelif Nevileri, C.I, İstanbul 1980, s.62.

<sup>336</sup> Kanaatimizce bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin bileşik sözleşme olarak değerlendirmek mümkün değildir. Bileşik sözleşmeden söz edilebilmesi için vekâlet sözleşmesi ile alım satım sözleşmesinin (şarta bağlı dahi olsa) bağımsızlıklarını koruyarak yeni bir sözleşme oluşturmaları gerekir. Halbuki vekâlet ve alım satım sözleşmelerinin sadece bazı unsurları tek bir sözleşmede bir araya getirilmektedir. Aynı yönde bkz. **İnceoğlu**: s.85.

<sup>337</sup> Karma sözleşme, kanunlarda düzenlenmiş sözleşme tiplerine ilişkin bazı unsurların, kanunun öngörmediği biçimde bir araya toplayarak oluşturulan sözleşmedir. Karma sözleşmeler, unsurlarını taşıdıkları kanunda düzenlenmiş sözleşme tiplerinden bağımsız bir sözleşme niteliği taşırlar. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **Kuntalp**, Erden: Karışık Muhtevalı Akit, Ankara 1971, s. 102.

<sup>338</sup> **İnceoğlu**: s.85-87.

Aracı kuruluş ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının tamamını satın alarak, ihraççının bu ihraçtan elde etmeyi hedeflediği finansmanı karşılar. Aracı kuruluş, söz konusu sermaye piyasası araçlarının satış riskini tamamen kendi üzerine alır. Aracı kuruluşun üstlendiği riskler içinde, halka arz için bekleme süresi riski ile sermaye piyasası araçlarının fiyatlanması ve pazarlanması riskleri bulunur. Bekleme süresi riski, sermaye piyasası araçlarının halka arzı için gerekli belgelerin hazırlanması aşamasında ve bunların Kurul kaydına alınması sürecinde geçen sürede ekonomik ve sektörel olumsuz gelişmelerin etkisidir. Aracı kuruluşun satın aldığı sermaye piyasası araçlarını istediği kâr marjıyla satamaması veya hiç satamaması, fiyatlamaya ve pazarlamaya ilişkin risklerdir. Yeterli sermayesi bulunmayan aracı kuruluşun, aracılık yüklenim taahhüdünü yerine getirmek amacıyla borçlanması ve ciddi mali sıkıntıya düşmesi riski de bulunmaktadır<sup>339</sup>. Piyasa koşullarının değişmesi, beklenmedik pazarlama ve tanıtım sorunlarının ortaya çıkması, ulusal veya uluslararası olumsuz ekonomik gelişmelerin yaşanması gibi başkaca riskler de görülebilir<sup>340</sup>.

Bir aracı kuruluşun, tek başına bu riskleri göze alamadığı halka arzlarda, aracılık konsorsiyumları oluşturulur. Riskin daha yüksek olması sebebiyle, aracılık konsorsiyumları en çok tümünü yüklenim sözleşmelerinde görülür. Böylece risk aracı kuruluşlar arasında paylaşılır<sup>341</sup>.

Tümünü yüklenim sözleşmelerinde genellikle bir veya birkaç aracı kuruluş ihraççıyla anlaşarak, taahhüt altına girer. Daha sonra diğer aracı kuruluşlarla da anlaşma yapılarak senetlerin halka arzı sağlanır. Aracı kuruluşların hangi oranda ücret alacakları kendi aralarında belirlenir<sup>342</sup>.

Aracı kuruluş, tümünü yüklenim sözleşmesinde ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını ihraççı ile anlaştıkları değer üzerinden kendi portföyüne alır. Aracı

---

<sup>339</sup> **Uludağ**, Dilek Türker: Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 2001, s.107.

<sup>340</sup> **Manavgat**: Aracı Kurumlar, s.65.

<sup>341</sup> **Tekinalp**: s.80.

<sup>342</sup> **Poroy / Erem**: s.165.

kuruluşun üstlenmiş olduğu riskin büyüklüğü nedeniyle ihraççıya ödeyeceği bedel de o denli düşük ve uygun olur. Daha sonra kendi nam ve hesabına istediği fiyattan satışa sunar. Aracı kuruluş, belli bir süreye uyması gerekmeksizin istediği zaman satış yapabilir. Ayrıca, almış olduğu sermaye piyasası araçlarının tamamını da satmak zorunda değildir<sup>343</sup>.

Doktrinde tümünü yüklenim sözleşmelerinin gerçek anlamda aracılık niteliğinde olmadığı ifade edilmektedir. Çünkü bu alım satımdan elde edilecek menfaat, bir kurtaj ücreti değildir. Aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarının alım ve satımından kaynaklanan fiyat farklılığından kazanç elde etmektedir<sup>344</sup>. Dolayısıyla aslında bir aracılık sözleşmesinin olmadığı, sadece alım satım veya alım satım vaadi sözleşmesinin söz konusu olduğu belirtilmektedir<sup>345</sup>.

Tümünü yüklenim sözleşmesinde aracı kuruluş, her ne kadar Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının bedellerini satış başlamadan önce tam ve nakden ödemek suretiyle tamamını satın almayı taahhüt etse de, aynı zamanda satın aldığı bu sermaye piyasası araçlarını halka tekrar satmayı da taahhüt etmektedir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.38/IV,b). Dolayısıyla aracı kuruluş, ihraççı ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası araçlarının alım satımına vesile olmakta, dolaylı da olsa yine aracılık yapmaktadır. Aracı kuruluş, tümünü yüklenimde kendi nam ve hesabına alıp satarken, yatırım amacıyla değil, ticari amaçla hareket etmektedir. Tümünü yüklenim sözleşmesinde, aracı kuruluş aynı zamanda halka arza yönelik çalışmalar yapmakta, Kurul'a yapılacak başvuruda danışmanlık hizmetleri vermekte ve konsorsiyum oluşturmaktadır. Aracı kuruluşun bu işlemleri bir bütün olarak aracılık faaliyeti kapsamında değerlendirilmelidir.

Aracı kuruluşun kendi nam ve hesabına hareket etmesi, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının tamamının bedelini tam ve nakden ödemekte ve sonra bunları yatırımcılara satması nedeniyle, doktrinde<sup>346</sup> tümünü yüklenim sözleşmesine,

---

<sup>343</sup> **Tanör:** Halka Arz, s. 278-279; **Ünal:** s.608.

<sup>344</sup> **Tanör:** Halka Arz, s.279.

<sup>345</sup> **Ünal:** s.608; **Manavgat:** Aracı Kurumlar, s.65; **İnceoğlu:** s. 27.

<sup>346</sup> **Acar:** s.320; **Yasaman:** s.114; **Ünal:** s.663;

alım ve satım sözleşmesi hükümlerinin uygulanacağı kabul edilmektedir. Tümünü yüklenim sözleşmesine ilişkin sermaye piyasası mevzuatında bir hüküm bulunmadığında, Borçlar Kanunu'nun menkul malların satışına ilişkin hükümler uygulanacaktır.

İnceoğlu'na göre tümünü yüklenim sözleşmelerinde inançlı bir işlem söz konusudur. İhraççının sermaye piyasası araçlarını aracı kuruluşa satmasının nihai amacı, halka arzın gerçekleştirilmesidir. Bu sebeple her ne kadar aracı kuruluş ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını tamamen ve nakden satın almış olsa da, aslında halka arza aracılık amacıyla hareket etmektedir. Ancak tümünü yüklenim sözleşmesinde görülen inanç anlaşması sui generis bir sözleşme niteliği taşımaktadır<sup>347</sup>.

Kanaatimizce tümünü yüklenim sözleşmesi, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinde olduğu gibi karma bir sözleşme niteliği taşımaktadır. Çünkü bu sözleşmelerde aracı kuruluş, sadece ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını satın almamakta, aynı zamanda halka arza yönelik çalışmalar yapmakta, Kurul'a yapılacak başvuruda danışmanlık hizmetleri vermekte ve konsorsiyum oluşturulması gibi halka arz aşamasında bazı işlemleri yürütmeyi de üstlenmektedir<sup>348</sup>. Bu yükümlülükler de

---

<sup>347</sup> İnceoğlu: s.89-91.

<sup>348</sup> Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 38. maddesinin 5. fıkrasına göre, "Sermaye piyasası araçlarının halka arzedilmesi ile ilgili olarak ihraççı ve/veya hissedar ile birlikte ihraç fiyatı, miktarı ile halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması, izahname ve kayıt başvurusu için sunulacak diğer bilgi ve belgelerin hazırlanarak Kurul'a başvuruda bulunulması, bu belgelerde yer alacak bilgilerin doğruluğunun sağlanmasını teminen her türlü danışmanlık hizmetinden yararlanılması, konsorsiyum oluşturulması, gişe hizmetleri vermek üzere bir satış grubu oluşturulması, talep toplanması halka arzedilecek sermaye piyasası araçlarının satışına ve tanıtımına yönelik olarak yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi ve satışın organize edilmesi gibi kurumsal finansman faaliyetlerinin yürütülmesi ve benzeri faaliyetler ile aracılık sözleşmesinde belirlenen diğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi halka arza aracılık faaliyeti kapsamında sayılır. Bunlara ek olarak halka arza aracılık yetki belgesine sahip kurumlar, sermaye piyasası araçlarının halka arzedilmesi planlanan şirketle ilgili olarak mali ve ekonomik tahliller ile pazar araştırmaları yapılması, ilgili şirketin mali tablolarının sermaye piyasası mevzuatına uygunluğunun sağlanması, ilgili mevzuat çerçevesinde gerekli esas sözleşme değişikliklerinin yapılması, kamuoyuna açıklanacak bilgi ve

tümünü yüklenim sözleşmesinin birer unsurunu oluşturmaktadır. Dolayısıyla tümünü yüklenim sözleşmesi, hem satım sözleşmesinin hem de vekâlet sözleşmesinin unsurlarını içermektedir<sup>349</sup>.

Bazı hallerde tümünü yüklenim zorunlu tutulmuştur. Seri:I, No:26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin Ek 1.maddesinin 7. fıkrasına göre halka arz tutarı 23 milyon Yeni Türk lirasının ve halka arz oranı %25'in altında olan bir ihraççı için aracılık yüklenimi tutarı, satışa arz edilen hisse senetlerinin tamamını içerir. Bu halde tümünü yüklenimin zorunlu olduğu görülmektedir.

### **3. Kısmen Yüklenim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği**

Aracılık yüklenim sözleşmesinin belli bir türde yapılması zorunlu değildir. Kısmen bakiyeyi ya da tümünü yüklenim de mümkündür. Kısmen yüklenime ilişkin düzenleme Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 38.maddesinin 4. fıkrasının c bendinde getirilmiştir. Kısmen bakiyeyi yüklenim, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayanların bir kısmının, bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının ihraççı ortaklığa karşı taahhüt edilmesidir. Kısmen tümünü yüklenim ise, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının ihraççı ortaklığa karşı üstlenilmesidir.

Kısmen yüklenime ve miktarlarına ilişkin Seri:I, No:26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına Ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin Ek 1.maddesinde düzenleme yapılmıştır. Bu maddede halka arz oranları ve tutarlarına göre, zorunlu tutulan kısmen yüklenim miktarları farklı olarak belirlenmiştir. Esas sermaye sisteminde bulunan şirketlerin sermaye artırımları suretiyle yapılan halka

---

dokümanların belirlenmesi yönünde çalışmalar yapılması gibi faaliyetleri de yürütebilirler.”.

<sup>349</sup> Aynı yönde bkz. **İnceoğlu**: s.91,92.

arzlarında, aracılık yüklenimi dışında kalan kısım için SPK'nın 7 nci maddesi uyarınca satın alma taahhünamesi istenir.

Kısmen yüklenim sözleşmesi, diğer yüklenim sözleşmelerinde olduğu gibi çeşitli sözleşme tiplerine ait unsurları içermesi sebebiyle karma bir sözleşme niteliği taşımaktadır. Bu sözleşmeye de diğerlerinde olduğu gibi vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması gerekmektedir<sup>350</sup>.

## **VI. Halka Arza Aracılık İşlemlerinde Yatırımcının Korunması**

Aracı kuruluşlar, halka arza aracılık faaliyetlerinde ihraççılar ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası araçlarının satışını sağlamaktadır. Her ne kadar halka arza aracılık sözleşmesi aracı kuruluşlar ile ihraççılar arasında imzalanırsa da, bu faaliyetten doğrudan veya dolaylı olarak yatırımcılar etkilenmektedir. Bu sebeple halka arza aracılık sözleşmelerinde üçüncü kişi konumunda bulunan yatırımcıların korunması önem arz etmektedir.

Halka arza aracılık faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler incelendiğinde, çoğu hükmün yatırımcıların korunması amacıyla getirildiği görülmektedir. Bu düzenlemeler içerisinde kamunun aydınlatılması en önemli yeri almaktadır. Sermaye piyasası araçları ve bunları ihraç eden ortaklıklar hakkında ortaya çıkan bilgiler, yatırımcıların alacakları kararlarda belirleyici olmaktadır. Yatırımcıların yanlış tercihlerde bulunmalarının ve zarara uğramalarının önlenmesi bakımından kamunun aydınlatılması önem taşımaktadır.

Halka arzın sağlıklı işlemesi ve başarılı olması için de kamunun aydınlatılması zorunludur. Kamunun yeterince aydınlatılmaması, halka arzın başarısını olumsuz etkileyerek ihraççı ortaklığın sermaye piyasası araçlarının değer kaybetmesine yol açabilir. Böyle bir durumda ortaklığın satılmış sermaye piyasası araçlarını ellerinde bulunduran yatırımcılar telafisi güç zararlara uğrayabilir.

---

<sup>350</sup> **İnceoğlu:** s.93.



Halka arza aracılık faaliyetlerinde yatırımcıların korunması bakımından, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının ve satış yöntemlerinin belirlenmesi, ihraç sırasında aracı kuruluş personelinin sahip oldukları bilgileri kötüye kullanmalarının önlenmesi gibi hususlar da önem taşımaktadır. Bu hususlarda aracı kuruluşlara, yatırımcılara karşı bazı sorumluluklar yüklenmiştir.

## **A. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü**

### **1. Genel Olarak**

Yatırımcılar, yatırım kararı alırken seçecekleri ortaklık ve sermaye piyasası araçlarında doğru karar vermek isterler. Sermaye piyasası araçları ve bunları ihraç eden ortaklıklar hakkındaki bilgiler, yatırımcıların risk-getiri değerlendirmesi yapmalarında ve yatırım kararlarını almalarında belirleyici olmaktadır. Bu sebeple ihraççıların mali durumlarına ve idari yapılarına ilişkin bilgilerin tam, doğru ve dürüst bir şekilde açıklanması zorunludur.

Sermaye piyasası araçlarının ihracında ihraççılar, bazı bilgileri kamuya açıklamayabilir. Böyle bir durumda ihraççı ortaklığı iyi tanıyan ve kamuya açıklanmamış olumlu veya olumsuz bilgilere sahip olanlar, kötü niyetli hareket ederek bir takım menfaatler elde edebilir, diğer yatırımcıların zararına neden olabilirler. Bu sebeple de yatırım kararlarının alınmasında belirleyici olacak bilgilerin tam ve zamanında kamuya açıklanması gerekir.

Burada ihraççıyla ilgili bütün bilgilerin açıklanması gerekip gerekmediği sorusu akla gelmektedir. İhraççı ortaklığa ait bilgilerin bazıları vardır ki bunlar ticari sır niteliği taşırlar. Ticari sır niteliği taşıyan bu tür bilgilerin açıklanması, rakip ortaklıkların bundan haksız faydalanmasına ve ihraççı ortaklığın zarar görmesine de neden olabilir. Ayrıca bazı bilgilerin açıklanması yatırımcılar bakımından yanlış ve olumsuz algılamalara neden olabilir. Dolayısıyla ihraççıyla ilgili bütün bilgilerin açıklanması yanıltıcı veya sakıncalı da olabilir<sup>351</sup>.

---

<sup>351</sup> **İnceoğlu:** s.129.

Kamuya açıklanacak bilgilerin tespitinde bunların yatırımcıların yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerlerini etkileyebilecek nitelikte olup olmaması önem taşımaktadır. Yatırım kararlarını veya sermaye piyasası araçlarının değerlerini etkileyebilecek ihraççıyla ilgili her türlü bilginin kamuya açıklanması zorunludur<sup>352</sup>. Bu hususta Kurul çıkarmış olduğu Tebliğler ile kamuya açıklanması gerekli bilgilerin neler olması gerektiğini ayrıca düzenlemiştir<sup>353</sup>.

## 2. Kamuyu Aydınlatma Araçları

Kamuyu aydınlatma<sup>354</sup> araçları izahname, sirküler, ilan ve reklâmlardır. İzahname bunlar içerisinde en önemli kamuyu aydınlatma aracıdır. İzahname, “sermaye piyasası araçlarının ihracında veya halka arzında ortaklıklarca, halkı şirket ile ilgili sermaye piyasası aracı hakkında bilgilendirmek amacıyla düzenlenen, halka arz öncesinde ticaret sicili gazetesinde ilan edilerek, satış merkezlerinde tasarruf sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulması gereken belgedir”<sup>355</sup>. Sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasından sonra izahnamenin ticaret siciline tescil ettirilmesi gerekir (SPK 6/I). Tescil, sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasına ilişkin kayıt belgesi tarihinden itibaren onbeş gün içinde, ortaklık merkezinin bulunduğu yerin Ticaret Siciline yaptırılır. Ayrıca Türkiye Ticaret Sicili

---

<sup>352</sup> **İnceoğlu:** s.129.

<sup>353</sup> Bu tebliğler içerisinde Seri:VIII, No:39 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği kamuyu aydınlatma amacıyla çıkarılmıştır. Tebliğ’in 1.maddesinde “Bu Tebliğin amacı, tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini temin etmek suretiyle sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamak” olduğu belirtilmiştir.

<sup>354</sup> Kamuyu aydınlatma şekli ve maddi olmak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir. Şekli anlamıyla kamuyu aydınlatma, sermaye piyasası araçları ve bunları ihraç edenler hakkındaki bilgilerin yayınlanması, bildirilmesi, ilan ve tescil edilmesini içermektedir. Maddi anlamda kamuyu aydınlatma ise, açıklanan bilgilerin içeriğinin doğru ve dürüst bir görünüm içermesi ve anlaşılabilir açıklıkta olmasıdır. SPK’nın 5/III, 7/II ve 16/II hükümlerinde maddi anlamda kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler getirilmiştir. **Yanlı, Veliye:** Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s.106-108; **Pahlı, Ali:** Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, İstanbul 2004, s.168; **İhtiyar:** s.119-120.

<sup>355</sup> **Akbulak, Sevinç/Akbulak, Yavuz:** Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s.484.

Gazetesinde de ilan ettirilir. Bu sayede yatırımcılar, halka arz edilen sermaye piyasası araçları ve bunların ihraç eden ortaklıklar hakkında bilgilendirilmiş olurlar.

İzahnamede açıklanması gereken bilgilerin kapsamı Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir (SPK 6/I). İzahnamede ihraççı ortaklığı tanıtıcı bilgiler ile mevcut ve satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarına, bunların satış esaslarına, mali duruma ve izahnameyi imzalayan kişilere ilişkin bilgiler yer alır. İzahnamenin hazırlanmasında Kurul'un gösterdiği örnek metinlerin kullanılması gerekir.

İzahnamede açıklanan bilgilerin bu konuda uzman olmayan yatırımcıların dahi anlayabileceği nitelikte olması gerekmektedir. Açıklanan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtması zorunludur. İzahnamede yer alan bilgilerin bu özelliklerde olup olmadığı Kurul uzmanları tarafından incelenir. Yatırımcının istismarına yol açacak nitelikte, eksik, yanıltıcı ve anlaşılır olmayan bilgilerin tespiti halinde Kurul, ilgili sermaye piyasası araçlarını Kurul kaydına almaktan kaçınabilir. Sermaye piyasası araçları Kurul kaydına alınması, bu izahnamedeki bilgilerin doğruluğu hususunda mutlak karine de teşkil etmez<sup>356</sup>.

İzahnamenin ticaret siciline tescil ettirilmesi ve ticaret sicili gazetesinde ilan edilmesi kamunun aydınlatılması bakımından yeterli görünmemektedir. Tescil ve ilan sonucunda yatırımcılar ya ticaret siciline giderek izahnameyi incelemek ya da ticaret sicili gazetesindeki ilanı takip etmek zorundadırlar. Bu ise kamunun aydınlatılması bakımından pratik bir yol değildir. Hâlbuki yatırımcının gerekli tüm bilgileri en kısa zamanda ve en kolay şekilde elde etmesi gerekmektedir<sup>357</sup>. Dolayısıyla kamunun aydınlatılması bakımından büyük önem taşıyan izahnamenin yatırımcının eline geçmesi şarttır<sup>358</sup>. Ayrıca sermaye piyasası araçlarının satış

---

<sup>356</sup> **Bilgili**, Fatih: Publizitätspflichten von Aktiengesellschaften nach dem türkischen Kapitalmarktrecht –Vergleich und Hinweise auf die deutsche Lösung-, Frankfurt 2000, s.66.

<sup>357</sup> **Ansay**, Tuğrul: “Amerikan Anonim Ortaklıklarının İç Yüzü”, BATİDER 1978, C.IX, s.981; **Kabaalioğlu**: s.156,159; **Kabaalioğlu**, Haluk A.: “Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi”, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, S.43-44, Şubat-Mayıs 1986, s.39; **İhtiyar**: s.123.

<sup>358</sup> **Kabaalioğlu**: s.156; **İhtiyar**: s.123; **Somer**: s.75.

teklifinin yapıldığı anda, izahname yatırımcıya ulaşmış olmalıdır<sup>359</sup>. Aksi halde yatırımcı yatırım kararını sağlıklı veremeyecek, kamuyu aydınlatma mekanizması gereği gibi işlemeyecektir<sup>360</sup>.

İzahnamenin yatırımcılara teslimine ilişkin olarak Seri:I, No:26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nin 23.maddesinin son fıkrasına göre, “Ortaklıklar ve varsa satışa aracılık eden kuruluşlar, ön talep toplama yerlerinde ön izahnameden, satış yerlerinde Kurul’ca onaylanmış izahnameden yeterli sayıda bulundurarak talep edenlere vermek zorundadırlar.”. İhraççının veya aracı kuruluşun izahnameyi teslim ederken, yatırımcıdan teslimine ilişkin bir makbuz almaları gereklidir. Yatırımcının izahname almak istememesi halinde dahi bir makbuz düzenlenmesi şarttır<sup>361</sup>.

Kamuyu aydınlatma araçlarından bir diğeri ise sirkülerdir. Sirküler, gerek izahnamede yer alan, gerekse sermaye piyasası araçlarının satış işlemlerine ilişkin bilgileri içeren ve yatırımcıları satın almaya çağıran bir duyurudur. Yeni pay alma hakkının kullandırılması halinde “yeni pay alma sirküleri” ilan edilir. Yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa, izahnamenin tescilinden itibaren 15 gün içinde “tasarruf sahipleri sirküleri” çıkarılır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.18, 19). İzahname bir bilgilendirme aracı olmasına karşın, sirküler bir duyuru aracı niteliğindedir<sup>362</sup>.

İzahnamenin tescil ve ilanından sonra ihraççıyla ilgili bilgilerde bir takım değişiklikler ortaya çıkabilir. Yatırımcıların yapacakları tercihlerde bu değişikliklerden haberdar olunması da önem taşımaktadır. Zira ortaya çıkan

---

<sup>359</sup> Uygulamada ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edilen izahname, halka arz sırasında İMKB’nin web sayfasında da yatırımcıların incelemesine açık tutulur. İhraççı ortaklıkla ilgili bilgiler İMKB’nin web sayfasında sürekli yayımlanır.

<sup>360</sup> **Kabaalioğlu**: s.156; **Kabaalioğlu**, Haluk A.: “Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu”, BATİDER 1980, C.X, S.3, s.776; **İhtiyar**: s.123-124.

<sup>361</sup> **Kütükçü**: s.477.

<sup>362</sup> **Bahtiyar**, Mehmet: Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul 1996, s.111; **Akbulak/Akbulak**: s.486; **Karslı**: s.59; **Kabaalioğlu**: s.172; **İhtiyar**: s.141.

değişiklikler, izahnamedeki eski bilgilerin yanlış ve yanıltıcı hale gelmesine sebep olabilir. Dolayısıyla izahnamedeki bilgilerin güncellenmesi ve değişikliklerin bir an evvel yatırımcılara iletilmesi gereklidir. Bu amaçla ihraççılara, izahnameyle halka açıklanan konulardaki değişiklikleri en geç on gün içinde Kurul'a bildirilmesi yükümlülüğü getirilmiştir (SPK 10/I). Ayrıca izahnamede yer alan bilgilerde ortaya çıkan değişiklikler, ticaret siciline tescil ve ticaret sicili gazetesinde ilan edilmelidir (SPK 6, 10/III).

Değişikliklere ilişkin bildirimün şekil ve esasları Kurul'un Seri:I, No:26 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"nde gösterilmiştir. Tebliğin 25.maddesine göre, "İzahname ve sirkülerle, halka açıklanan konularda satışa başlamadan veya satış süresi içinde ortaya çıkan, bildirilmemesi halinde yatırımcının zararına neden olabilecek değişikliklerin ve yeni hususların, ortaklık tarafından bunların öğrenildiği tarihte her durumda satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde satış durdurularak veya satışın aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapıyor olması halinde satışı yapan aracı kuruluşların satışı durdurmaları sağlanarak yazılı şekilde en seri haberleşme vasıtasıyla Kurula bildirilmesi zorunludur."

SPK 10'da düzenlenen on günlük değişikliklerin bildirilmesi süresi, Tebliğ'de kaldırılarak, derhal bildirim yükümlülüğü getirilmiştir. Kamuyu aydınlatma ilkesinin işlerliğinin sağlanması bakımından derhal bildirim yükümlülüğü yerinde bir düzenlemedir. Ancak Kurul, Tebliğ ile Kanun'a aykırı düzenleme yapma yoluna gitmiştir. Kanaatimizce Kanun hükmünün bir an evvel değiştirilerek, Tebliğ'deki şekliyle derhal bildirim yükümlülüğünün düzenlenmesi yerinde olacaktır.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında, ihraççılar el ve duvar ilanlarından, gazete ve dergi duyurularından, radyo ve televizyon yayınlarından da yararlanabilirler. Yayınlanacak ilan ve reklâmların esasları Kurul tarafından belirlenir. Hisse senetlerinin halka arzında yapılacak ilan ve reklâm metinleri, yayım tarihinden en az 2 iş günü önce Kurul'a sunulması zorunludur. Kurul, gerekli

gördüğü takdirde ilan ve reklâm metinlerinde değişiklik yapılmasını isteyebilir. Böyle bir durumda değişiklikler yapılmadan metinler yayınlanamaz (Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ, m.26).

İlan, reklâm ve benzer açıklamalarda sadece izahname ve sirkülerde yer alan bilgilere yer verilebilir. İzahname ve sirkülerdeki bilgilere aykırı bir husus ilan ve reklâmlarda yer alamaz. Ayrıca açıklanan bilgiler yanıltıcı, abartılı ve manipülatif etki doğurucu olmamalıdır. İhraç edilen sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasının resmi bir teminat olarak yorumlanmasına neden olacak reklâm yapılması da yasaklanmıştır. Kurul, yanıltıcı nitelikte gördüğü reklâmların ilanını ve yayınlanmasını engeller (SPK 6/II).

İhraç veya halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunludur (SPK 4/I). Kayıt başvurusuna eklenecek bilgi ve belgeler içerisinde izahname ve sirküler de yer alır. Kurul, kayıt başvurusunda ibraz edilen bilgi ve belgelerin ihraççı ve ihraç edilen sermaye piyasası araçları hakkında gerekli ve yeterli bilgi içerip içermediğini inceler (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.16/I). Kurul, inceleme sonunda bilgi ve belgelerin yeterli ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıttığı kanaatine varırsa, kayıt işlemini yapar. Bilgi ve belgelerin eksik olması halinde ise, Kurul, bunların tamamlanması hususunda bir süre verir. Verilen süre içerisinde eksiklikleri tamamlanmayan başvurular düşer (SPK 5/II). Ayrıca ibraz edilen bilgi ve belgelerin incelenmesi sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, Kurul gerekçe göstererek, başvuru konusu sermaye piyasası aracını kayda alma talebini reddedebilir (SPK 5/III).

Kurul kaydına ilişkin başvurular en çok 30 gün içerisinde sonuçlandırılır. Ancak bilgi ve belgelerdeki eksikliklerin tamamlanması hususunda verilen süreler, 30 günün içinde sayılmaz (SPK 5/IV). Kurul kaydına ilişkin söz konusu süre sınırlaması ile başvurularının hızla sonuçlandırılarak, bilgilerin güncelliğini kaybetmesi önlenmiştir. Yatırımcıların korunması bakımından da bu sınırlama isabetli olmuştur.

### 3. Kamuyu Aydınlatmakla Yükümlü Olanlar

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, asıl olarak ihraççı ortaklığa aittir<sup>363</sup>. Gerek SPK'da, gerekse Kurul tarafından çıkarılan tebliğlerde kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ihraççılara getirilmiştir. SPK 7/II'de izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumlu tutulmuşlardır. SPK 16'ya göre ise ihraççılar, mali tablo ve raporları, belirli şekil ve esaslara, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uygun olarak düzenleme, ayrıca bunları bağımsız denetim raporu ile birlikte Kurul'a gönderip, kamuya duyurmakla yükümlüdürler.

İhraççı ortaklıkların yanında aracı kuruluşların<sup>364</sup> da kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmaktadır. SPK 7/II'de ihraççılar ile birlikte aracı kuruluşların izahname ve sirküleri imzalayacakları belirtilmiştir. Kamuyu aydınlatma hususunda kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlar ortaya çıkacak zararlardan sorumlu tutulmuştur. SPK 9'a göre ise, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışını yapan aracı kuruluşlar, ihraççılar ile birlikte satış sonucu hakkında Kurul'a bilgi vermekle yükümlüdür.

---

<sup>363</sup> Bazı hallerde ihraççıların denetçileri ile sermaye piyasası araçları üzerinde işlem yapan ilgili kişilerin de kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmaktadır(SPK 11/II).

<sup>364</sup> "Kayda alma sisteminin bir parçası olarak, halka arza aracılık eden aracı kuruluşların izahname ve sirküleri, ihraççı ortaklık ve kuruluş ile birlikte imzalaması ve bilgilerin doğruluğundan müteselsilen sorumlu tutulmaları, bu kurumları, uzmanlıklarını daha dikkatli kullanmaya yöneltecek ve yatırımcıların ortaklık ve sermaye piyasası araçları hakkında daha gerçekçi ve güvenilir bilgi edinmelerine yardımcı olacak ve yatırımcının aldatılma riskine karşı koruma alanı genişleyecektir. Piyasanın içinden gelen kuruluşların, piyasalarda güvenli bilgi dağılımını ve sağlıklı işleyişi desteklemeleri bu alanda sorumluluk üstlenmeleri, çözümlerin kamu tarafından sağlanmasının ötesinde piyasanın içinden çıkması, sermaye piyasasının güçlenmesine katkıda bulunacaktır." Sermaye Piyasası Kanunu Gereği m.6.

#### 4. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğüne Aykırılığın Sonuçları

İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtması sebebiyle ortaya çıkacak zararlardan sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ortaklıklar sorumlu tutulmuştur. Bilgilerin doğru olmaması yanında, eksik olması da sorumluluk sebebi sayılmalıdır. İzahname ve sirkülerde açıklanan bilgiler doğru olmalarına rağmen, bazı bilgilerin hiç açıklanmaması halinde yatırımcının yanıltılması söz konusu olabilir. Açıklanmayan bilgiler de izahname ve sirkülerde yer almış olsaydı yatırımcıların farklı kararlar alabilecekleri hallerde, gerçeğin dürüst bir şekilde yansıtıldığı iddia edilemez<sup>365</sup>. İhraççı ortaklıkların izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği yansıtmasından dolayı culpa in contrahendo (sözleşme öncesi kusurlu davranış)<sup>366</sup> sorumluluğu bulunmaktadır<sup>367</sup>.

İhraççı ortaklıklara tazmin ettirilemeyen zararlardan dolayı aracı kuruluşlar da kendilerinden beklenen özeni göstermemeleri sebebiyle sorumludurlar. SPK'da izahname ve sirkülerin ihraççılar ile aracı kuruluşlar tarafından müştereken imzalanması zorunlu tutulmuştur. Aracı kuruluşlar imzaladıkları bu belgelerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtıp yansıtmadığını araştırmak zorundadırlar. Aracı kuruluşların araştırma yükümlülüklerini gereği gibi veya hiç yerine getirmemeleri, kendilerinden beklenen özeni göstermemelerine neden olur. Aracı kuruluşların bu durumda kusurlu bir sorumlulukları bulunmaktadır. Bu sebeple aracı

---

<sup>365</sup> **Yanlı:** s.151; **İnceoğlu:** s.134.

<sup>366</sup> “Sözleşme görüşmelerinden doğan sorumluluk (culpa in contrahendo) sözleşmenin kurulmasından önceki safhada görüşmecilerden birinin veya yardımcılarının, diğer görüşmeciye veya onun koruma altında bulunan kişilere, aralarında dürüstlük kuralına dayalı olarak kurulmuş bulunan sözleşme benzeri güven ilişkisine aykırı davranarak vermiş olduğu zararlardan sorumluluktur.” **Eren, Fikret:** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2006, s.1083. Culpa in contrahendo sorumluluğunda, sözleşme görüşmelerinde iyi niyet kurallarına aykırı davranışla yanlış veya yanıltıcı bilgi veren veya gerekli bilgileri vermeyen veya gerekli dikkati göstermeyen taraf bu kusurundan dolayı karşı tarafından menfi zararlarını karşılamak zorundadır. **Reisoğlu, Safa:** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2006, s.300.

<sup>367</sup> **İnceoğlu:** s.132.



kuruluşların inceleme ve araştırma yükümlülüklerini yerine getirmedikleri, iddia eden tarafından ispat edilmesi gereklidir<sup>368</sup>.

Aracı kuruluşların tüzel kişi tacir olmaları sebebiyle, basiretli iş adam gibi davranma yükümlülükleri bulunmaktadır. Aracı kuruluşlar, tedbirli ve tecrübeli bir tacirin göstermesi gereken özen yükümlülüğüne tabidir<sup>369</sup>. Bu anlamda izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeğe uygunluğunun tespiti bakımından, ihraççı ortaklığın ticari defter ve kayıtlarını incelemek zorundadırlar. Söz konusu ticari defter ve kayıtlarda, izahname ve sirkülerdeki bilgilerle örtüşmeyen bilgilerin varlığı halinde aracı kuruluşların özen yükümlülüklerini yerine getirmedikleri kabul edilir. Aracı kuruluş, bu özen yükümlülüğünden ancak inceleme ve araştırma hususunda elinden gelen her türlü çabayı gösterdiğini ispat ederek kurtulabilir.

Aracı kuruluşların yatırımcılara karşı sorumlulukları ikinci derecedendir. Yatırımcılar izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği yansıtmamasından dolayı uğradıkları zararın tazmini için öncelikle ihraççıya başvurmalıdırlar. İhraççı hakkında yapılan icra takibinin kısmen veya tamamen semeresiz kalması halinde yatırımcı, aracı kuruluşa müracaat edebilecektir. Yatırımcılar, sadece karşılanamayan zararların tazminini aracı kuruluşlardan talep edebilir.

İzahname veya sirkülerdeki bilgilerin gerçeği yansıtmaması veya eksik olması ve sermaye piyasası araçlarının değer kaybetmesi sebebiyle, yatırımcılar zarara uğrayabilecekleri gibi, kâr mahrumiyetleri de söz konusu olabilir. Yatırımcıların bu zararlar sebebiyle aracı kuruluşlara başvurabilmeleri için ortaya çıkan zarar ile aracı kuruluşun özen yükümlülüğünü yerine getirmemesi arasında bir illiyet bağının varlığı aranır<sup>370</sup>.

---

<sup>368</sup> **İnceoğlu:** s.131.

<sup>369</sup> **Ünal:** s.665.

<sup>370</sup> **Ünal:** s.665; **İnceoğlu:** s.134. Bilgili'ye göre yatırımcının zararını tazmin ettirebilmesi için, uğradığı zarar ile izahname ve sirkülerdeki yanlış bilgiler arasında illiyet bağını ispat etmesi gerekli değildir. Zararın tazmini bakımından yatırımcının satın aldığı sermaye piyasası araçları sebebiyle zarar görmüş olması ve izahname ve sirkülerin yanlış ve yanıltıcı bilgiler içeriyor olması yeterlidir. Ancak ihraççılar ile aracı kuruluşlar, uğranılan zararın izahname ve sirkülerdeki yanlış bilgilerden değil

Aracılık sözleşmelerinde, aracı kuruluşların izahname ve sirkülerdeki bilgilerin dürüst bir şekilde gerçeği yansıtmamasından sorumlu olmayacaklarına ilişkin hükümler getirilebilir<sup>371</sup>. Sözleşmelerin nisbiliği ilkesi gereği bu hüküm sadece ihraççı ile aracı kuruluş arasında geçerli olup, yatırımcılara karşı ileri sürülemez. Bu anlamda aracı kuruluşların sorumluluklarını daraltacak nitelikte bir anlaşma, yatırımcılar açısından geçerli olmayacaktır. Aracı kuruluşlar yatırımcıların zararlarını karşılamak zorunda kaldıkları hallerde, sözleşmede kabul edilen sorumsuzluk kaydı sebebiyle ihraççı ortaklığa rücu edebileceklerdir<sup>372</sup>. Ancak söz konusu zararlardan dolayı birinci derecede ihraççı ortaklıkların sorumlu olması sebebiyle, bunlardan zararların tazmin ettirilememesi halinde, aracı kuruluşların tazmin etmek zorunda kaldıkları zararları rücu etmelerinde de bir sonuç alınamayabilecektir.

İzahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından doğan zararlardan bağımsız denetleme kuruluşları<sup>373</sup> sorumludurlar<sup>374</sup>. Bağımsız denetleme kuruluşları, denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgiler sebebiyle doğabilecek zararlardan sorumlu tutulmuşlardır (SPK 16/IV). Zira ihraççı ortaklıkların mali tablolarının ve belgelerinin incelenmesi ve denetimi, bağımsız denetleme kuruluşlarının faaliyet konusunu ve uzmanlık alanını oluşturmaktadır. Bağımsız denetleme kuruluşlarının bu sorumlulukları, inceleme ve denetleme görevlerini gereği gibi veya hiç yerine getirmemelerinden kaynaklanmaktadır.

---

de, başka sebeplerden kaynaklandığını ispat ederek sorumluluktan kurtulabilirler.

**Bilgili:** s.90, 93.

<sup>371</sup> **Tanör:** Halka Arz, s.267.

<sup>372</sup> **İnceoğlu:** s.137.

<sup>373</sup> Denetleme nedeniyle doğacak zararların hukuki sorumluluğu bağımsız denetleme kuruluşuna aittir. Kuruluş ortaklarının, yöneticilerinin ve çalışanlarının hukuki ve cezai sorumlulukları genel hükümlere tabidir (Sermaye Piyasasındaki Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik, m.18/III). Bağımsız denetimin, bağımsız denetim standartlarına uygun yapılmaması nedeniyle müşteri ve üçüncü şahıslara karşı doğacak zararlardan, genel hükümler saklı kalmak kaydıyla, bağımsız denetim kuruluşu ile birlikte bağımsız denetim raporunu imzalayanlar müteselsilen sorumludur (Seri:X, No:22 sayılı Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ, m. 29).

<sup>374</sup> **Bilgili:** s.91, vd.

Bağımsız denetleme raporlarındaki kayıtlara dayanarak düzenlenen izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmaması sebebiyle zarara uğrayan yatırımcılar, ihraççılar ile birlikte bağımsız denetleme kuruluşlarına da zararlarını tazmin ettirebilirler. Aracı kuruluşlar, bağımsız denetleme kuruluşlarının sorumluluğundaki bilgilerin yanlış ve yanıltıcı olması sebebiyle doğacak zararlardan sorumlu tutulamazlar (Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ, m.23.). Burada aracı kuruluşlara kurtuluş kanıtı getirme hakkı tanınmıştır. Aracı kuruluşlar, yatırımcıların uğradıkları zararların, bağımsız denetleme kuruluşlarının kusurlarından kaynaklandığını ispat ederek sorumluluktan kurtulabilirler.

## B. Halka Arzda İşlem Yasağı

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yatırımcılar arasında eşitlik sağlanması<sup>375</sup> ve ayrımcılık yapılmasının önlenmesi amacıyla ihraççı ortaklıkların yöneticileri ile aracı kuruluş çalışanlarına işlem yasağı getirilmiştir. Böylece bazı kişilerin haksız kazanımları önlenmek istenmiştir. Özellikle yüklenici aracı kuruluş, halka arza aşırı talep olduğu bilgisine dayanarak sermaye piyasası araçlarını yakın veya işbirliği içerisinde bulunduğu kişilere satmak isteyebilir. Böyle bir durumda ihraççı ortaklıklar ile aracı kuruluşların özen ve sadakat yükümlülüklerine aykırı davranışları söz konusu olur<sup>376</sup>.

İhraççı ortaklıklar ile aracı kuruluşların bu haksız davranışlarının önlenmesi ve yatırımcıların menfaatlerinin korunması amacıyla bazı kişilere halka arzda işlem yasağı getirilmiştir. Seri:VIII, No:22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 1. Ek maddesine göre, "Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışlarında; sermaye piyasası

---

<sup>375</sup> Sermaye piyasası araçlarına yatırım yapanların menfaatlerinin korunmasının bir parçasını eşit şansa sahip olmayı talep hakkı oluşturmaktadır. Yatırımcıların ortaklıklardan ve devletten eşit muameleye tabi olmayı talep hakkı bulunmaktadır. Sermaye piyasası araçları ve bunların ihraççıları hakkında bilgisi daha fazla olanların, kâr etme ve haksız kazanç sağlama şansları da yüksektir. Bu kişilere karşı bilgisi daha zayıf bulunan küçük yatırımcının korunması ve eşit şansa sahip olması gereklidir. Bu hususta bkz. **Turanboy**: İnsider, s.108, vd.

<sup>376</sup> Aracı kuruluşların özen ve sadakat yükümlülüklerinin ihlali sebebiyle vekâlet hukukuna göre tazminat davası açılabilir. **Kütükçü**: s.485.

araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhrî hısımları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamazlar.”.

Seri:VIII, No:22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 1. Ek maddesinde düzenlenen halka arzda işlem yasağının uygulanmasında, aynı maddenin ikinci fıkrası gereğince, aracı kuruluşlar sorumlu tutulmuştur. Aracı kuruluşun kullanılmadığı hallerde ise ihraççı ortaklık sorumlu kabul edilmiştir. Sermaye piyasası araçlarının ihraççı ortaklıklar veya aracı kuruluşların yönetici veya çalışanlarına ya da bu kişilerin yakınlarına satılması halinde yatırımcıların menfaatleri zarar görecektir. Bu durumda yatırımcılar, uğradıkları zararları aracı kuruluşlara tazmin ettirebilirler. Aracı kuruluş kullanılmadığı hallerde, yatırımcıların zararlarını ihraççı ortaklık tazmin etmek zorunda kalacaktır<sup>377</sup>.

Kanaatimizce aracı kuruluşun kullanıldığı hallerde, ihraççı ortaklığın sorumlu tutulmaması yerinde bir düzenleme değildir. Zira, ihraççı ortaklığın görevlilerinin veya bu görevlilerin yakınlarının ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını dolaylı olarak satın almalarının denetlenmesi, aracı kuruluş bakımından zordur. Bu nedenle aracı kuruluşun, ihraççı ortaklığın yöneticilerinin veya yakınlarının işlemlerinden sorumlu tutulması isabetli değildir. Aracı kuruluş ile ihraççı ortaklığın sadece kendi yöneticilerinin ve yakınlarının işlemlerinden sorumlu tutulması, halka arzda işlem yasağının uygulama kabiliyetinin artırılması bakımından yerinde olacaktır.

---

<sup>377</sup> İzahname ve sirkülerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmamasından kaynaklanan yatırımcı zararlarından birinci derecede ihraççılar sorumlu tutulmuşlardır. Karşılanamayan zararlardan aracı kuruluşlara tazmin yükümlülüğü getirilmiştir. Halbuki sermaye piyasası araçlarının ihraççı ortaklıklar veya aracı kuruluşların yönetici veya çalışanlarına ya da bu kişilerin yakınlarına satılması halinde doğan zarardan birinci derecede aracı kuruluşlar sorumludurlar. Aracı kuruluş kullanılmayan hallerde ihraççının sorumluluğu söz konusu olacaktır.

Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ’de halka arzda işlem yasağının bir müeyyidesi düzenlenmemesi de kanaatimizce büyük bir eksiklik olarak görülmektedir. Zira, aracı kuruluşun veya ihraççı ortaklığın yöneticilerinin veya bu kişilerin yakınlarının yaptıkları işlemlerin yatırımcılar tarafından bilinmesi ve ispat edilmesi güçtür. Yasaklı kişilerin yaptıkları yasağa aykırı işlemlerden dolayı yatırımcıların uğradıkları zararın varlığının ve miktarının belirlenmesi de çok zor görünmektedir. Bu nedenle halka arzda işlem yasağına aykırı işlemlere karşı ayrıca bir müeyyidenin düzenlenmesi zorunludur. Aksi halde bu yasağına ilişkin düzenlemenin uygulama kabiliyeti oldukça zayıf kalacaktır.

SPK 7/V’te küçük yatırımcıların halka arzda menfaatlerinin korunmasına ilişkin bir hüküm daha getirilmiştir. Bu düzenlemeye göre Kurul, halka arzda küçük tasarruf sahiplerinin sermaye piyasası araçlarını almalarını kolaylaştırıcı, hak ve yararlarını koruyucu tedbirlerin alınmasını ihraççı ortaklıktan ve satışı yapanlardan isteyebilir. Kurul, ayrıca dağılımı en fazla sağlayacak ve dağıtımda küçük tasarruf sahiplerinin öncelikle satın almasını temin edecek düzenlemeler yapmaya da yetkili kılınmıştır.

### **C. Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatlandırılması**

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yatırımcılar bakımından önem taşıyan önemli diğer bir husus fiyatlandırmadır. İhraççı ortaklıklar, ihraç ile azami geliri hedeflemektedirler. Bu sebeple halka arz ettikleri sermaye piyasası araçlarının en iyi fiyat ile satılmasını isterler. Bir sermaye piyasası aracı ne kadar primli satılırsa, bu durum ihraççının daha fazla nakit elde etmesine yarayacaktır. Böyle bir durumda gerçek değerlerinin çok üzerinde satılmaları halinde, sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeye başladığında değer kaybedecek ve yatırımcıların zarara uğramalarına neden olacaktır. Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının doğru fiyatlandırılması, yatırımcıların zarara uğramamaları bakımından zorunludur.

Yatırımcılar ise sermaye piyasası araçlarının değerlerinin düşük tutulmasını isterler. İskontolu fiyattan sermaye piyasası aracını satın alan yatırımcının zarara

uğrama riski daha az, kâr elde etme ihtimali ise daha fazladır. Bu sebeple bir sermaye piyasası aracının değerinin düşük olduğu düşüncesine varılacak olursa, talep de daha fazla olacaktır. Eğer bir sermaye piyasası aracının değerinin çok yüksek tutulduğu inancı hakim ise, talep de çok az olacaktır. Bu durum halka arzın başarısına da olumsuz etki edecektir.

Sermaye piyasası araçlarının fiyatlandırılması ihraççı ile aracı kuruluşun müzakereleri ile yapılır. Fiyatlandırma çalışmalarında bazı araştırmaların yapılması zorunludur. Öncelikle yatırımcıların sermaye piyasası araçlarına ödeyebilecekleri bedelin tespiti gereklidir. Ayrıca ihraççı ortaklığın reel değeri de belirlenmelidir. Bu araştırmalar sonucunda sermaye piyasası aracının satılabilecek en düşük ve en yüksek fiyatı ortaya çıkar<sup>378</sup>. Sermaye piyasası araçlarının değerinin tespitinde, benzer ortaklıkların halka arzları göz önünde bulundurulur. İhraççı ile aracı kuruluş arasındaki fiyatlandırmaya ilişkin müzakerelerin sonucu kesin olmayıp, ihraç sürecinde bazı son ayarlamalar da yapılabilir<sup>379</sup>. Sermaye piyasası araçları ihraççının belirlediği sabit fiyatla satılabileceği<sup>380</sup> gibi, fiyat teklifi toplanması suretiyle<sup>381</sup> de

---

<sup>378</sup> **Tanör:** Halka Arz, s.302.

<sup>379</sup> **Kütükçü:** s.436.

<sup>380</sup> Seri:VIII, No:22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4.1.1.7. maddesinin ikinci fıkrasında sabit fiyatla talep toplanmasında paylaşırma yöntemi düzenlenmiştir. Bu hükme göre, "Başvuru taleplerinin satışa sunulan sermaye piyasası aracı tutarından az olması halinde bütün talepler karşılanır. Taleplerin satışa sunulan sermaye piyasası aracı tutarından fazla olması durumunda dağıtım şu şekilde gerçekleştirilir. Varsa belirli bir yatırımcı kitlesi için ayrılan kısım hariç olmak üzere, satışa sunulan toplam tutar, talep eden yatırımcı sayısına bölünür ve bu suretle bulunan tutar ve altındaki alım talepleri karşılanır. Kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır. Bu şekildeki dağıtım işlemine satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının tamamı dağıtılincaya kadar devam olunur. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir, ortaya çıkan miktarın bu alt sınır altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtım tabi tutulur. Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda küsurat tam'a iblağ edilerek talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında yönetim kurulunun veya hissedarın uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılır."

<sup>381</sup> Seri:VIII, No:22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4.1.2.1.7. maddesinin ikinci fıkrasında fiyat teklifi alma yoluyla talep toplanmasında paylaşırma yöntemi düzenlenmiştir. Bu hükme göre, "Başvuru taleplerinin satışa sunulan sermaye piyasası aracı tutarından

satışlarının yapılması mümkündür. Sonuçta yanıltıcı olmayacak ve yatırımcıyı zarara uğratmayacak bir şekilde fiyatın belirlenmesi önem taşımaktadır.

#### **D. Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler**

Serbest piyasa sisteminde fiyat arz ve talebe göre oluşmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına etki edecek müdahaleler, yatırımcılar bakımından aldatıcı nitelikte kabul edilmektedir. Yatırımcılar piyasada oluşan fiyata göre yatırım kararlarını almaktadır. Bu sebeple kural olarak aracı kuruluşların, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatları sabitlemek, artırmak ya da azaltmak amacıyla yapacakları işlemleri yasaklanmıştır (SPK 47/A-2).

Halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının değerlerinin, ihraç fiyatının altına düşmesini ve yatırımcıların zarara uğramalarını engel olmak amacıyla, halka arz aşamasından sonra belli bir süre fiyat istikrarına ilişkin işlem yapılmasına izin verilmiştir. Fiyat istikrarına ilişkin işlemlere izin verilmesinin bir diğer sebebi de aracı kuruluşların yüklenim sonucu satın almış oldukları sermaye piyasası araçlarını satabilmelerini sağlamaktır.

---

az olması halinde bütün talepler karşılanır. Taleplerin satışa sunulan sermaye piyasası aracı tutarından fazla olması durumunda dağıtım şu şekilde gerçekleştirilir. Varsa belirli bir yatırımcı kitlesi için ayrılan kısım hariç olmak üzere, satışa sunulan toplam tutar, talep eden yatırımcı sayısına bölünür ve bu suretle bulunan tutar ve altındaki alım talepleri karşılanır. Kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır. Bu şekildeki dağıtım işlemine satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının tamamı dağıtılincaya kadar devam olunur. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir, ortaya çıkan miktarın bu alt sınır altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtım tabi tutulur. Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda küsurat tam'a iblağ edilerek talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında yönetim kurulunun veya hissedarın uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılır.”

Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ'in 21/A maddesine göre<sup>382</sup>, hisse senetleri borsada işlem görmeye başladıktan sonra, halka arza ilişkin izahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması koşuluyla, halka arza aracılık eden ve izahnamede belirtilen aracı kurum tarafından fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alımda bulunulabilir.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler, ilgili hisse senedinin borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok otuz gün süreyle gerçekleştirilebilir. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde emir verilemez. Otuz günlük süre içerisinde, işlem fiyatı halka arz fiyatının altına düştüğünde, halka arza aracılık eden ve izahnamede belirtilen aracı kurum tarafından alımda bulunulabilir. Bu işlemlerde uygulanacak emir ve fiyat kuralları, borsa düzenlemeleriyle belirlenir.

#### **E. Sermaye Piyasası Araçlarının Teslimi ve Bedellerinin Ödenmesi**

Sermaye piyasası araçlarının bazıları, satış anında değil, çok daha sonra yatırımcılara teslim edilmektedir. Halka arz edilen bazı sermaye piyasası araçları satılmış ve elde edilen paralar ihraççının kasasına konulmuş olmasına karşın, ikincil piyasada bu araçların hemen işlem görmeye başlamaması ve bu aşamada borsada olumsuzlukların yaşanması yatırımcılar bakımından büyük risk oluşturmaktadır. Bu sebeple kanun koyucu işlem güvenliğinin sağlanması ve yatırımcının korunması amacıyla sermaye piyasası araçlarının belirli süreler içerisinde teslimi yükümlülüğünü getirmiştir.

SPK 7/IV'e göre sermaye piyasası araçlarının satış esnasında yatırımcılara teslimi zorunludur. Ancak hisse senetlerinin tesliminde ayrık bir düzenleme getirilmiştir. Esas sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıkların sermaye artırımlarında Kurul kaydına alınma ve halka arz dışındaki işlemlerde Türk Ticaret Kanunu hükümleri uygulanır. Hisse senetleri TTK 412 ve 395 gereği ancak sermaye

---

<sup>382</sup> Kütükçü, halka arz sonrası sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının sabitlenmesinin muvazaalı olduğunu ve buna ilişkin Tebliğ düzenlemesinin yerinde olmadığını belirtmiştir. ABD Sermaye Piyasası Hukuku'nda gerek birincil gerekse ikincil piyasalarda fiyat sabitlenmesi yasaktır. Bizim de katıldığımız bu görüşe göre Kurul, kanuna aykırı düzenleme yoluna gitmiştir. **Kütükçü:** s.489, 490.



artırımının ticaret siciline tescilinden sonra çıkarılabilir. Bu sebeple esas sermaye sistemini benimsemiş anonim ortaklıkların hisse senetlerini satış esnasında teslim etmeleri mümkün değildir. Dolayısıyla bu ortaklıklar için teslim yükümlülüğü farklı düzenlenmiştir. Esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklar, sermaye artırımının tescilini takip eden en geç otuz gün içinde hamiline yazılı hisse senetlerini alıcılara teslim etmelidirler. Nama yazılı hisse senetleri için ise bu süre doksan gündür.

Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda ise hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya teslim edilmesi gerekir. SPK 7/IV düzenlemesinde TTK'nın aksine kayıtlı sermaye sistemine göre yapılan sermaye artırımlarında, önce hisse senetlerinin çıkarılmasını, satış tamamlandıktan sonra sermaye artırımının tescil edilmesini kabul edilmiştir. TTK'ya göre sermaye artırımlarında tescil kurucu nitelik taşımaktadır. Yani tescile kadar hukuken var olmayan paylar, tescil ile oluşmaktadır. Bu sebeple tescilden önce çıkarılan paylar da geçersiz sayılmaktadır. Hâlbuki SPK sisteminde tescil bildirici nitelikte kabul edilmiştir. SPK'nın bu özel düzenlemesi ile kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda payın ve buna bağlı hakların ortaya çıkışı tescilden önce mümkün kılınarak, sermaye piyasalarına işlerlik kazandırılmıştır<sup>383</sup>. Bu düzenleme ile hisse senetlerinin yatırımcılara teslim edilmemesi halinde ortaya çıkabilecek sakıncalar önlenmiş, sermaye piyasalarına güven artırılmıştır. Ayrıca hisse senetlerinin satış esnasında teslimi ile manipülatif hareketler veya piyasalarda yaşanacak dalgalanmalar sebebiyle doğabilecek zararlar ile muhtemel kâr kayıplarının da önüne geçilerek yatırımcılar korunmak istenmiştir.

Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya teslim edilmesine ilişkin düzenleme şekli doktrinde eleştirilmiştir<sup>384</sup>. Özellikle SPK 7/IV düzenlemesinde TTK 395 ve 412. maddelerinin

---

<sup>383</sup> **Karababa:** s.88-89; **Ünal,** Oğuz Kürşat: Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara 1999, s.91; **Çevik,** Orhan Nuri: "Anonim Şirketlerde Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı", Yaklaşım Dergisi 1993, S.3, s.99; **Eriş,** Gönen: Anonim Şirketler Hukuku, Ankara 1995, s.571; **Yıldız,** Şükrü: Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı, İstanbul 1996, s.75.

<sup>384</sup> Bu hususta doktrindeki görüşler için bkz. **Helvacı,** Mehmet: "Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Usulü ve Bu Sisteme Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse

uygulanmayacağı belirtilirken, TTK 302. maddenin “tescilden önce payların devrinin ortaklığa karşı hükümsüz olduğu” hükmü göz ardı edilmiştir. SPK’da tescilden önce hisse senedi çıkarılmasına izin verilirken, TTK 302 ile çıkarılan bu hisse senetlerinin devrinin geçersiz sayılması eleştirilmiştir<sup>385</sup>. Kanaatimizce SPK 7/IV düzenlemesi hem yatırımcıların uğramaları muhtemel zararlardan korunması hem de halka arzın işleyebilmesi bakımından gereklidir. Bu nedenle SPK 7/IV’de, TTK 395 ve 412. maddeleri ile birlikte 302. maddeye de istisna getirildiğinin açıkça belirtilmesi yerinde olacaktır.

Sermaye piyasası araçlarının teslimi fiilen olabileceği gibi, kaydi yolla da gerçekleştirilebilir. Kaydileştirilmiş sermaye piyasası araçlarının, MKK’da satın alan yatırımcı adına kaydedilmek suretiyle teslimi de mümkündür<sup>386</sup>. Aracı kuruluşlar, kaydileştirilmiş olsun veya olmasınlar müşterilerinin hesaplarındaki nakit para ve sermaye piyasası araçlarını ayrı birer hesapta saklamak zorundadırlar<sup>387</sup>. Dolayısıyla artık varakasız kıymetli evrak ve toplu saklama merkezi gibi müesseselerin varlığı, hisse senetlerinin satış sırasında yatırımcılara fiilen teslimi problemini ortadan kaldırmaktadır<sup>388</sup>.

SPK 7/III’e göre, halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak ve nakden ödenmesi zorunludur. Bu düzenleme ile halka arz sonrası bakiye borç kalması istenmemiş ve satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak ödenmesi öngörülmüştür. Ayrıca aynı sermaye konulması halinde ortaya çıkacak değer biçme sorunu ve tehlikelerinden yatırımcılar ile ortaklıklar korunmak istenmiştir<sup>389</sup>. Hisse

---

Senetlerinin Çıkarılma Zamanı”, BATİDER 1995, C.VIII, S.1-2, s.163; **Tekinalp, Ünal**: “İki Güncel Sorunun Çözümünde Teorik Yaklaşım Denemesi: AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme-Kayıtlı Sermaye Sisteminde Çıkarılan Sermayenin Tescilinin Hukuki Niteliği”, BATİDER 1993, C.XVII, S.2, s.33, vd.; **Bahtiyar**, Mehmet: “Anonim Ortaklıkta Sermaye Artırımının Tescili ve Tescilin İşlevi”, BATİDER 1996, C.XVIII, S.4, s.25, vd.; **Domaniç**, Hayri: “Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı ve Mecburiyeti”, Yaklaşım Dergisi 1994, S.20, s.5.

<sup>385</sup> **Karababa**: s.88; **Moroğlu**: s.5; **Helvacı**: s. 167, vd; **Bahtiyar**: Tescil, s.13.

<sup>386</sup> Bu hususta bkz. **Turanboy**: s.107, vd.

<sup>387</sup> **Kütükçü**: s.495.

<sup>388</sup> **Ünal**: Halka Açık, s.91; **Yıldız**: s.75; **Karababa**: s.89.

<sup>389</sup> **Aytaç**: s.164; **Tekinalp**: s.29; **Somer**: s.99; **Bahtiyar**: s.102.

senetleri itibari değerlerinden daha yüksek bedelle çıkarılmış iseler, aradaki farkın da ödenmesi gerekir<sup>390</sup>.

Kurul, satış süresi içinde satılmayan hisse senetlerinin kendileri tarafından tamamen satın alınacağı ve bedellerinin ödeneceğinin kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar arasından Kurulca belirlenenler tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini ister. Bu taahhüt, süre sonunda satılmayan payların kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından satın alınıp bedellerinin nakden ödenmesini de kapsar. İhraççı ortaklıklar bu taahhüde dayalı olarak halka arz süresi sonunda, hisse senedi bedellerinin üç gün içinde ödenmesini talep ederler (Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ, m.22). Bu düzenleme ile halka arzın başarısızlığı ve yatırımcıların bu başarısızlıktan dolayı zarar görmeleri önlenmek istenmiştir.

#### **F. Aracı Kullanma Zorunluluğu**

Halka arz konusunda sahip oldukları deneyim, uzmanlaşmış pazarlama, satış ve dağıtım olanakları sebebiyle, uygulamada sermaye piyasası araçlarının halka arzının aracı kuruluşlar vasıtasıyla gerçekleştiği görülmektedir. Ancak sermaye piyasası araçlarının halka arzında aracı kuruluşlar ile işbirliği yapılmasına ve halka arza aracılık sözleşmesi imzalanmasına ilişkin genel bir kural bulunmamaktadır. Dolayısıyla ihraççı ortaklıklar, çıkarmış oldukları sermaye piyasası araçlarını aracısız da halka arz edebilirler<sup>391</sup>. İhraççılar bu amaçla, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4. ve 16. maddeleri doğrultusunda Kurul'un tebliğ ve kararlarına uygun olarak izahname hazırlayıp, sirküler ve ilanlar vasıtasıyla yatırımcılara ulaşabilirler.

Özellikle elektronik finansın gelişme göstermesiyle birlikte ihraççıların aracısız halka arz yolunu kullandıkları görülmüştür. ABD'de Spring Street Biracılık Şirketi, 26 Şubat 1996 tarihinde halka arz işlemlerini internet üzerinden

---

<sup>390</sup> **Moroğlu**, Erdoğan: Esas Sermaye Artırımı İçin Eski İştirak Taahhütlerinin Ortaklığa Tamamen Ödenmiş Olması Şartı, İktisat ve Maliye Dergisi 1970, C.XVII, S.3, s.130; **Bahtiyar**: s.102.

<sup>391</sup> **Ünal**, Oğuz Kürşat: "Sermaye Piyasalarında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.I, S.I, Ankara 1997, s.104; **İnceoğlu**: s.28.

tamamladığını açıklamıştır. Bu gelişme halka arzlarda bir dönüm noktası olarak görülmüştür. SEC de 9 Mayıs 1996'da izahnamedeki menkul kıymetlere ilişkin bilgilerin internet vasıtasıyla kamuya duyurulabileceğini kabul etmiştir<sup>392</sup>.

Her ne kadar aracı kullanılması yükümlülüğüne ilişkin genel bir kural bulunmasa da, yatırımcıların korunması amacıyla bazı halka arzların aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunluluğu getirilmiştir. SPK 7/I'de Kurul'a bu hususta düzenleme yapma yetkisi verilmiştir. Bu düzenlemeye göre, Kurul, pay sahiplerinin ve yatırımcıların haklarını korumak amacıyla, sermaye piyasası araçlarının halka arz veya satışının gerektiğinde satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılmasını isteyebilir. Kurul, çıkarmış olduğu tebliğlerle bazı halka arzlarda aracı kullanma yükümlülüğü getirmiştir. Kurul'un öngördüğü hallerde ihraççıların, aracı kuruluşlar ile halka arza aracılık sözleşmesi imzalamaları zorunludur.

Seri:III, No:13 sayılı Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 16.maddesinin 1. fıkrasında finansman bonolarının halka arzının ve ödemelerinin aracı kurumlar vasıtasıyla yapılması zorunlu kılınmıştır. Seri:II, No:13 sayılı Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 20. maddesine göre ise, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler dışındaki ihraççıların çıkarılan tahvillerin halka arz yoluyla satışının, anapara ve faiz ödemelerinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunlu tutulmuştur.

Seri:I, No:26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5, 6 ve Ek 1.maddelerinden mevcut hisse senetlerinin halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla halka arzında aracı kuruluş kullanılması gerektiği anlaşılmaktadır<sup>393</sup>. Buna göre

---

<sup>392</sup> **Agin**, E. Warren: "Conducting a Stock Offering Over the Internet", Boston 2002, <http://www.aigclaw.org/tic71.html>, s.1.

<sup>393</sup> Yürürlükten kaldırılan Seri:I, No:14 sayılı Hissedarların Elllerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arz Etmelerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4.maddesinde hisse

özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için aracı kuruluş kullanmaları gerekir. Ayrıca halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerinin halka arzlarında da aracı kuruluş kullanmalıdırlar.

### **§ 3 ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETLERİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI**

#### **I. Genel Olarak**

Sermaye piyasası araçları halka arz edildikten sonra, ikincil piyasada yatırımcılar arasında alınıp satılmaya devam eder. Sermaye piyasası sistemimizde yatırımcıların kendi aralarında sermaye piyasası araçlarını alıp satmaları mümkün değildir. Bu sermaye piyasası araçlarının alım satımına, aracı kuruluşlar aracılık etmektedir. Aracı kuruluşların, daha önceden ihraç edilmiş ve borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin aracılık işlemleri, sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinin ikinci türünü oluşturmaktadır.

SPK 30/b hükmünde daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı, sermaye piyasası faaliyetleri arasında sayılmıştır. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 45.maddesinin 1. fıkrasında alım satıma aracılık, "ilgili mevzuata uygun olarak daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık sıfatıyla ve ticari amaçla alım satımı" olarak tanımlanmıştır. Alım satıma aracılık faaliyeti, daha önceden ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü ikincil piyasalarda yürütülmektedir. Ancak birincil piyasalarda sermaye piyasası araçlarının ihracına ve halka arzına aracılıkta da, bir çeşit ihraççı ile yatırımcı arasında alım satıma aracılık görülmektedir. Özellikle tümünü yüklenim sözleşmelerinde alım satıma aracılığın varlığı sebebiyle, her iki aracılık faaliyetinin

---

senedi maliki ortak ya da ortakların halka arz ettikleri hisse senetlerinin halka arzı ancak aracı kurumlar vasıtasıyla yapılabileceği düzenlenmişti.

birbirinden ayırt edilmesi zordur. Bu sebeple “alım satıma aracılık faaliyeti” kavramı bu aracılık türünü ifade etmekte yetersizdir<sup>394</sup>.

Alım satıma aracılık faaliyetinin tanımında “daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçları...” ifadesiyle, daha önce halka arz edilerek veya arz edilmeksizin satılan sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılıktan söz edilmektedir. Bu tanıma göre, daha önce halka arz edilmeksizin satılmış sermaye piyasası araçlarının, sonradan halka arz edilerek satışına aracılık da “alım satıma aracılık faaliyeti”nin kapsamına girmektedir. Hâlbuki bu durumda aslında “halka arza aracılık faaliyeti” söz konusudur.

Ayrıca Tebliğde yapılan tanımda “aracılık sıfatıyla” ifadesi de yanlış kullanılmıştır. Çünkü “aracılık” bir faaliyetin konusu olup, sıfat niteliği bulunmamaktadır. Bu nedenle “aracılık sıfatıyla” yerine “aracı sıfatıyla” ifadesinin kullanılması gerektiği kanaatindeyiz<sup>395</sup>.

SPK 30. maddesinin 1. fıkrasının b bendinde ve Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 45. maddesinde “sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık” ifadesi kullanılmıştır. “Sermaye piyasası aracı” kavramı ise SPK 3’te tanımlanmıştır. Bu tanıma göre sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Diğer sermaye piyasası araçlarının kapsamına türev araçlar girmektedir. Bu anlamda türev araçlar da SPK 30/I, b kapsamında alım satıma aracılığın konusunu oluşturmaktadır. Halbuki türev araçların alım satımına aracılık SPK 30/I, c hükmünde ayrıca düzenlenmiştir. Dolayısıyla SPK 30/I, b hükmünde türev araçlar

---

<sup>394</sup> Ünal’a göre, “Kurul bu faaliyet türünü isabetsiz olarak “alım satıma aracılık” olarak adlandırmaktadır. Hâlbuki sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla aracılık faaliyeti de esasen alım satıma aracılıktır. Kurul tebliğlerinde kavramlar hukuk tekniğine uygun olarak kullanılmamakta ve mevzuatı çözülmesi gerekli bir bilmeceye dönüştürmektedir. Bize göre faaliyet türleri "halka arz", "ihraç" ve "alım satım" şeklinde adlandırmak yerine, aracılık faaliyetlerini "birinci el piyasa faaliyetleri" ve "ikinci el piyasa faaliyetleri" şeklinde ayırmak daha isabetli olurdu...” Ünal: s.519.

<sup>395</sup> **İnceoğlu:** s.32, dn.46. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin “türev araçların alım satımına aracılık faaliyeti”ni tanımlayan 53. maddesinde “aracılık sıfatıyla” değil, “aracı sıfatıyla” ifadesi doğru olarak kullanılmıştır.

dışındaki sermaye piyasası araçlarının ya da menkul kıymetlerin alım satımına aracılık düzenlenmek istenmiştir.

Bu açıklamalar sonucunda “alım satıma aracılık faaliyeti”ne ilişkin yapılan tanımlamanın doğru yapıldığı söylenemez. Kanaatimizce alım satıma aracılık faaliyetinin, “ilgili mevzuata uygun olarak daha önce ihraç edilmiş veya ihraç ve halka arz edilmiş olan türev araçlar dışındaki sermaye piyasası araçlarının (ya da menkul kıymetlerin) aracı sıfatıyla alım satımı” şeklinde tanımlanması daha uygun olacaktır.

İnceoğlu, “ticari amaçla alım satım” durumunda ortada bir aracılık faaliyetinden bahsedilmesinin mümkün olmadığını ifade ederek, yapılan tanımlamayı eleştirmiştir. Sermaye piyasası araçlarının ticari amaçla alım satımı ile aracı kurumların bu araçları kendi nam ve hesaplarına alıp satmalarının kastedildiğini; bu durumda teknik anlamda bir aracılıktan söz edilemeyeceğini ifade etmiştir<sup>396</sup>. Kanaatimizce bu görüşe katılmak mümkün değildir. Şöyle ki, sermaye piyasası araçları ya yatırım ya da ticari amaçla alınıp satılmaktadır. Aracı kuruluşların birer tüzel kişi tacir oldukları da göz önünde tutulacak olursa, bunların sermaye piyasası araçlarını ticari amaçla alıp satmak suretiyle aracılıktan kazanç sağlamaları beklenmektedir. Dolayısıyla “ticari amaç” belirlenirken “mesleki fonksiyon” ile bağlantı kurulması gerekmektedir. Sermaye piyasası araçlarının alım satımını ve buna bağlı yan işleri meslek edinmiş olan aracı kuruluşun mesleki fonksiyonunu yerine getirmek amacıyla alım satım yapması ticari amaçlı sayılmalıdır<sup>397</sup>. Bu nedenle aracı kuruluşların ticari amaçla sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesaplarına alıp satmalarının, aracılık faaliyeti niteliğinin kaybolmasına neden olmadığı kanaatindeyiz.

---

<sup>396</sup> **İnceoğlu:** s.32.

<sup>397</sup> **Manavgat:** Aracı Kurumlar, s.64; **Karayalçın,** Yaşar: Ticaret Hukuku, I.Giriş-Ticari İşletme, Ankara 1968, s.144.

## II. Alım Satım Aracılık Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği

Aracı kuruluşların sermaye piyasası araçlarının alım satımına başlamadan önce müşterileri ile sözleşme imzalamaları zorunludur. Bu sözleşme aracı kuruluş ile müşterisi arasındaki ilişkinin esaslı unsurlarını düzenlemekte ve imzalandıktan sonraki gerçekleştirilecek her bir işlemin temelini oluşturmaktadır. Dolayısıyla alım satım aracılık sözleşmesi, aracı kuruluş ile müşterisi arasındaki ilişkinin başlangıcında imzalanan çerçeve sözleşme<sup>398</sup> niteliğindedir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ m.13/I).

Alım satım aracılık çerçeve sözleşmesi, birden çok alım satım işleminin gerçekleştirilmesinde uygulanacak temel usul ve şartları düzenler. Ayrıca aracı kuruluş ile müşterisi arasında sürekli borç ilişkisi doğurur. Her bir aracılık işleminin temelini başlangıçta imzalanan alım satım aracılık çerçeve sözleşmesi oluşturur<sup>399</sup>.

Aracı kuruluşlar, alım satım aracılık çerçeve sözleşmesinin imzalanmasından sonra müşterilerinin sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin emirlerini kabul edebilirler. Müşterinin borsada işlem gören sermaye piyasası araçları için vermiş olduğu emirler mevzuatta belirlenen esaslara uygun olarak yerine getirilir. Borsa dışında gerçekleştirilecek alım satım aracılık işlemlerinde alım satım aracılık çerçeve sözleşmesinde belirlenen esaslar uygulanır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.45/II).

Alım satım aracılık çerçeve sözleşmeleri müteselsil sıra numaralı ve iki nüsha olarak düzenlenir. İmzalanan sözleşmenin bir örneğinin müşteriye verilmesi zorunludur (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ m.13/II). Sözleşme örneğinin verilmesi, yatırımcıların korunması bakımından önem taşımaktadır. İmzalanan sözleşmenin bir

---

<sup>398</sup> “Çerçeve sözleşmeden maksat, ileride aynı türden birden fazla sözleşme akdetmeye niyetli olan kişilerin, her bir sözleşmenin kuruluşu esnasında ayrıca kararlaştırılmasına gerek kalmaksızın, belirli bir takım şartların kısmen veya tamamen bu sözleşmelerde yer almasında şimdiden mutabık kalmalarıdır.” **Barlas**, Nami: “Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmelerin Özellikleri”, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1999, s.808.

<sup>399</sup> **Ünal**: Aracı Kurumlar, s.221, 222.



örneğin verilmesi ile yatırımcı, imza sonrası yapacağı işlemlerde haklarını ve yükümlülüklerini bilerek hareket edecektir.

Sözleşmelerin imzalanmasında aracı kuruluşlara müşteriye tanıma yükümlülüğü getirilmiştir. Aracı kuruluşların 4208 sayılı Karaparanın Aklanmasının Önlenmesine Dair Kanun ve ilgili mevzuat hükümleri uyarınca sözleşmenin imzalanması ve hesap açılması sırasında kimlik tespiti yapmaları zorunlu tutulmuştur. Müşterek hesap açılması halinde ise, her bir müşterinin kimliğinin tespiti ayrı ayrı yapılır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.12/I,II).

Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin hukuki niteliği konusunda değişik görüşler ileri sürülmüştür. Bazı yazarlar alım satıma aracılık faaliyetlerinde aracı kuruluşların kendi adlarına başkaları hesabına hareket etmeleri nedeniyle, bu sözleşmenin komisyon sözleşmesi niteliği taşıdığını savunmuşlardır<sup>400</sup>. Azınlıkta kalan görüşe göre alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesi; aracı kuruluş kendi nam ve hesabına hareket ediyorsa alım satım sözleşmesi, müşteri nam ve hesabına hareket ediyorsa vekâlet sözleşmesi, kendi namına müşteri hesabına hareket ediyorsa komisyon sözleşmesi niteliği taşır<sup>401</sup>. Bazıları da alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin sui generis bir sözleşme olduğunu belirtmiştir<sup>402</sup>.

---

<sup>400</sup> **Tanör:** s.161, 285; **Kırca:** s.93; **Karababa:** s.131.

<sup>401</sup> **Berzek:** s.61.

<sup>402</sup> **Çetin'**e göre, bu sözleşmenin kapsamında hem vekâlet sözleşmesinin hem komisyon sözleşmesinin hem de iş görme sözleşmelerinin edimleri görülebilmektedir. Borçlar Kanunda düzenlenen sözleşme tiplerinin kanuni unsurları sermaye piyasası mevzuatında öngörülen şekilde bir araya getirilerek sui generis bir sözleşme oluşturulmuştur. Alım satıma aracılık sözleşmesi kendine özgü koşulları olan karışık muhtevalı bir sözleşme niteliği taşımakta olup, komisyon veya vekâlet sözleşmesi niteliği taşımamaktadır. **Çetin,** Nusret: Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemlerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2004, s.15-16.

**Penezoğlu'**na göre ise banka hukuku kapsamında değerlendirilen “genel kredi açma sözleşmesi” ile sermaye piyasası hukuku kapsamında değerlendirilen “çerçeve sözleşme” arasında birçok yönden benzerlik bulunmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasası hukuku kapsamındaki çerçeve sözleşmeler, hukuken kesin nitelik taşıyan, iki taraf da borç yükleyen, yalnız müşterilerinin borçları açısından emri geciktirici şart olarak karşımıza çıkaran, tarafların şimdiki ve gelecekteki ilişkilerinde borç ve yükümlülüklerini belirleyen, yükümleri hem ve verme hem de yapma edimlerinden

Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinde aracı kuruluş, yatırımcı nam ve hesabına işlem yapmaktadır. Ayrıca ileride görüleceği üzere aracı kuruluş, bu sözleşme kapsamında sermaye piyasası araçlarından kaynaklanan yönetsel ve mali hakların kullanılması, sermaye piyasası araçlarının saklanması, periyodik müşteri işlemlerinin gerçekleştirilmesi, yazılı ve sözlü bilgi verilmesi gibi bazı hizmetler de sunmaktadır. Çerçeve sözleşmeden kaynaklanan bu yükümlülükler vekâletin ifası niteliği taşımaktadır. Bu nedenle alım satıma aracılık sözleşmesi, vekâlet sözleşmesi niteliği taşıdığına şüphe bulunmamaktadır<sup>403</sup>.

### III. Alım Satıma Aracılık Sözleşmesinin Şekli ve Kapsamı

Alım satıma aracılık sözleşmesinin şekline ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu'nda bir düzenleme bulunmamaktadır. Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 13 ve 45/II hükümleri gereği aracı kuruluş ile müşteri arasında yazılı bir "aracılık sözleşmesi"nin imzalanması gerekmektedir. Tebliğ ile getirilen bu şekil şartının geçerlilik mi yoksa ispat şartı mı olduğu tartışma konusu olmuştur.

Doktrinde bazı yazarlar alım satıma aracılık sözleşmesinin yazılı yapılmasının zorunlu olduğunu aksi halde geçerli olmayacaklarını ileri sürmüşlerdir<sup>404</sup>. Diğer bir görüş ise alım satıma aracılık sözleşmesi bakımından getirilen yazılı şekil şartının geçerlilik değil, ispat şartı olduğunu ileri sürmüştür<sup>405406</sup>.

---

oluşan "sui generis" bir sözleşmedir. **Penezoğlu**, Yusuf Gökhan: Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul 2004, s.101.

<sup>403</sup> **İnceoğlu**: s.144-146.

<sup>404</sup> **Acar**: s.324; **Berzek**: s.61.

<sup>405</sup> **Gökyayla**, Cemile Demir: "Aracı Kuruluşların İkinci El Piyasalarındaki Alım-Satıma Aracılık Faaliyetlerinden Doğan İspat Sorunları", Prof. Dr. Mahmut Tefvik BİRSEL'e Armağan, İzmir, 2001, s.176; **Konuralp**, Halûk/ **Konuralp**, Aynur: "Borsa Uyuşmazlıkları", Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Ankara 1998, s.592.

<sup>406</sup> **Konuralp/Konuralp**'e göre, "Yazılı olarak yapılması öngörülen bu sözleşmede, getirilen şekil şartının geçerlilik değil, ispat şartı olduğunu belirtmek gerekir. Zira Borçlar Kanununun komisyonculuğu düzenleyen 416 ve devamı hükümlerinde sözleşmenin geçerliliğine ilişkin bir şekil şartı öngörülmemiştir. Bu nedenle aracı kurum ile müşterisi yatırımcı arasında bir (çerçeve) sözleşme olmasa dahi, aracı kurum müşteri emirlerini kabul ediyor ve borsada işlemleri gerçekleştiriyorsa, burada komisyonculuk sözleşmesinin varlığını kabul etmek gerekir." **Konuralp/ Konuralp**: s.592. Bu görüşe katılmak mümkün değildir. Zira kanaatimizce alım satıma aracılık

Halka arza aracılık sözleşmelerinde olduğu gibi alım satıma aracılık sözleşmelerine ilişkin yazılı şekil şartının Tebliğ ile getirilmesi isabetli olmamıştır<sup>407</sup>. Alım satıma aracılık sözleşmeleri de sözlü olarak yapılması halinde geçerli olacaktır. Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin 4.3.1999 tarih ve E.1998/6581, K.1999/1776 sayılı kararında da, alım satıma aracılık sözleşmesinin yazılı olmasının zorunlu olmadığı ifade edilmiştir. Ayrıca bazı Yargıtay kararlarında, aracı kurum ile müşterisi arasında yazılı alım satıma aracılık sözleşmesi bulunmamasına karşın, müşterinin menkul kıymet alım talimatı vermesi ya da aracı kurum tarafından müşteri hesabına talimatsız da olsa menkul kıymet alım satım yapılmasına itiraz edilmeyip icazet verilmesi hallerinde, geçerli bir alım satıma aracılık sözleşmesinin bulunduğunu kabul etmiştir<sup>408</sup>. Ancak alım satıma aracılık sözleşmelerinin de taşıdığı önem ve yatırımcıların korunması bakımından yazılı şekil şartının aranmasının ve bunun kanun ile düzenlenmesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 45. maddesinin 2. fıkrasına göre aracı kuruluşlar, alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin imzalanmasından sonra müşterilerinin sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin emirlerini kabul edebilirler. Bu düzenlemeye göre aracı kuruluşlar, sözleşmenin imzalanmasından sonra alım satıma aracılık işlemlerine başlayabilirler. Kanaatimizce bu Tebliğ hükmünün uygulama kabiliyeti tartışmalıdır. Zira yazılı şekil şartının kanunla düzenlenmemesi ve Yargıtay'ın yazılı bir aracılık sözleşmesi olmaksızın yapılan işlemleri geçerli kabul etmesi değerlendirildiğinde, alım satıma aracılık işlemlerinin başlayabilmesi için getirilen koşulun geçerli olmadığı kanaatindeyiz.

Sözleşmenin taraflarında devir, birleşme, veraset, müşterek hesaplara yeni hak sahiplerinin katılması ya da bazılarının ayrılması gibi sebeplerle ortaya çıkacak değişikliklerde sözleşmenin yenilenmesi gereklidir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ m.

---

sözleşmesi, vekâlet sözleşmesi niteliği taşımaktadır. Ayrıca alım satıma aracılık sözleşmesi olmaksızın müşteri nam ve hesabına borsada işlem yapılması da mümkün değildir.

<sup>407</sup> Bu hususta halka arza aracılık sözleşmelerinde şekle ilişkin sayfa 113 ve devamındaki açıklamalarımıza bakınız.

<sup>408</sup> (Yargıtay 11. HD, T.17.03.1999, E.1998/6042, K.1999/1768; Yargıtay 11. HD, T.04.03.1999, E.1998/6581, K.1999/1776).

13/III). Özellikle müşterek hesap sahiplerinde ortaya çıkacak değişikliklerde, ayrılan hak sahiplerinin sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerinin sona erdirilmesi, katılanların da menfaatlerinin korunması bakımından çerçeve sözleşmelerin yenilenmesi önem taşır.

Yatırımcının korunması bakımından alım satıma aracılık çerçeve sözleşmelerinin içeriklerinin belirlenmesinde bazı kurallar da getirilmiştir. Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmelerine sermaye mevzuatına aykırı hükümlerin konulması yasaklanmıştır<sup>409</sup>. Ayrıca sözleşmelerde müşterinin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere de yer verilemez. Sözleşmelerde hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m. 13/IV).

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13. maddesinde alım satıma aracılık çerçeve sözleşmelerinde yer verilmesi gereken asgari hususların Kurul tarafından belirleneceği düzenlenmiştir. Kurul'un 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında alınan kararda alım satıma aracılık sözleşmelerinde yer alması gereken başlıca hususlar belirlenmiştir.

Aracı kurumlar, alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinde hüküm bulunmak kaydıyla müşterilerine ek hizmetler de verebilirler. Sözleşmede yetki verilmiş olması kaydıyla aracı kurumlar, gün içinde herhangi bir müşteri emrine konu olmayan ve gün sonu itibarıyla alacak bakiye veren müşteri hesaplarındaki nakitleri değerlendirebilirler. Aracı kurumlar, bunun için kendi işletme politikaları ya da müşterinin talimatı doğrultusunda hareket ederler. Aracı kurumlar, alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinde belirtilmesi kaydıyla müşteri hesaplarında kalan nakit alacak bakiyelerinin kullanımında limit de belirleyebilirler. Bütün müşteri

---

<sup>409</sup> Çerçeve sözleşmeler bakımından getirilen bu sınırlamada, sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen emredici hükümlere aykırı hükümlerin konulamayacağı anlaşılmalıdır. Ancak emredici hükümlere aykırı sözleşme hükümleri zaten geçersizdir. Dolayısıyla bu düzenlemenin maddi hukuk bakımından pek bir katkısı olmamıştır.

hesaplarındaki nakitlerin toplu olarak ya da ayrı ayrı değerlendirilmesi mümkündür. Müşteri hesaplarındaki nakitler miktarlarına göre gruplandırılarak elde edilen gelirler, gruplar arasında farklı oranlarda dağıtılır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.50/I, II).

Aracı kurumlar; alım satım aracılığı, halka arza aracılık, repo-ters repo, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı yetki belgelerinin tamamına sahip olmak ve çerçeve sözleşmesine hüküm koymak kaydıyla, çeşitli kurum ve kişilere olan periyodik ödeme işlemlerinin yerine getirilmesinde, müşteri hesaplarında kalan nakit alacak bakiyelerinin kullanılmasını da sağlayabilirler (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.50/I, II). Aracı kurumların bu hizmeti verebilmeleri için söz konusu faaliyet konularında yetki belgelerinin tamamına sahip olma şartının getirilmesi eleştirilmiştir<sup>410</sup>. Kanaatimizce bu hizmetin verilmesi için alım satım aracılığı, halka arza aracılık, repo-ters repo, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı konularında sadece yetki belgesinin varlığının aranması, fakat faaliyet gösterilmesinin şart koşulmaması da bu zorunluluğun yersiz olduğunu göstermektedir.

Aracı kurumlar, sermaye piyasası araçlarının sağladığı bir takım yönetsel ve mali hakların müşteriler nam ve hesabına kullanılmasını da sağlayabilirler. Alım satım aracılık sözleşmesinde bu hususta yetki verilmiş olması kaydıyla, aracı kurumlar, müşteriler nam ve hesabına sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz, temettü ve benzeri gelirlerinin tahsili, ödenmesi ile yeni pay ve bedelsiz pay alma haklarının ve hisse senetlerinden doğan oy haklarının kullanılması hizmetlerini verebilirler (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.51).

Küçük yatırımcıların sahip oldukları sermaye piyasası araçları ile ilgili bütün gelişmeleri takip etmeleri ve haklarını korumaları mümkün olmamaktadır. Söz konusu gelişmelerden haberdar olsalar dahi, haklarını kullanmaları kolay olmamaktadır. Hâlbuki aracı kurumların faaliyet konuları bakımından sermaye piyasası araçları ile ilgili gelişmeleri takip etmeleri zorunludur. Yatırımcıların

---

<sup>410</sup> **İnceoğlu:** s.37.

menfaatlerinin korunması bakımından aracı kurumların, sermaye piyasası araçları hakkındaki gelişmelerden yatırımcıları haberdar etmeleri isabetli olmuştur.

Kanaatimizce sermaye piyasası araçlarının sağladığı bir takım yönetsel ve mali hakların kullanılmasına ilişkin olarak, aracı kurumların bu hizmetleri yürütebilmelerinin sözleşmede yetki verilmesi şartına bağlanması yerinde değildir. Zaten aracı kurum, söz konusu hakkı kullanmak isteyip istemediğini müşterisine soracak ve her bir işlemde iradesini arayacaktır. Bu nedenle müşterilerin menfaatine olan bu hizmetin verilmesinin yetki şartına bağlanmasındansa, çerçeve sözleşmelerde zorunlu tutulması daha isabetli olurdu.

Aracı kuruluşların alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesine yurt dışı piyasalarda menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak yapacakları aracılık faaliyetleri ile ilgili hükümleri de koymaları zorunlu tutulmuştur. Buna göre müşterilerle imzalanacak alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesine sermaye piyasası aracının ve bedelinin transferi, saklama ve takas işlemleri, işlemlerin teyidi, karşılıklı hak ve yükümlülükler gibi özel hususların yanı sıra, yurt dışı piyasalarda yapılan işlemlerdeki korumanın kapsamı ile yurt dışı piyasalardaki düzenlemeler nedeniyle yatırımcılara tanınan bütün haklar ve yükümlülükler hakkında özet ve güncel bilgilerin konulması şarttır. Ayrıca aracı kuruluşların, yurt dışı piyasalarda yapacakları işlemleri müşteri bazında izlemeleri, bu çerçevede gerekli ve yeterli belge, kayıt, iletişim, muhasebe ve iç kontrol sistemini oluşturmaları da gereklidir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.52/b,c).

Alım satıma aracılık faaliyeti kapsamında aracı kuruluşlar, müşterilerine sermaye piyasası araçları, bunları ihraç etmiş olan ortaklıklar ve kuruluşlar ile piyasanın genel eğilimleri hakkında yönlendirici nitelikte olmamak kaydıyla yazılı ve sözlü bilgi verebilirler. Yönlendirici olmamak kaydıyla bu tür bilgilerin verilmesi yatırım danışmanlığı kabul edilmemektedir. Bu hizmetin verilmesi, bilgilerin tarafsız ve dürüst olması, belli bir kişi, grup ya da portföyün ihtiyaçlarının karşılanması amacını taşımaması ve karşılığında ilave herhangi bir maddi menfaat temin edilmemesi şartına bağlanmıştır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m. 46).

Aracı kuruluş, bu tür bilgiler verirken, objektif olmalı ve olabildiğince kendi görüş ve beklentilerini az yansıtmalıdır. Örneğin bir ihraççı ortaklığın mali durumunun iyi veya kötü olduğunun söylenmesi yerine, bu ortaklık hakkındaki sayısal bilgiler verilmeli, varsa açıklanmış yatırım plan ve projeleri anlatılmalıdır. Sadece ilgili sermaye piyasası aracı veya ihraççı hakkında somut değerlendirmeler yapılmalıdır. Müşteriyi belirli bir sermaye piyasası aracını almaya veya satmaya yönlendirmektense, sadece bunlar hakkında durum değerlendirmesi yapılmalı, fakat kararı yatırımcıya bırakmalıdır. Ayrıca bu bilgilendirme karşılığında maddi bir menfaatin temin edilmemesi de gereklidir. Aksi halde yatırım danışmanlığı faaliyetinin varlığından söz edilecektir<sup>411</sup>.

#### **IV. Alım Satım Aracılık Sözleşmesinin Tarafları**

Alım satım aracılık sözleşmesinin kimler arasında imzalanacağı mevzuatta açıkça düzenlenmemiştir<sup>412</sup>. Sadece Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 45. maddesinin ikinci fıkrasında aracı kurumların alım satım aracılık çerçeve sözleşmesini imzaladıktan sonra müşterilerinden sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin emirleri kabul edebilecekleri belirtilmiştir. Aynı Tebliğin 47. maddesinin ikinci fıkrasında ise bankaların alım satım aracılığı faaliyetine ilişkin olarak bu Tebliğ’de düzenlenen esaslara uymaları zorunlu tutulmuştur. Bu düzenlemelerden sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık çerçeve sözleşmesinin, aracı kuruluşlar<sup>413</sup> ile sermaye piyasası araçlarına yatırım yapacak müşterileri arasında yapılabileceği anlaşılmaktadır.

---

<sup>411</sup> Aynı yönde bkz. **İnceoğlu**: s.36.

<sup>412</sup> Kurul’un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği’nin 41.maddesinde halka arza aracılık sözleşmesinin “sermaye piyasası aracını ihraç eden ile aracı kurum ya da mevduat kabul etmeyen banka arasında” imzalanacağı düzenlenmiş olmasına karşın, alım satım aracılık sözleşmesinin kimler arasında yapılacağına ilişkin olarak benzer düzenleme yapılmamıştır.

<sup>413</sup> Kurul’un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği’nin 3 ve 5. maddelerinde aracı kuruluşların yani aracı kurumlar ile bankaların sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık faaliyetinde bulunabilecekleri düzenlenmiştir.

Bankalar<sup>414</sup>, borsada hisse senetlerinin alım satımına aracılık yapamazlar. Hisse senetleri dışındaki diğer sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yapmaları mümkündür. Borsa dışında ise bankaların, hisse senetleri dahil tüm sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yapmalarına izin verilmiştir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.5).

Bankalar, aracı kurumlar ile acentelik sözleşmesi imzalayabilirler. Bankalar acente sıfatıyla sermaye piyasası araçlarına ilişkin alım ve satım emirlerinin aracı kuruma iletilmesine ve gerçekleşen emirlerin tasfiyesine aracılık edebilirler (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.24/II). Dolayısıyla bankaların borsada hisse senedi alım satımına aracılık yapmaları yasaklanmış olmasına karşın, acente sıfatıyla bu işlemleri dolaylı da olsa yapabilmektedirler. Kanaatimizce bankaların borsada hisse senedi alım satımına aracılık yapamayacaklarına ilişkin sınırlandırma getirilmesinin bir mantığı bulunmamaktadır. Bankaların borsada acente sıfatıyla hisse senetlerinin alım satımına aracılık edebilmeleri sebebiyle, bu işlemleri kendi adlarına da yapabilmeleri gerekir.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 47. maddesinin ikinci fıkrasında bankaların alım satım aracılığı faaliyetine ilişkin olarak bu Tebliğ’de düzenlenen esaslara uymaları, sadece borsa dışı alım satım aracılığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında zorunlu tutulmuştur. Borsada işlem yapacak bankalar bakımından böyle bir zorunluluk getirilmemiştir. Kanaatimizce Tebliğin bu hükmünde “borsa dışı” ifadesi hatalı olarak kullanılmıştır. Çünkü bankaların borsa dışındaki alım satım aracılık faaliyetlerinin, belirli kurallara bağlanmasına karşın, borsadaki işlemlerinin bu kuralların dışında tutulması yerinde değildir.

Ayrıca Tebliğ’in “Borsa dışı piyasalardaki alım satım işlemleri” başlıklı 48. maddesinin son fıkrasında “Bankalar da, Kurul’ca borsa dışında alım satım aracılığı yapma konusunda yetkili kılındıkları takdirde yukarıdaki esaslara tabi olurlar.” ifadesi ile aynı husus tekrarlanmıştır. Tebliğin 48. maddesinde bankaların borsa dışı

---

<sup>414</sup> Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yapacak bankalar için mevduat kabul etmeleri bakımından bir ayırım yapılmamıştır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.5).



alım satıma aracılık faaliyetlerinde Tebliğ hükümlerine uymalarına ilişkin zorunluluğun tekrarlanması da, 47. maddenin ikinci fıkrasında “borsa dışı” ifadesinin hatalı olarak kullanıldığını göstermektedir.

Aracı kurumların yurt dışı piyasalarda sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık etmeleri mümkündür. Bunun için aracı kurumun yurt dışındaki borsaya kayıt olması ve Kurul’dan izin alması gereklidir. Yurt dışındaki aracılık faaliyetlerinde aracı kurumlar, ilgili ülkenin mevzuatına uygun olarak işlemlerini gerçekleştirirler (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ m.30/III).

Alım satıma aracılık faaliyetinde bulunacak aracı kurumların, Kurul’un aramış olduğu asgari öz sermaye yükümlülüğünü de yerine getirmiş olmaları gerekir. Aracı kurumlar ile borsa dışı alım satıma aracılık faaliyetinde bulunacak bankaların<sup>415</sup> sermaye piyasası araçları ile ilgili iş ve işlemlerin yürütülmesini sağlayabilecek, bu faaliyetlere elverişli mekân, teknik donanım ile yeterli sayıda yönetici ve ihtisas personeli ile diğer personeli sağlamış bulunmaları da zorunludur (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.47/I,II).

## **V. Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Uygulanacak Bireysel Sözleşmeler ve Hukuki Nitelikleri**

Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesinin imzalanmasından sonra aracı kuruluş, yatırımcıdan sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin emirleri kabul etmeye başlayabilir. Yatırımcı, alım veya satıma ilişkin emirler verirken, aracı kuruluş ise bunları borsaya iletir. Her bir işlemde yatırımcı ile aracı kuruluş arasında dayanağı çerçeve sözleşme olan bireysel sözleşmeler yapılmaktadır. Ancak yatırımcının sermaye piyasası alım satımına ilişkin işlem yapma ya da aracı

---

<sup>415</sup> Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 47. maddesinde sadece borsa dışı alım satıma aracılık faaliyetinde bulunacak bankalar bakımından personel kadrosu, mekân ve teknik donanım ile ilgili yükümlülük getirilmiştir. Halbuki bankaların borsada hisse senedi dışında diğer sermaye piyasası araçlarının alım satımına da aracılık yapabilmeleri mümkündür. Kanaatimizce sadece borsa dışında alım satım yapacak bankalar bakımından getirilen bu ayrık düzenleme isabetli olmamıştır.

kuruluşun verilen emirleri gerçekleştirme hususunda bireysel sözleşme yapma yükümlülüklerinin bulunup bulunmadığı tartışma konusu olmuştur.

Bir görüşe göre çerçeve sözleşme, en azından taraflardan birine bireysel sözleşme yapma borcu yükleyen bir kök yüküm içermektedir. Bireysel sözleşme yapmaktan kaçınılması, çerçeve sözleşmenin müspet ihlali niteliğindedir. Bunun yaptırımı ise tazminat ve sözleşmeden dönmedir<sup>416</sup>. Diğer bir görüşe göre ise, çerçeve sözleşme taraflara bireysel sözleşme yapma borcu yüklememektedir. Ancak çerçeve sözleşmede, bireysel sözleşme yapma yükümlülüğünün getirilmesi halinde ise artık bir ön sözleşmeden söz edilebileceği ileri sürülmüştür<sup>417</sup>.

Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık sözleşmelerinde ise, aracı kuruluşlar, müşterilerin emirlerini yerine getirmekten kaçınabilirler<sup>418</sup>. İMKB Yönetmeliğinin 28. maddesinin üçüncü fıkrasında aracı kuruluşların, müşterilerinin emirlerini kısmen veya tamamen kabul etmeyebilecekleri açıkça belirtilmiştir. Aynı düzenlemeye göre aracı kuruluşlar nedenini açıklama zorunluluğu olmamakla birlikte, durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine hemen bildirmekle yükümlüdürler. Ancak bu düzenleme tarzı, küçük yatırımcının menfaatlerini korumaktan uzak ve aracı kuruluşların kötü niyetli işlemlerine açıktır.

Kanaatimizce yatırımcının hesabında verilen emrin yerine getirilmesine yetecek miktarda sermaye piyasası aracı veya nakit bulunması ve borsada işlem yapılması için düzenlenen süreler içerisinde veya öncesinde emir verilmiş olması halinde, aracı kuruluş müşterisinin emrini geçerli bir sebebi bulunmaksızın reddedememelidir. Zira müşterinin borsada kendi başına alım veya satım işlemi yapması mümkün değildir. Müşterinin vermiş olduğu emri bir sebep göstermeksizin

---

<sup>416</sup> **Tandoğan:** C.I/1, s.32, dn.63.

<sup>417</sup> **Barlas:** s.814 vd.

<sup>418</sup> **Sumer:** s.87; **Aytaç,** Zühtü: Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Uluslar arası Semineri, Ankara 1995, s.122; Aksi görüşte **İnceoğlu'**na göre alım satım sözleşmelerinde, aracı kurumların müşterilerin emirlerini yerine getirmekten kaçınma imkânları bulunmamaktadır. **İnceoğlu:** s.141.

aracı kuruluşun reddetmesi, yatırımcının büyük zararlara uğramasına neden olur. Bu nedenle aracı kuruluşların emri reddedebilmesi, yatırımcıyı korumasız bırakmaktadır.

Aracı kuruluşun müşteri emirlerini yerine getirebilmesi için hesapta yeterli sermaye piyasası aracı ya da nakit para bulunmuyor; alım satım işlemlerinin yapılabilmesi için emrin verilebileceği süreler geçmiş veya İMKB belli bir süre kapalı olabilir. İlgili sermaye piyasası araçlarının bazıları da işleme kapatılmış olabilir. Buna benzer sebeplerle aracı kuruluşun müşteri emirlerini kısmen veya tamamen yerine getirmemesi mümkündür. Ancak bu durumların yönetmelikte tek tek sayılarak, hangi hallerde emrin kabul edilmeyebileceği açıkça düzenlenmelidir. Aracı kuruluşa genel olarak emri kabul etmeme yetkisinin verilmesi, suistimale ve yatırımcının zarara uğramasına neden olabilecek niteliktedir.

Aracı kuruluşun kendi kusurundan kaynaklanacak sebeplerle müşterilerinin emirlerini yerine getirmemesi ve bundan sorumlu tutulmaması da iyi niyet kurallarına aykırıdır<sup>419</sup>. Dolayısıyla aracı kuruluşların, yatırımcıların emirlerini kabul etmeyebileceklerine ilişkin düzenleme yerinde değildir. Aracı kuruluşun, herhangi bir gerekçe göstermeksizin müşteri emirlerinin bir kısmını ya da tamamını kabul etmeyebileceklerine ilişkin düzenlemenin gerek yatırımcıların korunması, gerekse sermaye piyasalarına duyulan güvenin sağlanması bakımından bir an evvel düzeltilmesi gerekmektedir.

Yatırımcıların, bir yatırım hesabı açtırmaları halinde alım satıma yönelik emir verme, bireysel sözleşme yapma yükümlülükleri bulunmamaktadır. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ m. 13/IV gereği alım satıma aracılık sözleşmesi ile yatırımcının menfaatlerine ters düşecek böyle bir yükümlülüğün de getirilemeyeceği kanaatindeyiz.

Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılıkta aracı kuruluş, ücret karşılığında kendi namına yatırımcı (müşteri) hesabına işlem yapmayı

---

<sup>419</sup> Aracı kuruluşun kendi kusurundan kaynaklanan hukuki, idari, teknik, vb. sebeplerden dolayı emirleri yerine getirmemesi de haklı sebep kabul edilmemelidir.

üstlenmektedir. Bu sebeple alım satıma aracılık amacıyla akdedilen bireysel sözleşmelerin hukuki niteliklerinin komisyon sözleşmesi olduğu kabul edilmektedir<sup>420</sup>. Borçlar Kanunu'nun 416. maddesinin birinci paragrafında yapılan tanımlamaya göre alım ve satım işlerinde komisyoncu, ücret mukabilinde kendi namına ve müvekkil hesabına kıymetli evrak ve menkul eşya alım ve satımını üstlenen kimsedir.

Kanaatimizce kıymetli evrak niteliği taşımayan sermaye piyasası araçlarının alım satımında da komisyon sözleşmesi niteliğinin bulunduğu kabul edilmelidir. Çünkü ücret karşılığında kendi adına müvekkil hesabına hukuki işlem yapılmasının üstlenildiği diğer hallerde de alım satım komisyonculuğuna ilişkin hükümler uygulanır (BK 430/II). Bu sebeple kaydi olarak işlem gören sermaye piyasası araçlarının alım satımlarında akdedilen bireysel sözleşmeleri de komisyon sözleşmesi olarak nitelendirmek gerekir. Komisyon sözleşmesi iş görme sözleşmelerinden vekâlet sözleşmesinin özel bir türüdür. Bu sebeple komisyon sözleşmelerine ilişkin düzenlemelerde ortaya çıkan boşluklarda, vekâlet sözleşmesi hükümleri uygulanır (BK 416/II).

İnceoğlu'na göre, aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesabına alıp satması halinde bireysel sözleşmenin alım satım sözleşmesi niteliği taşıyacağını savunmuştur<sup>421</sup>. Kanaatimizce bu görüşe katılmak mümkün değildir. Çünkü komisyoncunun kendi nam ve hesabına hareket edebileceği istisnai haller de mevcuttur. Bu hallerde komisyon sözleşmesi hukuki niteliğinin kaybolduğu söylenemez. Özellikle BK 427/I'e göre komisyoncu, borsada kayıtlı ve piyasada cari fiyatı bulunan kambiyo senedi ve diğer kıymetli evrak ve emtiayı, müvekkil tarafından aksine talimat verilmiş olmadıkça, bizzat satabilir veya satın alabilir. Dolayısıyla aracı kuruluşun kendi nam ve hesabına sermaye piyasası aracını yatırımcıdan alıp satması halinde de komisyon sözleşmesi niteliğinin korunduğu kanaatindeyiz.

---

<sup>420</sup> **Ünal:** s.468; **Manavgat:** s.66; **Yasaman:** s.114; **İnceoğlu:** s.150; **Konuralp/Konuralp:** s.592.

<sup>421</sup> **İnceoğlu:** s.148, 150.

Ayrıca aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesabına alıp satması halinde bireysel sözleşmenin alım satım sözleşmesi niteliği taşıdığı kabul edilmesi halinde, komisyon sözleşmesine ilişkin hükümlerin uygulama imkânı kalmayacaktır. Bu durumda aracı kuruluşun komisyon sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülükleri uygulanamayacaktır. Aracı kuruluşun yükümlülüğü almış olduğu sermaye piyasası aracının bedelini ödemek, ya da satmış olduğu sermaye piyasası aracını teslim etmekle sınırlı kalacaktır. Bu anlamda aracı kuruluşun sorumluluklarını hafifleten bu görüşe katılmak mümkün değildir.

Sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin olarak borsa üyesi aracı kuruluş ile müşterisi arasındaki bireysel sözleşmelerin kurulmasında genel hükümler uygulanır. Bireysel sözleşmenin kuruluşunda aracı kuruluş ile müşterisinin karşılıklı birbirine uygun irade beyanında bulunmaları gerekir (BK 1/I, 2/I). Müşterinin sermaye piyasası aracının alım veya satımına ilişkin emri, icap niteliğindedir. Aracı kuruluşun alım veya satım emrini borsaya iletceğini ifade etmesi halinde açık kabul söz konusu olur. Aracı kuruluşun, açık bir beyanı olmamasına karşın müşteri emrini borsaya iletmesi halinde ise zımni kabul görülür.

Aracı kuruluşun, müşterinin alım veya satım emrine sessiz kalması halinde bundan icabı kabul ettiği anlaşılmalıdır. Borçlar Kanunu'nun 6. maddesi uyarınca, icapta bulunan kimsenin gerek işin hususi mahiyetinden, gerek hal ve mevkiin icabından dolayı açık bir kabulü bekleme mecburiyeti olmadığı takdirde, eğer icap münasip bir süre içinde reddolunmamış ise, sözleşmenin kurulduğu kabul edilir. Ayrıca komisyon sözleşmelerinde de uygulanan vekâlete ilişkin BK 387'ye göre, "Vekilin tevdi edilen işi idare hususunda resmi bir sıfatı varsa veya işin icrası mesleğinin icabından ise yahut bu gibi işleri kabul edeceğini ilan etmiş ise vekâlet, vekil tarafından derhal reddedilmedikçe kabul edilmiş sayılır.". Sermaye piyasası araçlarının alım satımına sadece aracı kuruluşların aracılık yapabilmeleri ve bu işi meslek şeklinde yaptıkları göz önünde bulundurulduğunda, BK 387 gereği derhal reddedilmeyen emirler kabul edilmiş sayılmalıdır<sup>422</sup>.

---

<sup>422</sup> Aynı yönde bkz. **Kırca**: s.102.

Borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının değerleri sürekli değişmektedir. Bazen sermaye piyasası araçlarının hızla değer kazandıkları veya kaybettikleri de görülmektedir. Böyle durumlarda yatırımcının anlık karar vermesi ve emirlerini hızla iletmesi gerekmektedir. Yukarıda da ifade ettiğimiz üzere aracı kuruluşun emri kabul etmemesi halinde yatırımcının telafisi bazen imkânsız büyük zararlara uğraması muhtemeldir. Ancak İMKBY m.28 gereği aracı kuruluş emri kabul etmeyecekse, bunu derhal müşterisine bildirmelidir.

Sözleşmenin geçerliliği belli bir şekil şartına bağlanmışsa, icabın da o şekle uyularak yapılması gerekir. Sermaye piyasası araçlarının alım satımlarına ilişkin müşteri emirleri ise sözlü olarak verilebilir. Ayrıca BK'nın komisyon sözleşmelerine ilişkin hükümlerinde de bir şekil şartı öngörülmemiştir. Bu sebeple bireysel sözleşmelerin geçerliliği bakımından bir şekil şartı bulunmamaktadır.

## **VI. Alım Satıma Aracılık İşlemlerinde Yatırımcının Korunması**

### **A. Genel Olarak**

Sermaye piyasası araçlarını borsada alıp satmak isteyen yatırımcılar, bu işlemleri aracısız yapmaları mümkün olmadığından, aracı kuruluşlara başvurmalı ve yatırım hesabı açtırmalıdır. Borsada sermaye piyasası aracı alıp satmak isteyen yatırımcılar, bu taleplerini ancak borsa üyesi aracı kuruluşlara emir<sup>423</sup> vermek suretiyle gerçekleştirebilirler.

Aracı kuruluşlar, müşterilerin alım satıma ilişkin emirlerini İMKB'ye ileterek aracılık yapmaktadırlar. Müşterilerin alım ve satıma ilişkin emirleri İMKB'de işlem görür. İMKB'de ortaklık hakkı veya alacaklılık hakkı sağlayan ve SPK tarafından menkul kıymet olarak kabul edilen sermaye piyasası araçları işlem görebilmektedir. Günümüzde İMKB'de hisse senedi, borsa yatırım fonu katılım belgeleri, rüçhan

---

<sup>423</sup> Müşteriler tarafından iletilen alım veya satım emirleri "Müşteri Emri" olarak ifade edilir (İMKBY, m.28/I,c.1).

hakkı kuponları, özel sektör tahvilleri, hazine bonosu ve devlet tahvili işlem görmektedir.

İMKB'nin faaliyete başladığı dönemlerde borsada gerçekleştirilen alım-satım işlemlerine ilişkin teslim yükümlülükleri, borsa üyesi aracı kuruluşlar tarafından borsa dışında gerçekleştirilmiştir. Takas işlemleri 1988 yılında İMKB bünyesinde kurulan bir müdürlükle borsa bünyesinde yapılmaya başlanmıştır. Takas ve saklama görevi 1992 yılı başından itibaren İMKB ve üyelerinin ortaklığı ile kurulan İMKB Takas ve Saklama A.Ş.'ye tevdi edilmiştir. Takasbank, 23 Mart 1995 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 95/6551 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yatırım bankasına dönüştürülmüştür. İMKB ile 2005 yılı Şubat ayında faaliyete geçen Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası nezdindeki piyasaların tümünün takas işlemleri Takasbank tarafından sonuçlandırılmaktadır.

Ayrıca Takasbank tarafından Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ile aracı kuruluşlara fiziksel saklama hizmeti sunulmaktadır. Kaydi sisteme geçişle birlikte, hisse senetlerinin fiziki basım ve hareketi 28.11.2005 tarihinde ortadan kalkmış, hisse senetlerine ait her türlü hak, yükümlülük ve tasarruf, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. nezdinde bilgisayar ortamında izlenmeye başlamıştır.

Aracı kuruluşlar ile yatırımcılar arasındaki alım satım aracılık işlemleri yönetmelik ve tebliğler ile düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerde aracı kuruluşlar ile yatırımcıların uymaları gereken bazı esaslar getirilmiştir. Aracı kuruluşların uyması gereken esasların çoğu, yatırımcıların menfaatlerinin korunmasına yöneliktir. Bu düzenlemelerin bir diğer amacı da ileride ortaya çıkacak uyuşmazlıklarda taraflar arasında yaşanacak ispat sorunlarını çözmek olmuştur.

## **B. Müşteri Emirleri**

Aracı kuruluşlar, alım satım aracılık çerçeve sözleşmesinin imzalanmasından sonra müşterilerinden emir kabul etmeye başlayabilirler. Alım satım ilişkin emirler borsada veya borsa dışında yapılacak işlemler için verilebilir.

Borsada işlem görecek emirler, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde yerine getirilir. Borsa dışında işlem görecek emirler ise, alım satım aracılık çerçeve sözleşmesinde belirlenen esaslara göre kabul edilir. Borsa dışında faaliyet gösteren aracı kurumların, işlem yaptıkları sermaye piyasası araçlarının alış ve satış fiyatlarını işyerlerinde ilan etmeleri zorunlu tutulmuştur (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.45/II).

Sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin emirlerin verilme şekli çerçeve sözleşmede belirlenir. Müşteriler esas olarak yazılı olarak alım satım emri verebilirler. Aracı kuruluşların; telefon, teleks, telgraf gibi haberleşme araçlarıyla ya da sözlü olarak verilen emirleri de kabul etmeleri mümkündür (İMKBY, m.28/I). Müşteri emirlerinin iletiminde kullanılacak haberleşme araçlarında bir sınırlandırma yapılmamıştır. Borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının değerlerinin sürekli değişkenlik göstermesi ve yatırımcıların anlık karar vererek emirlerini iletmeleri sebebiyle 1995 yılına kadar en çok başvurulmuş haberleşme aracı telefon olmuştur<sup>424</sup>.

Bilgisayar kullanımının yaygınlaştığı son zamanlarda daha çok internet üzerinden alım satım emirlerinin verildiği görülmektedir. Yatırımcılar, aracı kuruluşların sağladığı imkânlarla, borsada işlem gören hisse senetlerindeki anlık değişimleri takip edebilmektedirler<sup>425</sup>. Aracı kuruluşların kullandıkları bilgisayar programları sayesinde, bir hisse senedinin gün içindeki en yüksek ve en düşük değerleri, işlem hacmi, en son hangi fiyatla satıldığı izlenebilmektedir. Yatırımcı günlük, haftalık, aylık ve yıllık kâr veya zarar yüzdesini ve belli bir hisse senedinde kendi kâr ve zarar miktarını görebilmektedir. Bu programlar yatırımcının hem kâr ve zarar hesabı yapmasını kolaylaştırmakta, hem de daha sağlıklı yatırım kararı almasını sağlamaktadır.

Bilgisayar kullanımındaki artış, alım-satım emirlerinin de internet yoluyla verilmesine yol açmıştır. Bilgisayar programlarının sağlamış olduğu kolaylıklar emirlerin internetten verilmesi daha yaygın hale gelmiştir. Ayrıca alım satım

---

<sup>424</sup> **Anbar**, Adem: “Online Yatırımlar ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C.3, S.3, 2001, s.1.

<sup>425</sup> **Kınık**, Tevfik: Elektronik Finansın Gelişimi Karşısında Aracı Kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2002, s.7.



emirlerinin en kısa sürede borsaya iletilebilmesi imkanı, internet kullanımını yaygınlaştırmıştır. Sermaye piyasası araçların değerlerinde meydana gelen anlık değişimler, emirlerin de hızlı iletilmesinin önemini artırmıştır. Sonuçta yakın zamana kadar emirlerin verilmesinde en çok başvurulan haberleşme aracı olan telefonun yerini 1995 yılından sonra internet almıştır<sup>426</sup>.

İnternetin yaygın olarak kullanılmaya başlanmasıyla, aracı kurumların fonksiyonu azalmıştır. Sadece emirlerin borsaya iletilmesine aracılık yapar hale gelmişlerdir. Yatırımcılar, aracı kuruma gitmeden veya bir brokerla direkt karşı karşıya gelmeden, haftanın yedi günü, günün 24 saati emir verebilme imkânına kavuşmuşlardır. İnternet üzerinden yapılan alım satım işlemlerinin hız, rahatlık ve maliyet avantajı sunması, sermaye piyasasına olan ilgiyi artırmıştır. Online işlemler, işlem hacmini arttırmış, işlem maliyetlerini düşürmüştür. Ayrıca ülkelerin sermaye piyasaları arasındaki sınırları ortadan kaldırmış, uluslararası yatırımları ve borsa birleşmelerini kolaylaştırmıştır<sup>427</sup>.

Artık aracı kuruluşlar, müşterilerine internetten alım satım yapmalarına olanak sağlayan bilgisayar programları sunmaktadırlar. Yatırımcılar, aracı kuruluşların sağladıkları bu imkân ile birkaç klavye tuşuna basarak alım satım yapmaktadırlar. Bu durum yatırımcıların borsada doğrudan işlem yaptıkları izlenimi vermekte, aracı kuruluşun aracılık faaliyeti görünmemektedir. Aracı kuruluşlar tarafından bu işlemler için oluşturulmuş sistemler ve yazılımlar bu süreci son derecede hızlandırabilmekte ve yatırımcıların borsaya doğrudan eriştikleri izlenimini doğurabilmektedir. Ancak aracı kuruluşlar mevzuat kapsamında yatırımcılar tarafından kendilerine iletilen emirlerden sorumlu olmaya devam etmektedirler. Yatırımcılar doğrudan borsada işlem yapamamakta, yine aracı kuruluşların aracılığı ile alım satımlarını gerçekleştirmektedirler.

Ancak telefon ile emir iletimi halen önemini devam ettirmektedir. Özellikle internette yaşanan kesintiler, aracı kuruluşun web sayfasında yaşanan sorunlar veya

---

<sup>426</sup> **Anbar:** s.1.

<sup>427</sup> **Anbar:** s.1.

yatırımcının kendi bilgisayarındaki problemler sebebiyle internetten emir verilmesi aksamalara neden olabilmektedir. Bu durumlarda yine en kolay haberleşme aracı telefon olmaktadır.

İnternet kullanımının yaygınlaşması, bazı düzenlemelerin yapılmasını da gerektirmiştir. İnternet ortamında emir kabul edecek aracı kuruluşların bu hususta Kurul'a bildirimde bulunmaları gereklidir. Elektronik ortamda emir kabul edecek aracı kuruluşlara bazı yükümlülükler getirilmiştir<sup>428</sup>. Müşterilerinden borsaya iletmek üzere elektronik ortamda emir kabul edebilmeleri için aracı kuruluşların alım satım aracılık sözleşmesi imzalamaları ve bir hesap açmaları zorunludur.

---

<sup>428</sup> “Borsaya iletmek üzere elektronik ortamda emir kabul edecek olan aracı kurumlar,

a) Elektronik ortamda aldıkları emirler için yazılı veya sözlü olarak kabul ettikleri diğer emirlerin borsaya iletilmesinde uyulması gereken öncelik kurallarına riayet ederek, elektronik ortamda emir ileten müşterileri ile diğer yollarla emir ileten müşterileri arasında eşitsizliklerin ortaya çıkmasına engel olmakla,

b) Elektronik ortamda aldıkları emirler için Seri:V, No:6 sayılı Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ'de yer alan yükümlülükleri sağlamakla,

c) Güvenlik, kapasite ve yedekleme açısından yeterli bilgisayar ağını kurmak ve alternatif iletişim yöntemleri sağlamakla,

d) Elektronik ortamda kabul edilen emirlerin izlenmesi, borsaya iletilmesi, bu emirlere ilişkin kayıtların tutulması ve müşterilerle iletişimin sağlanması için yeterli sayıda personel istihdam etmekle yükümlüdürler.

Bu tür işlem yapacak kurumların ilgili internet sayfasında,

a) Emir iletimi, işlemlerin gerçekleştirilmesi ve tasfiyesinin nasıl yapılacağına,

b) Elektronik ortamda kabul edilen emirlerin durumunun müşteri tarafından elektronik ortamda takibi ve müşteriye elektronik ortamda yapılacak bildirim esaslarına,

c) Sermaye piyasası araçları, borsa ve piyasa bilgilerine,

d) Kullanılan bilgisayar ağı ve şifreleme sisteminin olası risklerine ve güvenliğine,

e) Olası risklere karşı hazırlanan “beklenmedik durum planları”nın içeriğine,

f) Bilgisayar ağına meydana gelebilecek sorunlar karşısında kullanılacak alternatif iletişim yöntemlerine,

g) Bu işlemlerde “sayfada verilen bilgilerin genel nitelikte olduğuna ve müşterilerin alım satım kararlarını destekleyebilecek yeterli bilginin sayfada olmayabileceğine” ilişkin bir açıklamaya yer vermeleri zorunludur” (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.49/II, III).

Elektronik ortamda alınan emirler genel hükümler açısından sözlü emir niteliğinde kabul edilmektedir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.49/IV).

Aracı kuruluşların şube, acente veya irtibat bürolarına verilen emirler de üyeye verilmiş sayılır. Müşterinin vermiş olduğu emirler, şekli İMKB tarafından belirlenen ve sıra numarası takip eden listelere, alınışı sırasında üye veya temsilcileri tarafından kaydedilir. Emrin kaydedildiği sıra numarası ve kodu o anda müşteriye bildirilir (İMKBY, m. 28/I, II). Yatırımcı bu sayede hangi sermaye piyasası aracını, ne kadara aldığını veya sattığını takip ederek, vermiş olduğu emri kontrol etme imkânı bulur.

Daha önce de ifade ettiğimiz üzere aracı kuruluş, müşterinin emrini kabul etmek zorunda değildir. Aracı kuruluş, emri kabul etmek istemiyorsa, nedenini açıklama zorunluluğu olmamakla birlikte, durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine hemen bildirmek zorundadır (İMKBY, m.28/III).

Müşteri, emrin borsaya intikal ettirilmesinden önce emri değiştirebilir veya iptal edebilir (İMKBY, m.28/son). Hisse senedi piyasasında alım satıma ilişkin emirler sadece borsaya intikal ettirilmeden iptal edilebilirler. Borsaya intikal ettirilmiş emirler ise sadece, miktar azaltılmaksızın mevcut emrin fiyatı iyileştirilerek düzeltilir. Bu şekilde iyileştirilen emir daha önce girilmiş aynı fiyatlı emirlerden sonra yer alır.

İyileştirilecek veya düzeltililecek olan emir daha önce girilen emirden farklı olmalıdır. Emir iyileştirilmesi, alış emirlerinde fiyatın yükseltilmesi, satış emirlerinde ise fiyatın düşürülmesi şeklinde olur (İMKB-HSPY, m.20/I). Tahvil ve bono piyasalarında ise aracı kuruluşlar, vermiş oldukları emirleri, gerçekleşmediği takdirde her şekilde düzeltilir veya her an iptal edebilirler (İMKB-TBPY, m.15)<sup>429</sup>.

---

<sup>429</sup> İMKB-TBPY, m.15'te her ne kadar verilen emirlerin, gerçekleşmedikleri takdirde borsa üyelerince her şekilde düzeltililebilecekleri ve iptal edebilecekleri düzenlenmiş olmakla birlikte, bu emirlerin müşterilerce de iptal edilebileceğinin kabul edilmesi gerekir.

Yazılı emirlerin içermesi gereken bilgiler İMKBY 29/I'de sayılmıştır<sup>430</sup>. İMKBY 29/II'ye göre aranan bilgileri içermeyen yazılı emirler işleme konulamaz<sup>431</sup>. Ancak aranan şartlara uygun bir emrin verilmesi geçerlilik değil, ispat şartı olduğu kanaatindeyiz. Zira, her ne kadar aranan bilgileri içermeyen bir yazılı emir işleme konulmuş ve işlem gerçekleşmişse, müşteri ile aracı kuruluş arasında bir uyuşmazlık olmaması halinde işlem geçersiz kabul edilmemelidir. Emrin içeriği ile ilgili bir uyuşmazlık çıkarsa da, bu hususta emrin içerdiği bilgiler ispat bakımından geçerli sayılmalıdır. Yargıtay 19. HDnin 17.10.1997 tarih, E: 1997/6046, K: 1997/8544 sayılı kararında, "...Ancak menkul kıymet alım satımının yönetmeliğe uygun müşteri talimatı ile gerçekleşmesine ilişkin koşulun işlemin geçerlilik koşulu olmayıp ispat koşulu olduğu kuşkusuzdur. Aksi halde uyuşmazlık konusu olmayan alım veya satım işleminin sırf yönetmeliğe uygun talimata (müşteri emrine) dayanmaması nedeni ile geçersiz sayılması gerekir ki, bu sonucun yönetmeliğin amacı kadar borsanın işleyişine de ters düşeceği açıktır. Bu nedenle; talimatsız veya yönetmeliğe aykırı talimata göre yapılmış olsa bile müşteri, aracı kurumun yaptığı alım veya satım işlemini hesap ekstresinin kendisine tebliği veya başka bir şekilde öğrenmiş ve itiraz etmiyerek işlemler yapmış ise önceki işlemlere icazet vermiş sayılır. Bu aşamada, müşterinin önceki işlemlerin talimatsız yapıldığını veya talimatın yönetmelikte öngörülen şekle aykırı olduğundan işlemin geçersiz olduğunu savunması, objektif iyiniyet kuralı ile bağdaşmayacağından dinlenemez..." denilmiştir.

---

<sup>430</sup> "Bir müşteri emrinde en az aşağıdaki bilgilerin bulunması gerekir:

- a) Emrin verildiği borsa üyesinin adı, soyadı veya unvanı,
- b) Emri verenin adı, soyadı veya unvanı ve adresi
- c) Emrin alım emri mi satım emri mi olduğu
- d) Satın alınacak veya satılacak menkul kıymetin cinsi, adedi, varsa nominal değer tutarı,
- e) Emrin limitli mi, yoksa serbest fiyatlı emir olarak mı verildiği,
- f) Limitli emirlerde limit fiyatı,
- g) Varsa, emrin geçerlilik süresi,
- h) Emrin verildiği yer, tarih, saat ve dakika,
- i) Emrin, borsa üyesi tarafından alındıktan sonra ilk seansta mı, yoksa geçerlilik süresi içinde uygun göreceği bir seansta mı borsaya intikal ettirileceği,
- j) Müşteri emir numarası." İMKBY 29/I.

<sup>431</sup> İMKBY 29/I'de sayılan bilgilerin sözlü emirlerde bulunması aranmamıştır.

Yazılı müşteri emirleri en az iki nüsha düzenlenir ve bir nüshası emri veren müşteriye verilir. Aracı kuruluş için getirilen bu yükümlülük, ileride ortaya çıkabilecek ispat sorununu çözmek amacıyla getirilmiştir. Bu düzenleme sözlü olarak emir verilir verilmeyişi veya verilmişse dahi mahiyetinin ne olduğuna ilişkin uyuşmazlıklarda ortaya çıkabilecek ispat sorununa çözüm getirmemektedir<sup>432</sup>. Bu sebeple emrin kaydedildiği sıra numarası ve kodunun anında müşteriye bildirilmesi ile sözlü emirlerde bir çözüm getirilmeye çalışılmıştır (İMKBY, m.28/I). Ancak bu halde sözlü dahi olsa bir emrin verildiği tespit edilebilmekle birlikte, bu emrin içeriğinin ne olduğu ispat edilememektedir.

Aracı kuruluşlar, gerek yazılı gerekse sözlü olarak alınan tüm müşteri emirlerini bilgisayar ortamında düzenlenmiş olan “Müşteri Emri Formu”na müteselsil sıra numarası izleyecek şekilde kaydetmelidirler. Müşteri emri formları esas alınarak tüm müşteri emirleri, aracı kurum merkezinde bilgisayar ortamında düzenlenen “Seans Takip Formu”na zaman önceliğine göre otomatik olarak kaydedilir. Öncelik sırası esasına uyulması amacıyla, tüm emirleri alınış zamanına göre sıralayabilecek bir sistem için gerekli altyapının oluşturulması zorunlu tutulmuştur (Seri:V, No:6 sayılı Tebliğ, m.17/III)<sup>433</sup>.

Müşterilerden seans önce veya seans sırasında telefon, faks, ATM kayıtları, elektronik ortamda ya da benzeri şekillerde müşteri imzasızın alınan emirler, genel hükümler açısından sözlü emir niteliğindedir. Telefon ile alınan müşteri emirlerine ilişkin ses kayıtlarının; faks yoluyla alınan emirlere ilişkin

---

<sup>432</sup> **Konuralp/Konuralp:** s.593.

<sup>433</sup> “Yazılı ve sözlü olarak alınan tüm emirlerde, müşterinin talebi halinde emrin alınması sırasında müşteriye emir alınış numarasının verilmesi zorunludur.

Aracı kuruluşlar merkez ve merkez dışı örgütlerinde aldıkları yazılı veya sözlü tüm müşteri emirlerini bilgisayar ortamında düzenlenmiş olan “Müşteri Emri Formu”na müteselsil sıra numarası izleyecek şekilde kaydederler. Bu formlar esas alınarak seans öncesinde alınan tüm müşteri emirleri, aracı kurum merkezinde bilgisayar ortamında düzenlenen ve Tebliğin 6 numaralı ekinde yer alan “Seans Takip Formu”na zaman önceliğine göre otomatik olarak kaydedilir. Borsa’da seans sürerken alınan emirler de aynı şekilde “Seans Takip Formu”na seans esnasında aktarılır. Zaman önceliği esasına uyulmasını teminen, tüm emirleri alınış zamanına göre sıralayabilecek bir sistem için gerekli altyapının oluşturulması zorunludur. Bu şekilde kaydedilen müşteri emirleri, yerine getirilmek üzere borsaya iletilir” (Seri:V, No:6 sayılı Tebliğ, m.9/IV, V).

talimatın ve gün içinde faks ile iletilen tüm emirlerin aracı kuruluşa ulaştığı tarih ve zaman bilgilerini içeren toplu dökümün; internet üzerinden alınan emirlerde tarih, zaman ve müşteri bazında olmak üzere emri ileten müşterilere ilişkin IP (Internet Protokol) numaraları kayıtlarının; her ne türlü olursa olsun elektronik ortamda diğer şekillerde alınan emirlerde emri veren kaynağı gösterecek şekilde gerekli elektronik log kayıtlarının emri alan aracı kuruluşlarca tutulması zorunlu tutulmuştur. Faks yoluyla iletilen emirlere ilişkin talimatın, faks cihazı tarafından otomatik olarak yazılan, göndericinin faks numarası, tarih ve zaman bilgilerini kapsamaması da gerekir (Seri:V, No:6 sayılı Tebliğ, m.9/II, III). Aracı kuruluşlar bakımından getirilen bu yükümlülükler, müşterileri ile yaşayacakları uyumsuzluklarda ispat sorunu bakımından önem taşımaktadır.

Müşteriler, verdikleri emirlerde alım veya satım fiyatlarını kendileri belirleyebilirler. Ancak dilerlerse fiyat belirleme konusunda aracı kuruluşu serbest bırakabilirler. Alım veya satım fiyatları “limitli” ve “serbest” olmak üzere iki türlü belirlenebilir<sup>434</sup>.

Limitli müşteri emrinde, emri veren alıcı işlemin gerçekleşmesi için kabul ettiği en yüksek fiyatı, satıcı ise satmaya razı olduğu en düşük fiyatı belirtir<sup>435</sup>. Borsada oluşan fiyat, alım emirlerinde limit fiyatından düşük ya da ona eşit; satım emirlerinde ise limit fiyatından yüksek ya da eşit ise alım satım borsada oluşan fiyat üzerinden gerçekleşir (İMKBY, m.30/IIa). Eğer borsada oluşan fiyat alım emirlerinde belirlenen limitten yüksek ya da satım emirlerinde belirlenen limitten düşük ise işlem gerçekleşmez.

Daha düşük fiyatlı satım emirleri, daha yüksek fiyatlı satım emirlerinden; daha yüksek fiyatlı alım emirleri, daha düşük fiyatlı alım emirlerinden önce işlem görür. Fiyat eşitliği halinde sisteme zaman açısından daha önce kaydedilen emirler, öncelikle karşılanır. Hem zaman hem de fiyat eşitliğinin bulunduğu hallerde ise

---

<sup>434</sup> Bunlar dışında fiyat belirleme şekilleri Yönetim Kurulunun teklifi ve SPK onayı ile düzenlenebilir (İMKBY, m.30/I, II).

<sup>435</sup> Müşterinin alım satıma ilişkin belirlemiş olduğu fiyata “limit fiyatı” denir.

müşteri emirleri, aracı kuruluşun kendi nam ve hesabına yapmış olduğu işlemlerden önce gerçekleştirilir.

Müşteri verdiği emirde fiyatı belirleme konusunda borsa üyesini serbest bırakmak istediğinde, aracı kuruluş, müşterisinin menfaatini gözetmek konusunda gerekli özeni gösterir (İMKBY, m.30/ Iİb). Serbest fiyatla verilen emirlerde aracı kuruluş, alım emirlerinde en düşük, satım emirlerinde de en yüksek fiyattan işlem yapmaya çalışmalıdır. Serbest fiyatlı emirler, genellikle hisse senedinin hızla değer kazandığı veya kaybettiği ve yatırımcının fiyat takibini yapamadığı hallerde verildiği görülmektedir.

Emrin geçerlilik süresi müşteri tarafından istendiği gibi belirlenebilir. Belirlenen süre içinde gerçekleşmemesi halinde, emir geçerliliğini kaybeder. Müşterinin süresiz emir vermesi de mümkündür. Süresi belirlenmemiş olan emirler seans içerisinde verilmiş ise o seans için, aksi takdirde takip eden ilk seans için geçerli olur (İMKBY, m.31/I, II, III).

Aracı kuruluşlar, alım emri veren müşterilerden kaparo ya da teminat veya satın alınmak istenen menkul kıymet tutarının tamamının makbuz karşılığında ödenmesini talep edebilirler. Satım emri veren müşterilerden ise satmak istedikleri menkul kıymetlerin ya da bunları temsil eden belgelerin kendilerine veya temsilcilerine teslim belgesi karşılığında teslimini, müşteri emrini Borsaya intikal ettirmenin ön şartı olarak isteyebilirler. Kaparo, peşin tahsil edilen bedel veya teslim alınan menkul kıymetler ya da bunları temsil eden belgeler işlem gerçekleşmediği takdirde en geç 1 iş günü içinde müşteriye iade edilir. Alım işlemi gerçekleştiği takdirde kaparo ve peşin tahsil edilen bedel alış bedelinden mahsup edilir (İMKBY, m.32/I, II).

### **C. Müşteri Emirlerinde Uyulacak Esaslar**

Borsa üyesi aracı kuruluşların, müşteri emirlerini kabul ederken ve bunları yerine getirirken bir takım yükümlülükleri bulunmaktadır. Aracı kuruluşların

uymaları gereken bu esaslar Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinde düzenlenmiştir. Bu esasların uygulanması özellikle alım satım aracılık işlemlerinde yatırımcıların korunması bakımından önem taşımaktadır. Aracı kuruluşun uyması gereken esaslar, aynı zamanda vekil sıfatının da bir sonucudur (BK 390/I, 321/II).

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinde getirilen esaslar, IOSCO (International Organization Of Securities Commission) ilkeleri arasında yer almaktadır. Uluslar arası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü - IOSCO, menkul kıymetlerle ilgili düzenleyici kuruluşların üye oldukları uluslar arası bir örgüttür. 1983 yılında kurulan IOSCO'nun 189 üyesi bulunmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu da bu kuruluşlar arasında yer almaktadır.

IOSCO sermaye piyasalarında koordinasyonu ve işbirliğini sağlamak, bu piyasaların yasal ve kurumsal yapısına ilişkin olarak ortak uluslararası standartlar oluşturmak ve üyeler arasında bilgi alış verişini olanaklı kılmak amacıyla kurulmuştur. IOSCO, mali piyasalarla ilgili diğer uluslararası kuruluşlarla da işbirliği halinde faaliyet göstermektedir.

IOSCO'nun menkul kıymet düzenlemelerine ilişkin üç temel amacı yatırımcıların korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf bir şekilde çalışmalarının sağlanması ve sistemik riskin azaltılmasıdır. Bu amaçlarla ülke uygulamaları arasındaki farklılıkların<sup>436</sup> giderilerek, uluslar arası standart meslek kuralları kabul edilmiştir. Bu meslek kurallarının bazıları aracılık faaliyetlerini de kapsamaktadır.

IOSCO, meslek kurallarını her ülkenin sermaye piyasalarında uygulanabilir şekilde, evrensel birer değer olarak belirlemektedir. Üye kuruluşların ülkelerinde bu meslek kuralları, iç hukukta ayrıca düzenlenerek uygulanmaktadır. IOSCO'nun belirlediği meslek kurallarının uygulanmasında üye ülkeler serbest bırakılmaktadır.

---

<sup>436</sup> Örneğin hem İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, hem de New York Borsası'na hisse senetleri kote edilmiş olan Turkcell 2000 yılı ilk 9 ayında iki farklı faaliyet sonucu açıklamıştır. Türkiye'de ilk 9 ayda 23.7 trilyon zarar açıklayan Turkcell New York Borsası'nda 157.8 trilyon TL kar açıklamıştır. Bu iki farklı faaliyet sonucu Amerikan Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartları (US GAAP) ile SPK muhasebe standartlarının farklılığından kaynaklanmaktadır. Milliyet Gazetesi, 9 Kasım 2000.



Ancak ilgili üye ülkenin sermaye piyasalarına duyulan güvenin korunması ve uluslararası standartların sağlanması bakımından IOSCO'nun belirlediği meslek kurallarına uyulması önem taşımaktadır<sup>437</sup>.

## 1. Mesleki Dikkat ve Özenin Gösterilmesi

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinin 2. fıkrasının a bendinde IOSCO ilkelerinden “Diligence” (Özen) kuralı düzenlenmiştir. Bu kural gereği aracı kuruluş, alım satıma aracılık faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeli, bu doğrultuda gerekli önlemleri almalıdır. Aracı kuruluş, müşteri emrinin gerçekleşmesine engel olacak davranışlardan da kaçınmalıdır.

Sermaye piyasası aracının alım satımında aracı kuruluşun, ağırlaştırılmış bir özen yükümlülüğü bulunmaktadır. Tüzel kişi tacir olması sebebiyle aracı kuruluşun, basiretli bir işadaminin göstereceği özenle hareket etmesi gereklidir (TTK 20/II). Bu anlamda aracı kuruluşlar bakımından objektif bir özen ölçüsü söz konusudur<sup>438</sup>. Yani aracı kuruluş, kendi yetenek ve imkânlarına göre kendisinden beklenen özeni değil, sermaye piyasasında faaliyet gösteren tedbirli, öngörülü bir tacirden beklenen özeni göstermelidir<sup>439</sup>.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinin a bendinde aracı kuruluşların “faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri, bu doğrultuda gerekli önlemleri almaları” basiretli davranmanın ölçüsü olarak belirlenmiştir<sup>440</sup>. Bu anlamda aracı kuruluşun aracılık faaliyetlerini yürütürken

---

<sup>437</sup> **Sumer**, Ayşe: “Aracı Kurumların Meslek Kurallarına Aykırı İşlemleri ve Sonuçları”, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 2002, s.674-675.

<sup>438</sup> **Sumer**, Ayşe: Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, İstanbul 2001, s.98-99; **Manavgat**: Aracı Kurumlar, s.88; **Kırca**: s.125.

<sup>439</sup> **Günel**: Sermaye Piyasası Faaliyetleri, s.281; **Ünal**, Oğuz Kürşat: “Tacirin Basiretli İş Adamı Gibi Hareket Mükellefiyeti”, Maliye Postası, Ankara 1988, s.56, vd; **Arkan**, Sabih: Ticari İşletme Hukuku, Ankara 2005, s.130.

<sup>440</sup> **Sumer**: Aracı Kurumlar, s.679.

kendi özel durumu dikkate alınmayacaktır. Aracı kuruluş, basiretli hareket etmesinin gereği olarak ileriye görerek gerekli önlemleri almakla yükümlüdür.

Müşteri emrinin gerçekleşmesi borsada talep edilen fiyattan yeterli menkul kıymetin işlem görmesine bağlıdır. Satış işlemlerinde müşteri emrinde verilen fiyattan menkul kıymete talep gelmemiş olabilir. Alım işlemlerinde de verilen fiyattan menkul kıymet alımı gerçekleşmeyebilir. Bu sebeple işlemin gerçekleşmemesi ve müşterinin kayba uğraması halinde, aracı kuruluşun özen borcunu gereği gibi ifa etmediği ileri sürülemez<sup>441</sup>.

## 2. Müşteri Menfaatlerinin Gözetilmesi ve Dürüst Davranma

Aracı kuruluş, alım satım işlemlerini gerçekleştirirken müşterilerinin menfaatini ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek, dürüstlük kuralı (MK 2) çerçevesinde hareket etmelidir (Seri:V, No:46, m.11/II,b). Dürüstlük “Integrity” kuralı, IOSCO ilkeleri arasında özen kuralı ile aynı maddede düzenlenmiştir. Bu kurala göre de aracı kuruluş, aracılık işlemleri sırasında müşterinin menfaatini ve piyasa düzenini gözetmeli ve zarar verici davranışlardan kaçınmalıdır.

Aracı kuruluş, müşterinin menfaati doğrultusunda ve iradesine uygun hareket etmelidir (BK 389/I). Bazen aracı kuruluşun talimata uyması, müşterinin menfaatine uygun düşmeyebilir. Bu tür talimatların müşterinin amacına ve menfaatine uygun düşüp düşmediğinin denetlenmesi gerekir<sup>442</sup>. Böyle bir durumda aracı kuruluş, müşterisini uyararak, talimatını değiştirmesini veya geri almasının daha doğru olacağını bildirmelidir<sup>443</sup>. Buna imkân bulamadığı hallerde müşterinin muhtemel iradesini göz önünde bulundurarak, menfaatlerini en iyi koruyacak biçimde hareket

---

<sup>441</sup> **Kırca:** s.124; **İnceoğlu:** s.152.

<sup>442</sup> Kendi içinde veya yatırımcının yatırım hedefiyle çelişkili talimatların amaca aykırı oldukları kabul edilmektedir. **Karakaş:** s.89.

<sup>443</sup> **Aral:** s.425-426; **Zevkliler:** s.368-369; **Küçüksözen:** s.144; **Kırca:** s.120; **İnceoğlu:** s.155.

etmeli, gerekirse talimattan ayrılmalıdır<sup>444</sup>. Ancak bu halde müşterinin kendisine sorulabilseydi talimattan ayrılmasına izin vereceği kabul edilebilmelidir (BK 389/I).

Aracı kuruluş, talimattan ayrılması nedeniyle müşterisini zarara uğratmış ise, talimattan ayrılmasaydı müşterinin daha fazla zarara uğrayacağını ve bu durumda müşteriden de talimat istemesinin mümkün olmadığını ispat etmelidir. Aksi halde talimatta verilen limit ile işlem fiyatı arasındaki farktan aracı kuruluş sorumlu olur (BK 389, 419/I). Ayrıca aracı kuruluşun kusuru bulunuyorsa ve müşteri fiyat farkı dışında başkaca zararlara da uğramışsa, bunların da tazmini gereklidir (BK 419/II)<sup>445</sup>.

Müşteri emirlerinin derhal borsaya iletilmesi de dürüstlük kuralının bir gereğidir. Müşterinin herhangi bir maddi kayba uğramaması bakımından, aksi müşteri emrinde kararlaştırılmadıkça, emrin derhal borsaya intikal ettirilmesi gerekir<sup>446</sup>. Emrin verildiği anda alım veya satım yapılabilecekken, emrin borsaya geç iletilmesi ve fiyatlarda anlık değişimlerin yaşanması sebebiyle işlemin gerçekleşmemesi halinde müşterinin uğradığı zarardan aracı kuruluş sorumlu tutulacaktır.

Müşteri menfaatlerinin korunması bakımından sır saklama konusu da önem taşımaktadır. Aracı kuruluş kayıtlarında yer alan müşteriye ait bilgiler müşteri sırrı olarak ifade edilmektedir. Müşteri sırlarının kapsamına, yatırımcının mali durumunu

---

<sup>444</sup> **Kırca:** s.120; **İnceoğlu:** s.155. Aksi görüşte olan Donay, verilen talimatın emredici olduğu durumlarda vekilin müvekkilin menfaatine de olsa, talimattan ayrılamayacağını kabul etmektedir. **Donay,** Süheyl: “Vekilin Talimata Uyma ve Dürüstlikle Hareket Etme Borcu”, BATİDER 1970, C.V, S.4, s.732.

<sup>445</sup> BK 419’da komisyoncunun müvekkilinin talimatına aykırı hareket etmesine bağlanan sonuçlar düzenlenmiştir. Bu hükme göre, “Müvekkil tarafından tayin olunan asgari bedelden noksanına mal satan komisyoncu malı satmasaydı müvekkilinin daha ziyade mutazarrır olacağını ve bu hal icabının yeniden emir almağa müsait bulunmadığını ispat etmedikçe bedelin noksanını tazmine mecbur olur.

Bu takdirde, komisyoncunun kusuru varsa şarta muhalefetinden dolayı başkaca tazminat vermeğe mecburdur.

Müvekkilin tayin ettiği bedelden noksanına mal alan veya fazlasına satan komisyoncu, bu muameleden istifade edemeyip aradaki farkı, müvekkiline vermeğe mecburdur.”

<sup>446</sup> **Kırca:** s.121.

gösteren sermaye piyasası araçlarının ve nakit parasının miktarı, yatırım tercihleri, işlem yapma sıklığı, yatırım hesabından yapmış olduğu havale ve EFT'ler gibi hususlar girmektedir. Müşterinin izni olmaksızın bu tür bilgiler kişinin eşi ve çocuklarına dahi verilmemelidir.

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 58. maddesinin m bendi ile aracı kuruluşlara, müşteri sırlarını saklama yükümlülüğü getirilmiştir. Bu hükme göre aracı kuruluşun ortak, yönetici, ihtisas personeli ile müfettiş ve denetçileri, işleri dolayısıyla aracı kurum ve müşterileri hakkında öğrendikleri sırları açıklayamazlar. Ayrıca bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamazlar.

Aracı kuruluşların müşteri sırlarını saklama yükümlülüğünün Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 58. maddesinin m bendi yanında, başka hukuki dayanakları da bulunmaktadır. Öncelikle aracı kuruluşun müşteri sırlarını açıklaması, aracılık çerçeve sözleşmesinin yan yükümlülüklerinin de ihlali anlamına gelmektedir<sup>447</sup>. Ayrıca müşteri sırlarının açıklanması, MK 23 ve 24. maddelerinde düzenlenen kişilik haklarına tecavüz niteliği de taşımaktadır. Bu halde BK 41 ve 49'daki haksız fiil hükümlerine de başvurulabilir<sup>448</sup>.

Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık sözleşmeleri, vekâlet sözleşmesi niteliği taşımaktadır. Aracı kuruluşun, vekil sıfatıyla da müşteriye karşı sır saklama yükümlülüklerinin bulunduğu kabul edilmektedir<sup>449</sup>.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 58. maddesinin m bendinde sır saklama yükümlülüğünün istisnaları da düzenlenmiştir. Kamuyu aydınlatma amacıyla mevzuat gereği yapılan ilan ve duyurularda sır saklama yükümlülüğü söz konusu olmaz. Aracı kurum ve ihraççı ortaklıkların kamuyu aydınlatma yükümlülüğü

---

<sup>447</sup> **Tekinalp**: Banka, s.299; **Tandoğan**, Haluk: Türk Hukukunda Bankacının Hukuki Sorumluluğu, Mukayeseli Banka Hukuku İhtisas Dönemi, Ankara 1974, s.118; **Yüksel**, Ali Sait: Bankacılık Hukuku ve İşletmesi, İstanbul 1986; **Battal**, Ahmet: Güven Kurumu Nitelendirmesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2001, s.211.

<sup>448</sup> **Tekinalp**: Banka, s.299; **Tandoğan**: Banka, s.118; **Yüksel**: s.64; **Battal**: s.211.

<sup>449</sup> **İnceoğlu**: s.144, 153; **Battal**: s.212.

sebebiyle bazı bilgileri tam ve zamanında açıklama yükümlülüklerinin bulunmaktadır. Sır saklama yükümlülüğünü bahane ederek, açıklanması gerekli bilgileri vermekten kaçınmazlar. Ayrıca adli veya mevzuatla yetkili kılınmış olmak kaydıyla idari her türlü inceleme ve soruşturma halleriyle suç oluşturan durumlara ilişkin bilgilerin ilgililere verilmesi sır kapsamında sayılmamaktadır.

Yatırımcı, sözleşmenin müspet ihlali gerekçesi ile kendisi hakkında sırları açıklayan aracı kuruluşa tazminat davası açabilir<sup>450</sup>. Aracı kuruluşun sorumlu tutulabilmesi için, yatırımcının sırrın açıklandığını ve bundan zarar gördüğünü ispat etmesi gerekli ve yeterlidir. Ayrıca sırrın açıklanması ile kişilik haklarına tecavüz devam ediyorsa, tecavüzün men'i de talep edilebilir<sup>451</sup>.

Sır saklama ile ilgili olarak uygulamada en fazla rastlanan uyuşmazlıklar bankaların, acentesi oldukları aracı kurumlardan bazı yatırımcılar hakkında bilgi almaları şeklinde görülmektedir. Banka kendisine borcu bulunan bir yatırımcının ne kadar nakit veya sermaye piyasası aracının bulunduğunu ilgili aracı kurumdan öğrenebilmektedir. Aracı kurumun bu tür bilgileri acentesi dahi olsa bankaya vermesi Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 58. maddesinin m bendinde sayılan istisnalardan biri olmadığından, sır saklama yükümlülüğünün ihlali niteliği taşımaktadır.

### 3. Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 11.maddesinin b bendinde müşterilerin menfaatlerinin ve piyasa bütünlüğünün gözetilmesi amacıyla bazı çıkar çatışmalarının önlenmesi kuralı getirilmiştir. IOSCO'nun meslek ilkeleri arasında "Conflict of Interest" olarak adlandırılan çıkar çatışmalarının önlenmesi kuralı, başlıca iki şekilde görülmektedir. Bunlar aracı kuruluş ile müşterisi arasında çıkar çatışmalarının ve müşteriler arasındaki çıkar çatışmalarının önlenmesidir.

---

<sup>450</sup> **Altop**, Atilla: Türk, İsviçre ve Alman Hukuklarında Bankaların Verdikleri Banka Bilgilerinden Dolayı Hukuki Sorumlulukları, İstanbul 1996, s.59; **Tekinalp**: Banka, s.299; **Atamer**: s.247.

<sup>451</sup> **Battal**: s.212; **Kaplan**, İbrahim: "Bankanın Sır Saklama Borcu", BATİDER 1990, C.XV, S.4, s.10.

### a. Aracı Kuruluş İle Müşteri Arasındaki Çıkar Çatışmaları

Aracı kuruluş, müşterileri ile ilişkilerini sürdürürken mümkün olduğunca uyuşmazlığın çıkmamasına gayret göstermelidir. Çerçeve sözleşmelere, müşterisi ile ilişkilerinde doğabilecek anlaşmazlıklarda yatırımcının haklarını zayıflatan veya kaldıran hükümler koymamalıdır. Sözleşme hükümleri sermaye piyasası mevzuatına uygun ve yatırımcının korunmasına yönelik olmalıdır.

Tebliğde sözü edilen çatışmaların önlenmesine yönelik organizasyon oluşturulmasından kastedilen, çerçeve sözleşmelerin hazırlanması, işlemlerin takibi ve hesap durumlarının açık ve güvenilir olması amacıyla yapılacak çalışmalardır<sup>452</sup>. Bu çalışmalara örnek olarak aracı kuruluşların müşterilerine hesaplarını her an kontrol edebilmelerine, işlem yapabilmelerine ve gerçekleştirilen işlemlerde şeffaflığın sağlanmasına yönelik olarak bilgisayar programları hazırlaması gösterilebilir.

Alınan önlemlere karşın yine de aracı kuruluş ile müşterisi arasında bir uyuşmazlık doğacak olursa, müşteri menfaatinin üstün tutulması gerekir. Örneğin aynı zamanda, aynı fiyatta ve aynı sermaye piyasası aracı için müşteri ile aracı kuruluşun kendi nam ve hesabına işlem yapması halinde, müşteri emrinin öncelikle karşılanması gerekir<sup>453</sup>. Müşterilerin menfaatlerinin üstün tutulması, aracı kuruluşların sosyal sorumluluk ve iş ahlakı ile açıklanabilir<sup>454</sup>.

Aracı kuruluşun, sırf daha fazla aracılık ücreti almak amacıyla, müşterinin menfaatine aykırı olarak çok sayıda alım ve satım işlemi yapması provizyon avcılığı (churning) olarak ifade edilmektedir<sup>455</sup>. Müşteri aslında gerçek durumu bilseydi yapmak istemeyeceği işlemlerin aracılık masraflarını gereksiz yüklenmektedir. Bu

---

<sup>452</sup> **Sumer:** Meslek Kuralları, s.101.

<sup>453</sup> **Kırca:** s.121; **İnceoğlu:** s.153.

<sup>454</sup> **Sumer:** Meslek Kuralları, s.101.

<sup>455</sup> **Soderquist,** Larry D.: Understanding The Securities Law, New York 2004, s.14; **Grant,** J. Kirkland: Securities Arbitration for Brokers, Attorneys, and Investors, London 1994, s.194.

durum daha çok portföy yönetiminde görülmektedir<sup>456</sup>. Alım satıma aracılık işlemlerinde de provizyon avcılığı<sup>457</sup> görülebilmektedir.

Uygulamada aracı kuruluşlar, müşteri adına yatırım hesabı açtıktan belli bir süre sonra, müşterilerinin güvenlerini kazanırlar. Bu güvене dayalı olarak aracı kuruluş, müşteri tarafından imzalanmış boş ordinoları ya işlemlerin yapılmasından önce ya da talimatsız gerçekleştirmiş olduğu işlemlerden sonra alır. Bu durum karşısında tecrübesiz ve deneyimsiz yatırımcı, aracı kuruluşun sırf daha fazla kurtaj ücreti sağlamak amacıyla işlem yaptığını anlamaz. Yatırımcı zarar etmeye başlayınca durumun farkına varsa da, ordinoları imzalamış olması sebebiyle yapılan işlemlere de itiraz edemez.

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğinin 58.maddesinin 1 bendi ile aracı kuruluşların provizyon avcılığı yasaklanmıştır. Bu hükme göre aracı kuruluşlar, yatırımcıların hak ve yararlarını zedeleyici, iyi niyet kurallarına aykırı hareket edemez ve işlemlerde bulunamazlar. Müşterilerin piyasa hakkında bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp, alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamazlar. Herhangi bir şekilde gelirlerini artırmak amacıyla müşterilerin gereksiz alım-satım yapmalarına ortam hazırlayamazlar. Buna aykırı eylem ve davranışları sebebiyle müşterilerin uğrayacakları zararlardan aracı kuruluş sorumlu olur<sup>458</sup>.

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğinin 58.maddesinin g bendine göre aracı kuruluşlar, müşteriye ait sermaye piyasası araçları ve nakit üzerinde hak ve yetkileri olmaksızın kendileri veya üçüncü şahıslar lehine herhangi bir tasarrufta

---

<sup>456</sup> **Kırca:** s.123, **İnceoğlu:** s.153.

<sup>457</sup> Amerika Birleşik Devletlerinde provizyon avcılığından söz edilebilmesi için bazı şartların varlığı aranmıştır. Yatırımcının provizyon avcılığı sebebiyle aracı kuruluştan uğradığı zararı tazmin ettirebilmesi için bu şartların varlığını ispatlamalıdır. Bunlar gerçekleştirilen alım satım işlemlerinin yatırımcının planladığı işlemlerin çok üzerinde olması, aracı kuruluşun hesap üzerinde kontrolünün bulunması, yatırımcının menfaatleri göz ardı edilerek aldatmak gayesi ile hareket edilmesidir. **Soderquist:** s.14; **Grant:** s.194; **Çıtak,** Serdar: Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar, Ankara 1998, s.69.

<sup>458</sup> **Soderquist:** s.14; **Grant:** s.194.

bulunamazlar. Aksi halde müşterinin alım ya da satıma ilişkin herhangi bir talimatı bulunmaksızın yapılan işlemler sebebiyle uğranılan zararlardan yine aracı kuruluş sorumlu olur<sup>459</sup>.

Aracı kuruluş ayrıca müşteri emirlerini göz önünde bulundurarak, kendisi veya üçüncü şahıslar lehine işlemler yapar ve bu işlemler sebebiyle müşteriyi zarara uğratabilir. Aslında aracı kuruluş, kendisi veya üçüncü şahıslar adına hiçbir işlem yapma iradesi yokken, gelen bir müşteri emrini kendi lehine değerlendirmek isteyebilir. Bu durumda gerçekleşen işlemlerden müşteri zarara uğrayacak olursa, aracı kuruluşun bunu tazmin etmesi gerekir. Ancak böyle bir sorumluluktan söz edilebilmesi için aracı kuruluşu atfedilebilecek bir kusurun varlığı aranır<sup>460</sup>.

### **b. Müşteriler Arasındaki Çıkar Çatışmaları**

Aracı kuruluşun emir almış olduğu çok sayıda müşterisi bulunabilir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinin b bendinde müşteriler arasında menfaat çatışması çıkması halinde aracı kuruluşun adil davranması gerektiği düzenlenmiştir. Bu amaçla aracı kuruluş, müşterilerine eşit davranmalıdır. Herhangi bir müşterisinin menfaatini diğerine üstün tutmamalıdır<sup>461</sup>.

---

<sup>459</sup> "...Mahkemece bozma ilamına uyularak o doğrultuda yeniden bilirkişi incelemesi yaptırılmış ve tüm dosya kapsamına göre, taraflar arasındaki müşteri-aracı kurum ilişkisinin ve hisse senedi alım satım işlemlerinin davacının sözlü emirleri ile yürütülegeldiği, bunda yönetmeliğe aykırı bir durum bulunmadığı, ancak, 12-15 Mart 1991 tarihleri arasında Alarko, Eczacıbaşı İlaç, Mardin Çimento, Arçelik, ve Ereğli hisse senetlerinin alım satımına ilişkin sözlü emir verildiğinin davalı tarafça kanıtlanamadığı, kaldı ki davalının cevabında bu hisse senetlerinin davacının 310.000.000 liralık borcunun tasfiyesi amacıyla re'sen alım-satımının yapıldığını kabul ettiği, davalı aracı kurumun, İMKB yönetmeliğinin, gerçekleşen alım-satım emirlerinin tasfiyesi konularının düzenlendiği 56 ve 57. maddeleri uyarınca davacı müşteriye ihbarda bulunmadan, borcun tasfiyesi amacıyla re'sen alım-satım işlemi yapmasının yönetmelik maddelerine aykırı olduğu, davacının hesaplanan zararının 138.350.000 TL olduğu gerekçesiyle bu meblağ üzerinden davanın kısmen kabulüne..." Yargıtay 11. HD, T.18.4.1996, E.1996/796, K.1996/2828)

<sup>460</sup> **Kırca:** s.123.

<sup>461</sup> **Kırca:** s.122, **İnceoğlu:** s.153.



Müşteriler arasındaki eşitliğin sağlanabilmesi için, borsada emirlerin eşleştirilmesi sırasında fiyat ve zaman önceliği kuralları göz önünde bulundurulmalıdır. Aracı kuruluş herhangi bir müşterisinden almış olduğu emri fark gözetmeksizin derhal borsaya iletmelidir. Bir müşteri aynı sermaye piyasası aracı için serbest fiyattan alım, diğer müşteri ise satım emri vermişse, aracı kuruluş bu sermaye piyasası aracının düşmesi veya yükselmesi için beklememeli, derhal emirleri borsaya iletmelidir.

#### 4. Müşteriyi Aydınlatma ve Bilgi Sağlama

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 11.maddesinin d bendinde aracı kuruluşlara, müşterileriyle olan ilişkilerinde müşteri ismine saklama uygulaması ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriyi ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları yükümlülüğü getirilmiştir. Bu hüküm IOSCO ilkelerinden "Müşteri İçin Bilgi Sağlama" (Information for Customers) kuralı göz önünde bulundurularak düzenlenmiştir<sup>462</sup>.

Tebliğin 11. maddesinin d bendinde ifade edilen müşteri adına saklama kuralı<sup>463</sup>, aracı kuruluşun yatırımcıyı bilgilendirmesi gereken hususlara örnek olarak verilmiştir. Aracı kuruluş, müşterisini sermaye piyasasının işleyişi ve aracılık faaliyetleri konusunda yeterince bilgilendirmelidir. Müşteri bu bilgilendirme ışığında sahip olduğu hakların bilincinde olmalıdır.

Müşterinin bilgilendirilmesi ile kamunun aydınlatılması kuralı veya yatırım danışmanlığı kastedilmemiştir. Alım satım aracılık faaliyeti kapsamında aracı kuruluşun, müşterilerine sermaye piyasası araçları, bu sermaye piyasası araçlarını ihraç etmiş olan ortaklıklar ve kuruluşlar ile piyasanın genel eğilimleri hakkında

---

<sup>462</sup> **Sumer:** Meslek Kuralları, s.103.

<sup>463</sup> Yatırımcıların aracı kurumların emanetine bıraktıkları hisse senetleri, İMKB Takasbank'da, aracı kurumun adına açılan bir hesabın alt hesabı olarak ve yatırımcının hesabında saklanırlar. Buna "müşteri adına saklama" adı verilir. Gerçekleşen alış ve/veya satış talimatlarının neticesi, menkul kıymetlerin ve bedellerinin alımı veya menkul kıymetlerin ve bedellerinin ödenmesi Takasbank'ta bu hesap ile yapılır.

yönlendirici nitelikte olmamak kaydıyla yazılı ve sözlü bilgi vermesi amaçlanmıştır. Yapılacak bilgilendirme anlaşılabilir olmalı, müşterinin yatırım risklerini kavramasına yardımcı olmalıdır<sup>464</sup>.

Alım satım aracılık sözleşmelerinde bilgi verme yükümlülüğü, müşteri emirlerinin icrası aşamasında olağanüstü durumların bildirilmesi şeklinde olabilir. Özellikle alım veya satım emirlerinde, ilgili sermaye piyasası aracı hakkında borsaya önemli bir bilginin gelmesi halinde müşterinin bundan haberdar edilmesi, gerekirse emri değiştirmesi istenmelidir. Müşterinin bilgilendirilmesi kapsamında alınan sermaye piyasası araçlarının ne kadar kâr veya zarar ettikleri, kâr dağıtımları, yeni pay çıkarılması sebebiyle rüçhan hakkının kullanımı, bedelsiz pay dağıtımı gibi hususlarda aracı kuruluşların haber verme yükümlülükleri bulunmaktadır.

Müşterilerin aydınlatılması kapsamında aracı kuruluşların müşterilerine göndermek zorunda oldukları bir takım belgeler Seri:V, No:6 sayılı Aracılık Faaliyetinde Belge Ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğde düzenlenmiştir. Tebliğin 4.maddesinin 5. fıkrasına göre, aracı kuruluşlar, Tebliğin 1 numaralı ekinde örneği yer alan hesap ekstresini aylık dönemler itibariyle ilgili dönemi izleyen 7 gün içinde müşterilerin adreslerine taahhütlü olarak göndermek zorundadırlar.

#### **D. Alım Satım Taahhütlerinin Yerine Getirilmesi**

Borsa üyesi aracı kuruluş, müşteri emrine uygun bir alım satım sözleşmesini kendi adına müvekkili hesabına borsada akdetmekle yükümlüdür. Bu şekilde aracı kuruluş, müşterisine karşı alım satım taahhütlerini yerine getirir. Borsa üyesi aracı kuruluşun alım satım taahhüdü, işlemin tasfiyesi anına kadar devam eder.

Borsada işlem gören alım satım sözleşmesinin tarafı müşteri değil, borsa üyesi aracı kuruluştur. Aracı kuruluş, dolaylı temsil yetkisine istinaden kendi adına müşterisi hesabına işlem yapmaktadır.

---

<sup>464</sup> **Sumer:** Meslek Kuralları, s.103-104.

Aracı kuruluşların alım satım işlemlerinden doğan menkul kıymet teslim etme veya teslim alma taahhütleri ile alım satıma konu olan menkul kıymetler karşılığındaki ödeme taahhütleri İMKB Takas ve Saklama A.Ş. (Takas Merkezi)<sup>465</sup> aracılığıyla sonuçlandırılır. Bütün borsa işlemlerinin takaslarının Takasbankta yapılması zorunludur. Ancak, Borsa Yönetim Kurulu bazı işlemleri kapsam dışında tutabilir (İMKB-TSMY, m.3/I, II). Her iş günü, İMKB tarafından aksi duyurulmadığı sürece aynı zamanda bir takas günüdür.

Aracı kuruluşların müşterilerine ait sermaye piyasası araçlarının Takasbank dışında saklanması yasaktır. Müşterilere ait sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluşların kendi nezdlerinde saklamaları mümkün değildir. Aracı kuruluşlar sadece, müşterileri tarafından verilen satış emrinin yerine getirilmesi için teslim edilen sermaye piyasası araçları ile, müşterinin alım emri gereği satın alınan sermaye piyasası araçlarını, borsa mevzuatında belirlenen satış emrinin geçerlilik süresi ve gerçekleşen alım emrinin tasfiyesi için öngörülen azami süre içinde emanetinde tutabilirler (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.58/f). Aracı kuruluşlar sermaye piyasası araçlarını müşterileri adına Takasbank'ta saklatmaktadırlar. Müşteriler adına sermaye piyasası araçlarını saklanması, vekâlet sözleşmesinden kaynaklanan bir borç niteliğindedir<sup>466</sup>.

Alım satım işlemlerinden doğan menkul kıymet teslim etme veya teslim alma taahhütleri ile alım satıma konu olan menkul kıymetler karşılığındaki ödeme taahhütleri Takasbank'ta hesaben gerçekleştirilir. Takasa olan para borçları ile takastan olan para alacakları hesaben ödenir. Takasa olan kıymet borçları aracı kuruluşlarca müşteri hesaplarından virman (borç kapatma) suretiyle kapatılır. Aracı kuruluşların takastan olan alacakları ise saklama hesaplarına virman (alacak aktarımı) suretiyle aktarılır. Hisse senedi müşteri virman hareketleri, MKK (Merkezi

---

<sup>465</sup> “Takas Merkezi, Borsa'da gerçekleştirilen alım satım işlemlerinden doğan menkul kıymetlerin teslimi ve bedellerinin ödenmesine ilişkin taahhütlere ait takasın yapıldığı merkezdir.” İMKB-TSMY, m.3.

<sup>466</sup> **Manavgat**, Çağlar: “Menkul Kıymetlerin Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukuki Niteliğine Etkisi”, BATİDER 1996, C.XVIII, S.4, s.130.

Kayıt Kuruluşu) sisteminde gerçekleşir. Dolayısıyla takas işlemleri hesaplar arasında kaydi olarak yürütülür.

İşlem gününde (T günü) gerçekleşen işlemlerin takası, Hisse Senedi Piyasası'nda, işlem gününü izleyen ikinci iş günü (T+2), Tahvil ve Bono Piyasası'nda ise (T+0) günü (ileri valörlü gerçekleştirilen işlemler valör tarihinde) gerçekleştirilir.

Aracı kuruluşların, iki seans süresince gerçekleştirilen işlemlerinde, hisse bazında ve toplam TL olarak netleştirme yapılır. Aynı gün içerisinde, bir hisse senedinden hem satış hem de alış işlemi yapan aracı kuruluş, satış toplamı alış toplamına mahsup edilerek çıkan net bakiyeye göre söz konusu hisse senedinden takasa borçlandırılır veya alacaklandırılır. Nakit hesabında ise bütün hisse senetlerindeki alış veya satışlarının bedelleri göz önünde tutularak netleştirme gerçekleştirilir. Aracı kuruluşun alış tutarları fazla ise takasa borçlu, satış tutarları fazla ise takastan alacaklı olur.

Tahvil ve bono piyasasında ise kesin alım - satım pazarında takas günü valörüyle belirli bir menkul kıymet hem alınmış hem de satılmış ise, alışlar satışlarından mahsup edilerek net borç veya net alacağı oluşturulur.

İMKB hisse senetleri piyasasında aracı kuruluşların gerçekleştirecekleri işlemler için bir limit getirilmemiştir<sup>467</sup>. Bir aracı kuruluşun gün içinde herhangi bir hisse senedinden istediği miktarda alış veya satış yapması mümkündür. Bu durum işlem hacminin olağanüstü artmasına ve hisse bazında dalgalanmalar yaşanmasına neden olabilir. Aracı kuruluşun sahip olduğu hisse senedi veya nakit varlığı, gerçekleştirmiş olduğu işlemlerden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmesi için yeterli olmayabilir. Aracı kuruluşun yükümlülüğünü yerine getirememesi, zincirleme temerrütlerin de yaşanmasına neden olabilir. Böyle bir durum karşısında

---

<sup>467</sup> Aracı kuruluşlarda hesabı bulunan müşterilerin hangi hisse senedinde gün içinde ne kadar işlem yapacağı bilinemez. Müşteri emirleri doğrultusunda aracı kuruluşlarda işlem yapacaklardır. İMKB hisse senetleri piyasasında aracı kuruluşlara işlem limiti getirilmesi halinde, müşteri emirlerinin gerçekleştirilmesi de imkânsızlaşacaktır. Bu nedenle aracı kuruluşlar bakımından böyle limit getirilmesi mümkün değildir.

hem aracı kuruluşların hem de söz konusu hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların zarara uğramaları muhtemeldir.

Aracı kuruluşların işlemlerinin sınırlandırılmasının mümkün olmadığı göz önünde bulundurulacak olursa, bu tür olumsuzlukların yaşanmaması amacıyla birebir takas uygulamasına geçilmesi yerinde olacaktır. Yani işlem gören hisse senedinin takası, işlem gününü takip eden ikinci işgünü değil de, işlemin yapıldığı anda mevcut hisselerle gerçekleştirilmesi gerekir<sup>468</sup>. Her ne kadar birebir takas uygulaması sistemdeki operasyonel yükü artıracak olsa da, günümüz teknolojisinin bu tür işlemlerin gerçekleştirilmesi için yeterli olacağı kanaatindeyim<sup>469</sup>.

Yabancı sermaye piyasalarında da takasın mümkün olan en kısa sürede gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Böylece alım satım işlemlerinde yaşanabilecek fiyat dalgalanmalarının azaltılması, tamamlanamayan takasların sayısının en aza indirilmesi mümkün olabilecektir<sup>470</sup>.

Takasbank gerçekleşmiş olan işlemlerin takasında taraf sıfatına sahip değildir. İşlemin tarafları alıcı ve satıcı pozisyonundaki aracı kuruluşlardır. Bir aracı kuruluş gerçekleşen işlemde kaynaklanan taahhüdünü yerine getirmemesi halinde, taraf sıfatının bulunmaması sebebiyle Takasbank'ın bundan sorumluluğu söz konusu olmaz. Gerçekleşen işlemlerde takasın garanti edilmesi ve yükümlülüklerini yerine getiren aracı kuruluşların mağduriyetlerinin önlenmesi bakımından Takasbank'ın merkezi takas tarafı olması önerilmiştir<sup>471</sup>.

Yatırımcılar bakımından risk taşıyan diğer bir durum ise aracı kuruluşların kendi alt hesaplarında bulunan müşteri varlıklarını talimatsız ve izinsiz olarak

---

<sup>468</sup> **Akmaz**, Demet: Spot Menkul Kıymet Piyasalarında Uygulanan Takas Sistemleri ve Karşılaşılan Riskler, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2002, s.34-35.

<sup>469</sup> Akmaz'a göre sistemik risklerin yaşanmaması bakımından İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında olduğu gibi, Hisse Senetleri Piyasasına da işlem limitleri getirilebilir. **Akmaz**: s.35.

<sup>470</sup> **Suca**, Cem: Türkiye'de Takas Sistemi Ve Sistemin Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2004, s.11.

<sup>471</sup> Bu hususta bkz. **Akmaz**: s.35.

kullanmaları olasılığıdır. Müşteri varlıklarının izinsiz kullanımını önlemek amacıyla “Alo MKK” sistemi<sup>472</sup> getirilmiştir. Bu sistem ile yatırımcılar serbest hesaplarında bulunan hisse senetlerini bloke ederek, aracı kuruluşların izinsiz kullanımlarını önleyebilirler<sup>473</sup>.

## **E. Gerçekleşen Emirlerin Tasfiyesi**

Gerçekleşen alım ve satım emirlerinin tasfiyesi İMKBY’de ayrı ayrı düzenlenmiştir. Satım emirlerinin tasfiyesi İMKBY 38’de, alım emirlerinin tasfiyesi ise İMKBY 39’da izah edilmiştir.

### **1. Gerçekleşen Satım Emirlerinin Tasfiyesi**

Borsada satılan menkul kıymetler veya bunları temsil eden belgeler müşteri tarafından daha önce teslim edilmişse, aracı kuruluş bu menkul kıymetlerin bedeli olarak tahsil ettiği paradan kurtaj ve diğer giderleri çıkarır. Daha sonra kalanı alması için müşterisine, menkul kıymetlerin bedelini tahsil ettiği günü izleyen ilk iş gününde bir ihbarname gönderir veya verir. Bu ihbarnamenin içeriği Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenir (İMKBY, m.38/I).

Müşterinin alacağı, başvurusu üzerine derhal kendisine ödenebilir. Müşterinin talebi halinde giderleri kendisine ait olmak üzere banka veya posta havalesiyle istediği yere alacağı gönderilebilir. Satım emrinin kısmen gerçekleşmesi halinde, satılmayan menkul kıymetler veya bunları temsil eden belgeler, durumun bildirilmesinden itibaren emri veren müşteri tarafından, ilgili aracı kuruluştan geri alınabilir. Müşteri tarafından giderleri karşılanmak suretiyle, istediği yere de bu menkul kıymetler gönderilebilir (İMKBY, m.37/I, 38/II, III).

---

<sup>472</sup> Alo-MKK, yatırımcılara hizmet vermek üzere MKK tarafından kurulan sesli yanıt sistemidir. Yatırımcılar, Alo-MKK kullanarak; bakiye, hesap, hisse ve aracı kurumlarla ilgili bilgileri öğrenebilir, bloke koyma ve çözme işlemleri yapabilir ve faksla bilgi alabilirler.

<sup>473</sup> **Akmaz:** s.37.

Uygulamada aracı kuruluş, müşterisi adına bir yatırım hesabı açar. Müşteri bu hesapta alım satıma ilişkin işlemlerin sonuçlarını takip etme imkânı bulur. Müşteri aracı kuruluşa teslim ettiği veya satın aldığı menkul kıymetleri hesabında görür. Satılan menkul kıymetlerin bedelleri de kurtaç ve diğçer giderler çıkarıldıktan sonra bu hesaba yatırılır.

Aracı kuruluş, satım işlemlerinden kaynaklanan ve müşterisine ödemesi gereken para borcunu ifa etmemiş ve gecikmişse, bunun için faiz ödemekle yükümlüdür (BK 392/II). Müşteri alacaklarının ödenmemesi sebebiyle yatırımcının başka zararlara uğraması halinde bunların da tazmin edilmesi gereklidir. Aracı kuruluşun müşterisine ödemesi gereken parayı kendisi kullanarak bundan kâr elde etmesi halinde, bu kârın müşteriye verilmesi istenemez<sup>474</sup>.

Aracı kuruluşun ne zaman temerrüde düşeceği ve faiz ödeme yükümlülüğü altına gireceğı önemli bir husustur. Aracı kuruluş, menkul kıymetlerin bedelini tahsil ettiği günü izleyen ilk iş gününde bir ihbarname göndermeli ya da vermelidir. Bu ihbarnamenin gönderilmemesi veya verilmemesi ile aracı kuruluş, asıl para borcunu gereğı gibi ifa etmemiş olacaktır. İhbarnamenin gönderilememesi veya verilmemesi ile aracı kuruluş temerrüde düşmüş sayılacaktır<sup>475</sup>.

Para borcunun ne zaman ifa edileceğinin alacaklıdan ziyade borçlunun bilebileceğı durumlarda, temerrüde düşme için ayrıca bir ihtar gerek olmadığı doktrinde kabul edilmektedir<sup>476</sup>. Vekâlet sözleşmesinde vekilin temerrüde düşmesi ve faiz ödemesi için de ihtar veya talep gerekli değildir. Satım işlemlerinde yatırımcı ne zaman paraların tahsil edileceğini bilebilir. Ancak yatırımcının paranın fiilen ne zaman tahsil edildiğini bilmesi mümkün olmayacağından, aracı kuruluşun temerrüde düşmesi için dürüstlük kuralı gereğı ihtar şart değildir. Menkul kıymetlerin

---

<sup>474</sup> **İnceoğlu**: s.159; **Tandoğan**: s.511.

<sup>475</sup> **İnceoğlu**: s.160.

<sup>476</sup> **Tandoğan**, Haluk: Türk Mesuliyet Hukuku, Ankara 1961, s.477; **Barlas**, Nami: Para Borçlarının İfasında Borçlunun Temerrüdü ve Bu Temerrüt Açısından Düzenlenen Genel Sonuçlar, İstanbul 1992, s.62-63; **Akkanat**, Halil: “İfada Gecikme ve Borçlu Temerrüdü”, Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s.37.

bedellerinin fiilen tahsil edildikleri günü izleyen iş gününde aracı kuruluşun ihbarname göndermemesi ile temerrüde düşmüş sayılacaktır<sup>477</sup>.

Aracı kuruluşun Takasbank'tan parayı geç tahsil etmesi sebebiyle oluşan gecikme sebebiyle faiz ödenmesi istenemez. Faiz ödemesi Takasbank'tan tahsil edilmiş paranın müşteriye geç ödenmesi halinde söz konusu olur. Bunun için de ihbardan sonra müşterinin ödeme yapılması hususunda başvurması ya da paranın banka veya posta havalesi ile istediği yere gönderilmesini istemesi gerekir.

Menkul kıymet veya bunu temsil eden belge müşteri tarafından daha önce teslim edilmemişse, aracı kuruluşun ihbarı üzerine menkul kıymet veya bunu temsil eden belge teslim edilerek bedel ödenmesi işlemleri yapılır. Satılan menkul kıymetler veya bunları temsil eden belgelerde ileride ortaya çıkacak ihtilaflar sonucunda doğacak gider veya tazminat için aracı kuruluş, müşterisine rücu edebilir (İMKBY, m.38/IV, V). Menkul kıymet veya bunu temsil eden belge müşteri tarafından daha sonra teslim edilmesine karşın, aracı kuruluşun ödeme yapmaması halinde temerrüde düşerek faiz ödemesi gerekecektir.

Aracılık işlemleri sonucunda aracı kuruluş, müşterilerine ödemeleri gereken bedel ile masraf, kurtaj gibi alacaklarını, her iki tarafın borcunun konusunu bir miktar para oluşturması sebebiyle takas edebilir<sup>478</sup>. İMKBY 38/I'de geçen "mahsup" deyimini ile "takas" ifade edilmek istenmiştir. Takas beyanı ile aracı kuruluşun müşterisinden olan kurtaj veya masraf talep etme hakları karşılıklı sona erecektir<sup>479</sup>.

Aracı kuruluş ile müşteri arasında alacak ve borçların tasfiyesi bakımından cari hesap sözleşmesine benzer bir ilişki bulunduğu ileri sürülmüştür. Tarafların birbirlerine olan borç ve alacakları nakden ödenmek suretiyle tasfiye edilmeyip, cari hesapta olduğu gibi kaydî olarak ödenmektedir. Bu uygulamada emirlerin gerçekleştirilmesi ile ortaya çıkan kurtaj ve masraflar belli dönemlerde hesap ekstresine geçirilmekte ve takas işlemi yapılarak bir taraf lehine bakiye tespit

---

<sup>477</sup> **İnceoğlu:** s.161.

<sup>478</sup> **Karakaş:** s.96; **İnceoğlu:** s.158.

<sup>479</sup> **Kırca:** s.130.



edilmektedir. Cari hesaptan farklı olarak hesap dönemi sonunda alacaklı taraf bu miktarı talep edebilmektedir<sup>480</sup>. Hâlbuki cari hesapta hesap devresi sonunda hangi tarafın alacaklı olduğu ortaya çıkmaz. Alacaklı hesap sözleşmesinin sona ermesi ile belli olur<sup>481</sup>.

## 2. Gerçekleşen Alım Emirlerinin Tasfiyesi

Borsa üyesi aracı kuruluş, borsada alım emirlerini gerçekleştirdikten sonra, izleyen ilk iş günü sonuna kadar müşterisine bir ihbarname gönderir. Bu ihbarnamenin içeriği Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenir. Müşteri ise ihbarnameyi almasını izleyen ilk iş günü, satın aldığı menkul kıymetlerin bedellerini, kurtaj ücretini ve giderlerin tamamını öder. Karşılığında da menkul kıymetleri teslim alır<sup>482</sup>. Aracı kuruluş emrin verildiği sırada kaparo almışsa, bunu menkul kıymet bedeli ile diğer giderlerden mahsup eder (İMKBY, m.39/I).

Alım emirleri gerçekleşmediği takdirde, ilgili üye, varsa aldığı kaparoyu derhal emri verene geri verir veya istediği yere gönderir. Para yatırılırken emir gerçekleşmediği takdirde paranın gönderileceği yerler belli edilmişse, durumun kesinleşmesini izleyen ilk iş gününde alınan kaparo banka veya posta havalesiyle belirlenen yere gönderilir (İMKBY, m.37/II). Emrin kısmen yerine getirilmesi halinde satın alınan menkul kıymet bedeli ödendiği halde kaparodan artan kalırsa, bu kısım derhal müşteriye elden ödenir. Müşteri isterse giderleri kendisine ait olmak üzere, posta veya banka havalesiyle gönderilir (İMKBY, m.39/II). Alım emrinin gerçekleşmemesi veya kısmen gerçekleşmesi halinde, aracı kuruluş kesinleşmeden itibaren en geç bir gün içinde müşteriye ödeme yapmaması halinde temerrüde düşer.

---

<sup>480</sup> **Kırca:** s.130-131.

<sup>481</sup> İnceoğlu'na göre nihai alacaklı sıfatının cari hesap sözleşmesinin sonunda belli olması kuralı emredici nitelik taşımamaktadır. Bu sebeple aracı kuruluş ile müşteri arasındaki ilişkinin cari hesap sözleşmesi niteliği taşımamasına engel bir husus bulunmamaktadır. **İnceoğlu:** s.158.

<sup>482</sup> Aracı kuruluş ile müşteri aralarındaki yazılı alım satım aracılık sözleşmesinde menkul kıymetlerin ücret ve bedellerin ödenmesi ve menkul kıymetlerin teslimini farklı da düzenleyebilirler.

Müşteri, tebliğ edilen ihbarnamede belirtilen sürede satın alınan menkul kıymeti veya onu temsil eden belgeyi teslim almak için aracı kuruluşa başvurmalıdır. Bu süre içerisinde başvurmadığı takdirde, aracı kuruluş ayrıca bir ihbara gerek kalmaksızın söz konusu menkul kıymetleri satın alabilir ya da borsada satabilir. Menkul kıymetin borsada alındığı fiyattan daha düşük bedelle satılması veya hiç satılmaması halinde doğan zarardan taahhüdünü yerine getirmeyen müşteri sorumlu olur. Aracı kuruluş, uğradığı zararı müşterinin yatırdığı kaparodan mahsup eder. Kaparonun yetmemesi halinde kalan zarar müşteriden tahsil edilir. Alınan menkul kıymetin daha yüksek bedelle satılması veya satılmamasına karşın değer kazanması sebebiyle doğan kâr ise aracı kuruluşa aittir (İMKBY, m.39/III)<sup>483</sup>.

## § 4 TÜREV ARAÇLARIN ALIM SATIMINA ARACILIK FAALİYETLERİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI

### I. Genel Olarak

Sermaye piyasalarında 1970’li yılların başından itibaren görülmeye başlayan istikrarsızlık ve belirsizlik, muhtemel risklerin artmasına neden olmuştur. Döviz kurlarında, faiz oranlarında ve emtia fiyatlarında beklenmeyen hareketler, risk algılamalarını artırmıştır. Piyasalarda yaşanan dalgalanmalar bazı kesimlerin yüksek kârlar elde etmesini sağlarken, çoğu yatırımcıları önemli risklerle karşı karşıya bırakmıştır. Halen bu riskler yatırımcıların yalnızca kâr ve zararlarını değil, varlıklarını sürdürebilmelerini de etkilemeye devam etmektedir<sup>484</sup>.

---

<sup>483</sup> “...satın alınan hisse senedinin ilk işgünü içinde alındığının ihbar edilmesi ve bedelinin ihbarı izleyen ilk iş gününde ödenmesinin talep edilmesi gerekmekte ise de; davalı (aracı kurum) hisse senetlerinin alındığını ve borç miktarının daha sonra da satıldığını davacıya bildirmiş ve bu ekstrelelere itiraz edilmemekle yapılan işlemlere icazet verilmiştir. Artık davacı icazet verdiği işlemler sonucu satılan senetleri geriye isteyemez...” Yargıtay 19. HD, T.10.05.1999, E.1999/1399, K.1999/3197)

<sup>484</sup> **Smithson**, Charles W.: Managing Financial Risk: A Guide to Derivate Products, Financial Engineering, and Value Maximization, New York 1998, s.3; **Jorion**, Philippe: Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk, New York 2000, s.4; **Özşahin**, Ahmet Kerem: Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1999, s.1.

Günümüz piyasalarında yatırımcıların fon arzlarını devam ettirilebilmesi için muhtemel risklerin ortadan kaldırılması ya da azaltılması gerekliliği doğmuştur. Döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar, gelecekteki emtia fiyatlarını tahmin ve buna göre hareket etmenin zorluğu, 1980’li yılların başında “risk yönetimi” kavramının doğmasına neden olmuştur. Risk yönetiminin sağlanması ve doğan fırsatların değerlendirilmesi amacıyla yeni finansal araç ve teknikler geliştirilmiştir<sup>485</sup>. Finansal piyasalarda görülen bu yeni araç ve teknikler arasında kullanımları klasik araçlardan tamamen farklı bir mantığa dayanan, yapısı ve jargonu ile alışılanın dışında bir nitelik gösteren türev araçlar da yer almaktadır<sup>486</sup>.

Türev araçlar, değeri kendisine konu edilen başka bir varlığın değerinden alan, finansal risklere karşı katlanılabilir maliyetlerle korunabilmeyi sağlayan finansal araçlar olarak tanımlanabilir<sup>487</sup>. Türev araçlar kavramının kullanılmasının

---

<sup>485</sup> **Kırman**, Ahmet: “Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği”, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s.714; **Penezoğlu**: s.15; **Smithson**: s.42; **Jorion**: s.4-5; **Özşahin**: s.2.

<sup>486</sup> **Jennings / Marsh / Coffee/ Seligman**: s.7; **Özşahin**: s.2. “Mali piyasalarda ortaya çıkan bu gelişme ve yeniliklerin, kişisel bankacılık ürünleri, menkul kıymetler ve türev ürünler başlıkları altında toplanması mümkün bulunmaktadır.” **Kırman**: s.714.

<sup>487</sup> **Trop**, Cecile O.: OTC Derivatives: Additional Oversight Could Reduce Costly Sales Practice Disputes, Washington 1997, s.26; **Perry**, Raymond E.: Accounting for Derivatives, London 1997, s.1; **Durbin**, Michael P.: All About Derivatives: The Easy Way to Get Started, New York 2005, s.3; **Yılmaz**, Mustafa Kemal: Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler, İstanbul 1995, s.1.

Türev araçların tanımı sermaye piyasası mevzuatımızda yapılmamıştır. Alman Menkul Kıymet Ticareti Hakkındaki Kanun’un (Wertpapierhandelsgesetz) 2. paragrafında türev araçların, fiyatları doğrudan veya dolaylı olarak,

a. menkul kıymetlerin borsa ya da piyasa fiyatına,

b. para piyasası araçlarının borsa ya da piyasa fiyatına,

c. faiz oranlarına veya diğer getirilere veya emtianın ya da kıymetli madenlerin borsa ya da piyasa fiyatına bağlı olan kesin vadeli işlem ya da opsiyon sözleşmesi olarak düzenlenen vadeli işlemleri,

organize piyasada işlem gören döviz vadeli işlemleri, döviz opsiyon sözleşmelerini, memleket parası üzerinden yapılan swap işlemlerini, dövize dayalı swap üzerine yapılan opsiyon işlemlerini ve dövize dayalı vadeli işlemler üzerine yazılı opsiyon sözleşmelerini ifade ettiği belirtilmiştir.

nedeni, bunların fiyatlarının kendisine konu edilen diğer varlıkların piyasalarda gerçekleşen fiyatlarından hareketle türetilmiş olmalarıdır<sup>488</sup>.

Türev araçlar, sınırlı sayıda olmayıp, piyasaların ihtiyacına ve konu edilen varlıkların çeşitliliğine göre yeni türlerin ortaya çıkması mümkündür. Günümüz dünyasında yüzlerce farklı özellikte türev araç görülebilmekle birlikte<sup>489</sup>, başlıca dört ana tür bulunmaktadır. Bunlar forward sözleşmeler, opsiyon sözleşmeleri, swap sözleşmeler ve vadeli işlem sözleşmeleridir<sup>490</sup>. Forward sözleşmeler ile vadeli işlem sözleşmeleri ilk görülen türev araçlar olup, diğerlerinin doğmalarına da temel oluşturmuşlardır<sup>491</sup>.

Forward sözleşmeler, cinsi ve nitelikleri taraflarca serbest olarak belirlenen herhangi bir varlığın belli bir miktarının, tespit edilen yer ve tarihte (vadede), anlaşılan fiyattan teslimini içeren sözleşmelerdir<sup>492</sup>. Bu tür sözleşmelerde, gelecekte alım-satıma konu olacak varlığın fiyatı, miktarı, teslim yeri ve şartları taraflarca önceden belirlenmektedir. Sözleşme bugünden akdedilmekle birlikte taraflarca kararlaştırılan vadede ifa edilmektedir. Bu sözleşmelerin belirli bir standardı bulunmamaktadır. Sözleşmeden kaynaklanan hak ve borçlar üçüncü kişilere

---

<sup>488</sup> Türev araçlar, spot piyasada değeri olan her tür varlığa özgülenebilir. Uygulamada ise fiyatlarında sık dalgalanmaların yaşandığı, piyasada arz ve talebi yoğun olan, ekonomik gelişimde önemli yer tutan bazı varlıklara türev araçlara konu olmaktadır. **Erol**, Ümit: Futures Piyasaları: Teori ve Pratik, Ankara 1998, s.22; **Penezoğlu**: s.13.

Türev araçlara konu olan varlıklara finansal göstergelerden döviz, endeks, faiz oranı, hisse senedi, hazine bonusu, tahvil; kıymetli madenlerden altın, bakır, petrol; tarım ürünlerinden tavuk, yumurta gösterilebilir.

<sup>489</sup> **Akçaoğlu**, Emin: Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi, Ankara 2002, s.15.

<sup>490</sup> **Parlakkaya**, Raif: Finansal Türev Ürünler ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları, Ankara 2003, s.107; **Akalın**, Nevruz: Türev Araçların Taşıdığı Risklerin Ortaya Konmasında Kamuyu Aydınlatma Düzenlemelerinin Yeri ve Önemi, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1999, s.4, vd; **Özşahin**: s.12; **Penezoğlu**: s.7; **İnceoğlu**: s.39.

<sup>491</sup> **Zhang**, Peter G.: Barings Bankruptcy and Financial Derivatives, New York 1995, s.35.

<sup>492</sup> **Johnson**: s.315-316; **Focardi**, Sergio/ **Fabozzi**, Frank J.: The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management, New York 2004, s.57; **Perry**: s.339; **Durbin**: s.15; **Uzunoğlu**, Sadi: Para ve Döviz Piyasaları, İstanbul 2000, s.54; **Penezoğlu**: s.7; **Parlakkaya**: s.110; **Akçaoğlu**: s.17; **Aksel**: s.31.

devredilemezler. Ayrıca tarafların yükümlülükleri bir takas merkezine değil, birbirlerine karşıdır<sup>493</sup>.

Forward sözleşmelerin yapılabilmesi için organize olmuş bir piyasaya ihtiyaç bulunmamaktadır. Taraflar tezgahüstü piyasalarda belirledikleri ölçütlere göre hareket edebilmektedir<sup>494</sup>. Bu nedenle forward sözleşmeler, borsaların sağladığı koruma ve esneklikten yoksundurlar<sup>495</sup>.

Opsiyon sözleşmeleri<sup>496</sup>, taraflardan birinin diğerine karşı, prim adı verilen bir miktar paranın peşin olarak ödenmesi karşılığında, belirli miktar bir varlığı kararlaştırılan fiyattan, gelecek bir tarihte ve/veya tarihe kadar satın alıp almama ya da satıp satmama hususunda seçimlik hakka sahip olduğu sözleşmelerdir<sup>497</sup>. Opsiyon sözleşmesi<sup>498</sup> taraflardan birine alım veya satım konusunda bir opsiyon hakkı<sup>499</sup>

---

<sup>493</sup> **Selvi**, Yakup: Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, İstanbul 2000, s.8; **Karlı**: s.207.

<sup>494</sup> **Perry**: s.339; **Penezoğlu**: s.8; **İnceoğlu**: s.40.

<sup>495</sup> **Perry**: s.339; **Durbin**: s.15.

<sup>496</sup> Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş Ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'in "Tanım ve Kısaltmalar" başlıklı 3. maddesine göre, opsiyon sözleşmesi, "Opsiyonu alan tarafa belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alma veya satma hakkı veren, satan tarafı ise yükümlü kılan sözleşmeyi" ifade eder.

<sup>497</sup> **Mayo**: s.371; **Johnson**: s.367; **Carter**, Colin A.: Futures and Options Markets, New Jersey 2003, s.2; **Smithson**: s.190; **Durbin**: s.15; **Ersan**, İhsan: Finansal Türevler, İstanbul 1997, s.94; **Gökçe**, Gökçe Alp: Opsiyon Değerlemenin Temelleri ve Temel Opsiyon Değerleme Modelleri İle Stokastik Değişkenliğin İMKB Hisse senedi Piyasaları'nda Geçerliliklerinin Araştırılması, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi, İstanbul 2006, s.19; **Penezoğlu**: s.8; **Kırca**: s.186; **Akçaoğlu**: s.28; **Kırman**: s.717.

<sup>498</sup> Opsiyon sözleşmesi, vermiş olduğu hakkın türüne göre "alım opsiyonu" ve "satım opsiyonu"; vadeleri bakımından "Avrupa tipi opsiyon" ve "Amerikan tipi opsiyon" ve sözleşme konusu varlığın çeşidine göre "hisse senedi opsiyonu", "döviz opsiyonu", "faiz opsiyonu", "endeks opsiyonu", "emtia opsiyonu", "vadeli işlem sözleşmesi opsiyonu", "altın opsiyonu" gibi türlere ayrılmaktadır. **Korkmaz**, Turhan: Hisse Senedi Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri, Bursa 1999, s.13-38; **Penezoğlu**: s.8.

<sup>499</sup> "Opsiyon, sahibine, prim adı verilen bir miktar paranın peşin olarak ödenmesi karşılığında, belirli miktardaki bir varlığı, kararlaştırılan fiyattan, gelecek bir tarihte ve/veya bu tarihe kadar olan süre içerisinde satın alıp almama, ya da satıp satmama hususunda serbesti tanıyan bir haktır." **Kırca**: s.1.

vermektedir. Sözleşmede opsiyon hakkı sahibinin, karşı taraftan farklı olarak opsiyon primi dışında alma veya satma hususunda bir yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bir opsiyon hakkı satın almış olan taraf, bu hakkı kendisi kullanmak istemiyorsa üçüncü kişilere satabilir. Opsiyon hakkı sözleşmede belirlenen zaman aralığında kullanılmazsa geçersiz hale gelir. Opsiyon hakkını satın alan kişi bunu satmamış ve vadeye kadar da beklemesine karşın seçimlik hakkını kullanmamış ise, satıcıya ödemiş olduğu prim kadar zarar etmiş olur<sup>500</sup>.

Opsiyon sözleşmeleri, yatırımcılar için beklenmeyen fiyat hareketlerine karşı bir korunma yolu olarak görülmektedir<sup>501</sup>. Opsiyon sözleşmesini satın almak, satmaya göre daha sınırlı bir risk taşımaktadır. Opsiyon sözleşmesini alan tarafın riski ödediği prim ile sınırlıyken, satanın riski daha geniştir. Bu nedenle yatırımcılar opsiyon sözleşmesi satmaktan daha çok almak suretiyle riskten korunmaya çalışırlar<sup>502</sup>.

Opsiyon sözleşmeleri günümüzde en fazla kullanılan türev araçlardandır. Bu sözleşmeler genellikle teşkilatlanmış piyasalarda, borsalarda işlem görmektedir. Tezgahestü piyasalarda da işlem gören opsiyon sözleşmelerinin işlem hacminin yüksek seviyede olduğu görülmektedir<sup>503</sup>.

Swap sözleşmeler, iki tarafın belirli bir varlığın, öngörülen süre boyunca, belirlenen miktarlarda ödeme yükümlülüklerini karşılıklı değiş tokuş etmek amacıyla yaptıkları sözleşmelerdir<sup>504</sup>. Bu sözleşmelerde taraflar finansal varlıktan kaynaklanan nakit akışını değiştirmekte, farklı kredi değerlilikleri nedeni ile karşılaşılan kredi şartlarını kendi lehlerine değiştirmektedirler. Kişilerin bu sözleşmeleri yapmalarının diğer nedenleri ise döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunmak, kredi

---

<sup>500</sup> **Mayo:** s.374; **Yılmaz,** Mustafa Kemal: Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Uygulanabilirliği, İstanbul 1998, s.4; **Korkmaz:** s.7; **Gökçe:** s.19; **Sumer:** s.53; **İnceoğlu:** s.40.

<sup>501</sup> **Mayo:** s.371.

<sup>502</sup> **Mayo:** s.371; **Yılmaz:** Hisse Senedi Opsiyonları, s.4.

<sup>503</sup> **Penezoğlu:** s.9.

<sup>504</sup> **Johnson:** s.445; **Perry:** s.14; **Durbin:** s.31; **Stijn,** Claessens/ **Duncan,** Ronald C.: Managing Commodity Price Risk in Developing Countries, London 1993, s.108; **Selvi:** s.22; **Penezoğlu:** s.9.

maliyetlerini düşürmek, kısa dönem aktif-pasif yönetimi stratejilerini uygulamak, hizmet geliri elde etmek veya spekülasyon yapmaktır<sup>505</sup>.

Swap sözleşmeler, forward sözleşmeler ile benzer karakteristik özellik taşırlar<sup>506</sup>. Başlangıçta peşin para gerektirmezler ve kredi riski taşırlar. Bu sözleşmeler, tarafların ihtiyaçlarına göre karşılıklı pazarlık ile yapılan sözleşmelerdir. Teşkilatlanmış bir pazarları bulunmamaktadır. İkincil pazarları etkin olmadığı için el değiştirmeleri kolay olmaz<sup>507</sup>.

Vadeli işlem sözleşmeleri<sup>508</sup> ise, sahibini belirli nitelik ve miktardaki varlığın gelecek bir tarihte (vadede) sözleşme tarihinde belirlenen fiyattan satın almaya mecbur kılan ve teşkilatlanmış piyasalarda yapılan sözleşmelerdir<sup>509</sup>. Vadeli işlem sözleşmeleri ile forward sözleşmeleri aynı amacı ve özellikleri içermektedir. Bunlar arasındaki temel farklılık vadeli işlem sözleşmelerinin standart özellik taşıması ve teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesidir. Vadeli işlem sözleşmelerinin standart olması kolayca devredilebilmelerini de sağlamaktadır<sup>510</sup>.

Ülkemizde ilk türev araçların işlem gördüğü teşkilatlanmış piyasası, 15 Ağustos 1997 tarihinde faaliyete geçen İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası olmuştur. İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu piyasada hiç opsiyon sözleşmesi yapılmamıştır. İlk yıllarda altına dayalı vadeli işlemler yapılmış ancak sonradan bu işlemler de durma noktasına gelmiştir. Eylül 2001'den sonra vadeli işlem sözleşmesi de

---

<sup>505</sup> **Kırman**, Ahmet: Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi, Ankara 2001, s.115; **Stijn / Duncan**: s.108; **Selvi**: s.23.

<sup>506</sup> **Stijn / Duncan**: s.108.

<sup>507</sup> **Penezoğlu**: s.9-10; **Selvi**: s.23.

<sup>508</sup> Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş Ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'in "Tanım ve Kısaltmalar" başlıklı 3. maddesine göre, vadeli işlem sözleşmesi, "Belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstereyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alma veya satma yükümlülüğü veren sözleşmeyi" ifade eder.

<sup>509</sup> **Barrie**, Scott: The Complete Idiot's Guide to Options and Futures, New York 2001, s.6-7; **Focardi / Fabozzi**: s.57; **Carter**: s.2; **Penezoğlu**: s.10; **Selvi**: s.14.

<sup>510</sup> **Erol**: s.10-11; **Penezoğlu**: s.10; **Selvi**: s.14; **Akçaoğlu**: s.23.

yapılmamıştır. 23.2.2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 56. maddesi ile İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği yürürlükten kaldırılmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlem Piyasası, ülkemizde türev araçların işlem gördüğü ikinci piyasa özelliği taşımaktadır. Her ne kadar 3 Mayıs 1994 tarihinde kurulmuş olsa da, 2001 yılına kadar işlem görmemiştir. İlk defa 15 Ağustos 2001 tarihinde vadesi Eylül 2001 olan ABD Doları USD/TL vadeli işlem sözleşmesi işleme açılmıştır. Ancak bu piyasada da Ocak 2002'e kadar sınırlı sayıda işlem yapılmış, bu aydan sonra hiçbir vadeli işlem sözleşmesi işlem görmemiştir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ ise, 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan ülkemizdeki ilk özel borsa kuruluşudur<sup>511</sup>. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ, 4.7.2002 tarihinde İzmir Ticaret Siciline tescil edilmiş, bu tescil 09.07.2002 tarihli Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanmıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ,'nin hukuki dayanağı olan SPK 40/II'ye göre, "Münhasıran, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsalar, Kurulun teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulunun onayı ile kurulur. Bu borsaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları ilgili bakanlıkça çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenir. Bu borsalar anonim şirket niteliğinde kurulursa, yıllık kârlarının %20'sinden fazlasını dağıtamazlar. Bu fıkra kapsamındaki sermaye piyasası araçları damga vergisinden muaftır."

---

<sup>511</sup> Bakanlar Kurulu'nun 2001/3025 sayılı kararına göre, "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi" unvanı ile bir vadeli işlem ve opsiyon borsası kurulması; Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17/8/2001 tarihli ve 39/1101 sayılı Kararına dayanan Devlet Bakanlığı'nın 3/9/2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun değişik 40 ncı maddesine göre, Bakanlar Kurulu'nca 10/9/2001 tarihinde kararlaştırılmıştır.



27.3.2004 tarih ve 25415 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliğinin geçici 1. maddesi ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul Altın Borsasında işleme açık vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin dayanak varlıklarına dayalı sözleşmeleri kote etmesi durumunda diğer borsaların, ilgili sözleşmelerin normal alım satımını sona erdirecekleri, bu tarihten sonra diğer borsalarda sadece pozisyonların kapatılmasıyla ilgili işlemler yapılabileceği, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının söz konusu sözleşmelerin alım satımı başlamadan önce ilgili diğer borsaları bilgilendireceği hususu düzenlenmiştir. VOB, 05.03.2004 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu'nun izni ile 04.02.2005 tarihinde de faaliyetine başlamıştır.

Sermaye piyasamızda türev araçların alım satımına aracılık, ilk defa vadeli işlem sözleşmeleri bakımından kabul edilmiştir. 29 Nisan 1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikte, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30. maddesinin 1. fıkrasının c bendinde “finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık” sermaye piyasası faaliyetleri arasında sayılmıştır. Aynı maddenin 2. fıkrasına göre ise, “Aracılık, sermaye piyasası araçlarının 31 inci madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır. Vadeli işlem sözleşmelerinin yapılmasına aracılık da bu hüküm kapsamındadır.”

24 Haziran 1995 tarihli 558 sayılı KHK ile sadece vadeli işlem sözleşmeleri yanında diğer türev araçların alım satımına aracılık da mümkün hale gelmiştir. Ancak Anayasa Mahkemesi 13 Kasım 1995 tarihli kararı<sup>512</sup> ile 558 sayılı KHK'yı iptal etmiştir. Daha sonra Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30. maddesinin birinci fıkrası 4487 sayılı Kanun ile yeniden değiştirilerek, 558 sayılı KHK'daki düzenleme aynen kabul edilmiştir.

---

<sup>512</sup> Anayasa Mahkemesi'nin 1995/45 esas, 1995/58 sayılı kararı. (RG. 24.11.1995, S.22473)

SPK 30/I,c hükmüne göre “Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık” sermaye piyasası faaliyetlerinden biri sayılmıştır. Bu düzenlemede türev araçların neler oldukları tek tek sayılarak sınırlandırılmamış, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri örnek olarak gösterilmiştir. Kanun koyucu böylece yeni türev araçların ortaya çıkmasına ve bunlara aracılık yapılmasına imkân sağlamıştır.

Kurul’un Seri:V, No:46 sayılı Aracılık Faaliyetleri Ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği’nin 53. maddesinde türev araçların alım satımına aracılık faaliyeti tanımlanmıştır. Buna göre türev araçların alım satımına aracılık faaliyeti, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların aracı sıfatıyla ve ticari amaçla alım satımını ifade eder.

Türev araçların alım satımına aracılık faaliyetinin kapsamında müşterilerden gelen emirlerin doğrudan veya temsilci sıfatıyla kabul edilmesi, bu emirlerin başka kişi veya kuruluşlara yönlendirilmesi, bu amaçla işyeri açılması<sup>513</sup>, sözleşme akdedilmesi, sözleşme akdedilmesine aracı olunması veya yapılan işlemlerle ilgili tahsil ya da tediyede bulunulması yer almaktadır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.54).

## **II. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Sözleşmesi ve Hukuki**

### **Niteliği**

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda işlem yapmak isteyen yatırımcının, emirlerini borsaya iletebilmesi için, işlem yapma yetkisine sahip bir borsa üyesi aracı kuruluş ile türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesi yapması gerekmektedir. VOB’da yatırımcıların kendi aralarında alım satım işlemi yapmaları mümkün

---

<sup>513</sup> Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 54. maddesinde işyeri açılmasının türev araçların alım satımına aracılık faaliyeti kapsamında sayılması eleştirilmiştir. Aracı kuruluşların aracılık faaliyetinde bulunabilmeleri için zaten belli bir alt yapıya sahip olmaları gereklidir. Aracılık faaliyetinin yerine getirilebilmesi için gerekli olan alt yapının sağlanmasının, bu faaliyetin kendisi olarak kabul edilmesi yerinde değildir. **İnceoğlu:** s.43.

değildir. Yatırımcı, VOB üyesi aracı kuruluş ile sözleşme yaptıktan ve kendi adına hesap açıldıktan sonra alım-satım emri vermeye başlayabilir.

Türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesi, aracı kuruluş ile müşterisi arasındaki ilişkinin esaslı unsurlarını düzenlemekte ve imzalandıktan sonraki gerçekleştirilecek her bir işlemin temelini oluşturmaktadır. Bu sözleşme, aracı kuruluş ile müşterisi arasındaki ilişkinin başlangıcında imzalanan çerçeve sözleşme niteliğindedir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ m.13/I).

Türev araçların alım satımına aracılık çerçeve sözleşmeleri müteselsil sıra numaralı ve iki nüsha olarak düzenlenir. İmzalanan sözleşmenin bir örneğinin müşteriye verilmesi zorunludur (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ m.13/II). Sözleşme örneğinin verilmesi, yatırımcıların korunması bakımından önem taşımaktadır.

Doktrindeki hakim görüşe göre türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesi, sui generis bir sözleşme olup, vekalet sözleşmesine benzemektedir<sup>514</sup>. Zira türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesinde aracı kuruluş türev araçlara ilişkin emirleri doğrudan veya temsilci sıfatıyla kabul etmektedir. Yani aracı kuruluş, başkası nam ve hesabına hareket etmektedir. Ayrıca 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.

### **III. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Sözleşmesinin Şekli ve Kapsamı**

Türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesinin şekli Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmemiştir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 13. madde hükmü ile türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesi yazılı olması zorunlu tutulmuştur. Diğer aracılık faaliyetlerinde de ifade edildiği gibi türev araçların alım satımına aracılık sözleşmelerine ilişkin yazılı şekil şartının Tebliğ ile getirilmesi isabetli

---

<sup>514</sup> **Sumer:** Meslek Kuralları, s.64; **Penezoğlu:** s.102-103; **İnceoğlu:** s.172.

olmamıştır. Ancak yatırımcıların korunması bakımından bu sözleşmelerde yazılı şekil şartının aranmasının ve bunun kanun ile düzenlenmesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz.

Türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesinin taraflarında devir, birleşme, veraset, müşterek hesaplara yeni hak sahiplerinin katılması ya da bazılarının ayrılması gibi sebeplerle ortaya çıkacak değişikliklerde sözleşmenin yenilenmesi gereklidir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ m. 13/III). Diğer aracılık faaliyetlerinde olduğu gibi, müşterek hesap sahiplerinde ortaya çıkacak değişikliklerde, ayrılan hak sahiplerinin sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerinin sona erdirilmesi, katılanların da menfaatlerinin korunması bakımından çerçeve sözleşmelerin yenilenmesi önem taşır.

Türev araçların alım satımına aracılık çerçeve sözleşmelerinde yer verilmesi gereken asgari hususların Kurul tarafından belirleneceği Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13. maddesinde düzenlenmiştir. Kurul'un 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında türev araçların alım satımına aracılık sözleşmelerinde yer alması gereken başlıca hususlar tespit edilmiştir.

Yatırımcının korunması bakımından türev araçların alım satımına aracılık çerçeve sözleşmelerinin içeriklerinin belirlenmesinde de bazı kurallar getirilmiştir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13. maddesinin 4. fıkrasına göre alım satıma aracılık çerçeve sözleşmelerine sermaye mevzuatına aykırı hükümlerin konulması yasaklanmıştır. Ayrıca sözleşmelerde müşterinin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere de yer verilemez. Sözleşmelerde hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır.

Benzer bir düzenleme Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği'nin 19.maddesinin a bendinde getirilmiştir. Bu hükme göre aracı kuruluşlar, müşterileri ile yapacakları sözleşmelere koyacakları hükümlerle, ilgili mevzuatta öngörülen

sorumluluklarını kısıtlayıp, kaldıramazlar. Ayrıca acente aracılığıyla yapılan işlemlerde, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 28 inci maddesi uyarınca hukuki sorumluluk müteselsilen müvekkil aracı kuruluş ile acente bankaya aittir. Aracı kuruluş ve acente banka, kendi aralarında veya müşterilerle yapılacak sözleşmelerde, bu sorumluluğu kaldıran ya da hafifleten kayıtlar koyamaz.

#### **IV. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Sözleşmesinin Tarafları**

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğinin 4. maddesinde aracı kurumların, 5. maddesinde ise bankaların 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 edebilecekleri düzenlenmiştir. Ancak türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesinin kimler arasında imzalanacağı açıkça düzenlenmemiştir. Her ne kadar açık bir düzenlenme olmasa da, bu sözleşmenin vadeli işlem ve opsiyon borsasında işlem yapmak ve finansal risklerden korunmak isteyen yatırımcılar ile aracı kuruluşlar arasında yapılacağı anlaşılmaktadır.

Aracı kuruluşların, türev araçların alım satımına aracılık yapabilmeleri için Kurul'dan yetki belgesi almaları zorunludur. Aracı kuruluşlar sadece belirli bir türev aracın veya hepsinin alım satımına aracılık yapabilir. Bu nedenle aracı kuruluşlar türev araçların dayandığı kategoriler itibarıyla ayrı ayrı ya da bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesi alabilirler (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m. 53/II). Aracı kuruluşların VOB'da işlem yapabilmeleri için üye de olmaları zorunludur.

Aracı kuruluşların dışında vadeli işlemler aracılık şirketlerinin de türev araçların alım satımına aracılık yapmalarına izin verilmiştir. Kurul, SPK m. 22 j, o; 39 hükümlerine dayanarak çıkarmış olduğu Seri:V, No:90 sayılı Tebliği'nde vadeli işlemler aracılık şirketlerinin kuruluş ve faaliyet esaslarını düzenlemiştir. Bu tebliğ uyarınca vadeli işlemler aracılık şirketleri, VOB'da bütün türev araçların alım

satımına aracılık yapabilirler (Seri:V, No:90 sayılı Tebliğ, m. 4). Bütün türev araçların alım satımına aracılık yapabilmeleri sebebiyle “vadeli işlemler aracılık şirketi” ibaresi, bu şirketlerin ifade edilmesinde yeterli değildir. Seri:V, No:90 sayılı Tebliğin 22. maddesinde Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde Kurul’un aracı kurumlara ilişkin düzenlemeleri kıyasen uygulanacağı belirtilmiştir. Bu nedenle türev araçların alım satımına aracılık konusunda aracı kuruluşlar ile ilgili anlatılacak hususlar aksi belirtilmedikçe vadeli işlemler aracılık şirketleri için de geçerli olacaktır.

Aracı kuruluşların yurt dışında da türev araçların alım satımına aracılık yapmaları mümkündür. Bunun için öncelikle Kurul’dan türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesi almış olmaları gereklidir. Ayrıca Kurulca uygun görülmesi halinde, dayandığı varlık veya gösterge dikkate alındığında yurt içi piyasalarda işlem görmeyen türev araçlarla sınırlı olmak üzere, yurt dışı piyasalarda işlem gören türev araçların alım satımına aracılık faaliyetinde bulunabilirler (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m. 53/III).

#### **V. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerinde Uygulanacak Bireysel Sözleşmeler ve Hukuki Nitelikleri**

Aracı kuruluşlar, türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesinin imzalanmasından sonra müşteri emirlerini kabul etmeye başlayabilirler. Müşterinin herhangi türev aracın alım veya satımına ilişkin emir vermesi ve aracı kuruluşun da bunu kabul etmesi halinde “bireysel sözleşme” kurulmuş olacaktır. Müşteri ile aracı kuruluş arasında her bir türev aracın alım satım işleminde, ayrı bir bireysel sözleşme yapılacaktır. Bu bireysel sözleşmelerin temel dayanağı ise çerçeve sözleşme olacaktır.

Aracı kuruluşun müşteri emrini kabul ederek bireysel sözleşme yapmak zorunda olup olmadığı hususu tartışmalıdır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği’nin 60. maddesine göre borsa üyesi aracı kuruluşlar, müşterilerin verecekleri alım satım emirlerini, kısmen veya tamamen kabul etmemek hakkına

sahiptirler. Müşteri emrini kabul etmeyen aracı kuruluş, neden belirtme zorunluluğu olmaksızın bu durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine emri aldığı anda bildirmekle yükümlü tutulmuştur (VOBY, m.60).

Benzer düzenlemenin menkul kıymetlerin alım satımına aracılık faaliyetleri bakımından İMKBY'nin 28. maddesinde düzenlendiğini görmüştük. Daha önce de ifade ettiğimiz üzere aracı kuruluş, müşterisinin emrini geçerli bir sebebi bulunmaksızın reddedememelidir. Zira müşterinin borsada kendi başına alım veya satım işlemi yapması mümkün değildir. Müşterinin vermiş olduğu emri bir sebep göstermeksizin aracı kuruluşun reddetmesi, yatırımcının telafisi güç zararlara uğramasına neden olabilir. Bu nedenle aracı kuruluşların, sebep göstermeksizin müşteri emrini reddedebilmesi, yatırımcıyı korumasız bırakmaktadır. Kanaatimizce VOBY'nin 60. maddesinde aracı kuruluşla tanınan sebepsiz emri reddetme yetkisinin kaldırılması ya da en azından aracı kuruluşun hangi hallerde emri kabul edilmeyebileceğinin açıkça düzenlenmesi gerekmektedir.

Yatırımcıların, aracı kuruluş nezdinde bir yatırım hesabı açtırmaları ve türev araçların alım ve satımına aracılık sözleşmesini imzalamaları halinde, alım satıma yönelik emir vererek bireysel sözleşme yapma yükümlülükleri bulunmamaktadır. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ m. 13/IV gereği türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesi ile yatırımcının menfaatlerine ters düşecek böyle bir yükümlülüğün de getirilemeyeceği kanaatindeyiz.

Türev araçların alım satımına aracılık işlemlerinde yapılan bireysel sözleşmeler, komisyon sözleşmesi niteliği taşıdığı kabul edilmektedir<sup>515</sup>. Borçlar Kanunu'nun 416. maddesinin birinci paragrafında yapılan tanımlamaya göre alım ve satım işlerinde komisyoncu, ücret mukabilinde kendi namına ve müvekkil hesabına kıymetli evrak ve menkul eşya alım ve satımını üstlenen kimsedir. Türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesinin konusunu menkul mal veya kıymetli evrak değil, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri oluşturmaktadır. Ancak BK 430/II gereği

---

<sup>515</sup> **Kırca:** s.96; **İnceoğlu:** s.174.

türev araçların alım satımında da komisyon sözleşmesinin varlığı kabul edilebilir<sup>516</sup>. Zira ücret karşılığında kendi adına müvekkil hesabına hukuki işlem yapılmasının üstlenildiği diğer hallerde de alım satım komisyonculuğuna ilişkin hükümler uygulanır (BK 430/II). Bu nedenle komisyon sözleşmesi iş görme sözleşmelerinden vekâlet sözleşmesinin özel bir türüdür. Komisyon sözleşmelerine ilişkin düzenlemelerde ortaya çıkan boşluklarda, vekâlet sözleşmesi hükümleri uygulanır (BK 416/II).

## **VI. Türev Araçların Alım Satımına Aracılık İşlemlerinde Yatırımcının Korunması**

### **A. Borsa ve Takas Üyeliği Şartı**

Yatırımcıların VOB'da vadeli işlem ya da opsiyon sözleşmelerini doğrudan kendi adlarına alıp satmaları mümkün değildir. Bu işlemleri aracı kuruluşlar vasıtasıyla gerçekleştirebilirler. Ancak VOB'da yatırımcılar adına işlem yapacak olan bu aracı kuruluşların "borsa üyesi" olmaları gereklidir. Borsa üyesi, SPK'dan türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık yetki belgesi almış ve ilgili borsa mevzuatına göre üyeliğe kabul edilmiş kuruluşlardır. Aracı kuruluşların borsa üyesi olabilmeleri için bazı şartları sağlamaları gereklidir<sup>517</sup>.

---

<sup>516</sup> Kırcı'ya göre, BK 430. madde bulunmasaydı dahi, borsa opsiyonlarının alım-satımına ilişkin müşteri ile borsa üyesi arasında yapılan sözleşmeye BK 416 vd.da düzenlenen alım-satım komisyonculuğu hükümlerinin kıyasen uygulanması gerekirdi. **Kırcı:** s.97.

<sup>517</sup> Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği'nin 9. maddesinde borsa üyesi olunabilmesi için aranan şartlar düzenlenmiştir. Bu şartlar;

a) SPK'dan türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesi alınmış olması,  
b) Borsa Yönetim Kurulunca hazırlanan Borsa Üyelik Taahhünamesinin veya istenebilecek diğer taahhünamelerin imzalanarak ibraz edilmiş olması,

c) Sermaye ve özkaynak yapılanması yönünden şirket mali yapısının Borsa Yönetim Kurulunun belirleyeceği kriterlere uygun olması,

d) Bu Yönetmelik ile bu Yönetmeliğe dayanılarak yapılan düzenlemelerde öngörülen, teminat ve giriş aidatı gibi tutarların yatırılmış olması ve işlemlerin yürütülebilmesi için gerekli teknolojik donanımın, organizasyon yapısının, personelin ve mali kaynakların sağlanmış olması,

e) Borsa Yönetim Kurulunca istenebilecek diğer bilgi ve belgelerin sunulmuş olması,



Borsa üyeleri, takas üyesi borsa üyeleri ve takas üyesi olmayan borsa üyeleri olmak üzere iki türde görülmektedir. Takas üyesi borsa üyesi, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin işlemleri yerine getirmeyi, teyit etmeyi ve sona erdirmeyi Takasbank'a karşı taahhüt eden kuruluşlardır. Takas üyelerinin bu taahhüdü takas üyesi olmayan diğer üyelerin işlemleri için vermesi, takas garantisi olarak kabul edilmektedir (VOBY, m.7/II, III). Takas üyesi olmayan borsa üyelerinin ise böyle bir taahhütleri bulunmamaktadır.

Takas üyesi borsa üyeleri, sahip oldukları yetkiler bakımından doğrudan takas üyesi ve genel takas üyesi olarak ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan doğrudan takas üyeleri, sadece kendilerinin veya müşterilerinin işlemlerinin takasını gerçekleştirebilirler. Bu üyeler, başka bir borsa üyesinin takasını garanti edemez. Hâlbuki genel takas üyeleri, doğrudan takas üyelerinin yetkisine ilave olarak diğer borsa üyelerinin işlemlerinin takasını da garanti etmeye yetkilidir. Genel takas üyeleri tarafından, pazar bazında Takas Merkezine karşı takas garantisi verilmektedir (VOBY, m. 7/IV, V, VI).

Takas üyesi olmayan borsa üyesi, bir genel takas üyesinin takas garantisini elde etmeden VOB'a doğrudan emir iletmez ve vadeli işlem ya da opsiyon sözleşmesi alıp satamaz (VOBY, m. 7/VII). Bunun için takası garanti edilen borsa üyesi ile takası garanti eden genel takas üyesi arasında, takas garantisi verilmesine ilişkin hükümlerin yer aldığı bir takas sözleşmesi yapılması zorunludur. Takas sözleşmesinde, takası garanti edilen üyenin aldığı pozisyonlarla ilgili işlem teminatlarının tamamlanması, pozisyon limitlerindeki aşımaların giderilmesi ve diğer hususlar hakkındaki tarafların hak, yükümlülük ve yetkileri düzenlenir (VOBY, m. 85/I).

---

f) Borsaca öngörülmesi durumunda, müşterilere ve diğer üçüncü şahıslara karşı doğabilecek mali ve hukuki sorumluluğu teminat altına almak amacıyla genel ve özel mahiyette sigortaların yaptırılması,

g) Takas Merkezi tarafından bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde talep edilecek belge ve bilgilerin ibraz edilmiş olmasıdır.

Türev araçların alım satımı sözleşmelerinin bir tarafını takas üyesi aracı kuruluş, diğer tarafını ise Takasbank oluşturmaktadır. Takas üyesi olmayan borsa üyesinin alım satım yapması halinde sözleşmenin bir tarafını, borsa üyesinin takas sözleşmesi yapmış olduğu genel takas üyesi teşkil edecektir. Çünkü takas üyesi olmayan borsa üyelerinin takas işlemleri, takası garanti eden genel takas üyesi tarafından gerçekleştirilir. Bu durumda, garanti veren genel takas üyesinin onayı ile takas üyesi olmayan borsa üyesinin takas işlemleri, genel takas üyesine bağlı, kendi adına açılan takas hesaplarında izlenir (VOBY, m. 7/VI).

Takası garanti eden genel takas üyesi, içeriği Takasbank tarafından belirlenen ve garanti ettiği borsa üyesinin VOB'daki tüm işlemlerini kayıtsız şartsız garanti ettiğini belirten bir taahhünameyi (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Takas Üyeliği Taahhünamesi) VOB'a ve Takasbank'a verir (VOBY, m.86/I).

Takası garanti eden genel takas üyesi, takası garanti edilen üyenin VOB'da gerçekleştirdiği işlemler nedeniyle Takasbank'a karşı oluşan yükümlülüklerinden müşterek borçlu ve müteselsil kefil olarak sorumlu hale gelir. Takas garantisi, takası garanti edilen üyenin VOB'da gerçekleştirmiş olduğu işlemler neticesinde, Takasbank'a ödemekle yükümlü olduğu teminat, komisyon, faiz ve benzeri ödemeler ile kâr veya zarar tutarının kayıtsız şartsız ödenmesini kapsar. Garantinin bir üst sınırı ya da süresi bulunmamaktadır. Bu garanti çerçevesinde, Takasbank'ın ilk talebi üzerine takası garanti eden üye kayıtsız şartsız ödeme yapmakla yükümlüdür (VOBY, m.86/II).

Penezoğlu'na göre<sup>518</sup> VOBY 86/II'de garanti eden genel takas üyesinin, takası garanti edilen üyenin VOB'da gerçekleştirdiği işlemler nedeniyle Takasbank'a karşı oluşan yükümlülüklerinden müşterek borçlu ve müteselsil kefil olarak sorumlu tutulması eleştirilmiştir. Buna gerekçe olarak takas üyesi olmayan borsa üyesinin, Takasbank ile herhangi bir hukuki ilişkiye girmemesi, işlemlerin Takasbank ile Takas üyesi arasında gerçekleşmesi gösterilmiştir. Bu görüşe göre asıl borçlu garanti

---

<sup>518</sup> **Penezoğlu:** s.157.

veren takas üyesi olup, bu üyenin bir de müşterek borçlu ve müteselsil kefil gösterilmesi tezat oluşturmaktadır.

Kanaatimizce takas üyesi olmayan borsa üyesinin işlemlerinden dolayı sadece garanti veren takas üyesinin sorumlu tutulması ve borsa üyesinin bu sorumluluğun dışında bırakılması mümkün değildir. Zira VOB'da takas üyesi olmayan borsa üyesinin alım satım işlemleri, genel takas üyesi tarafından değil, kendisi tarafından gerçekleştirilir (VOBY, m.7/I, 11). İşlemin yapılabilmesi için borsa üyesi olunması yeterli olup, bir takas sözleşmesinin bulunması kaydıyla takas üyesi olunması şart değildir. VOB'da alım satım işlemini takas üyesi olmayan borsa üyesi yapmakta, genel takas üyesi de yapılan bu alım satım işleminin takasını gerçekleştirmektedir. Takas üyesi olmayan borsa üyesi yapmış olduğu alım satım işlemlerinin ekonomik sonuçlarından kendisi yararlanmaktadır. Bu nedenle takas üyesi olmayan borsa üyesinin, Takasbank ile olan hukuki ilişkisinin tamamen dışında tutulması mümkün değildir. Takas üyesi olmayan borsa üyesi ile Takasbank arasındaki hukuki ilişkinin kaynağını takas sözleşmesi ve alım satım işlemleri oluşturmaktadır.

Genel takas üyesi, takas üyesi olmayan borsa üyelerinin işlemlerinde, ancak Takasbank ile olan ilişkilerinde kendi adına borsa üyesi hesabına hareket etmektedir. Bu nedenle takas üyesi ile takas üyesi olmayan borsa üyesi arasında akdedilen takas sözleşmesi vekâlet sözleşmesine ilişkin bir unsur taşımaktadır. Takas üyesinin bu vekâleti dolaylı temsil hükümleri çerçevesinde icra edilmektedir<sup>519</sup>.

Takasbank, takas üyesinin yükümlülüğünü yerine getirmemesi halinde, takas üyesinin Takasbank nezdindeki kendisine ait olduğu belirlenen diğer hak ve alacakları ile varlıklarına bu yükümlülüklerin tasfiyesi amacıyla başvurabilir. Birden fazla genel takas üyesinin bir takas üyesi olmayan borsa üyesine takas garantisi vermesi durumunda, ortak takas garantisi veren her takas üyesi, garanti edilen üyenin işlemlerinden müteselsilen sorumlu olur (VOBY, m.86/III, IV).

---

<sup>519</sup> **Kırca:** s.174; **Penezoğlu:** s.157.

Yatırılması gereken tutarlarda takas üyesinin temerrüde düşmesi durumunda, Takasbank, ilgili takas üyesi hakkında kanuni takip yapmaya yetkilidir. Temerrüdün takası garanti edilen üyeden kaynaklanan kısmı için, takası garanti eden üye tarafından yükümlülüğün karşılanmaması halinde, Takasbank takası garanti eden üye ile birlikte takası garanti edilen üye için de kanuni takip başlatabilir (VOBY, m.86/VI). Kanaatimizce takas üyesi olmayan borsa üyesine takip başlatılabilmesinin, takas üyesinden alacağın karşılanamaması şartına bağlanması yerinde değildir. Zira garanti verilen borsa üyesi ile garanti veren genel takas üyesi Takasbank'a karşı müteselsil sorumludurlar (VOBY, m.86/II).

Takasbank, VOB'da gerçekleşen işlemler nedeniyle takası garanti edilen üyeye verilmesi gereken varlıkları, doğrudan takası garanti eden üyeye aktarabilir. Bu durumda takası garanti eden üye, bu tutarları takasını garanti ettiği üyeye zamanında aktarmakla yükümlüdür. Takasbank, bu tutarların takası garanti edilen üyeye aktarılmamasından sorumlu değildir. Takasbank, takası bir başka üye tarafından garanti edilen üyelerin borsa işlemleri nedeniyle oluşan alacaklarını, takası garanti eden üyenin kabulü koşuluyla, takası garanti eden üyenin hesaplarını kullanmadan doğrudan işlem sahibi üyeye aktarabilir. Bu durumda, takası garanti eden üyeye bilgi verilir (VOBY, m.86/son).

Borsa üyeleri, borsa işlemleri dolayısıyla müşterilerine, diğer borsa üyelerine, borsaya ve Takasbank'a verebilecekleri zararlara karşılık olmak üzere, nakit veya her an paraya çevrilebilir devlet iç borçlanma senedi ya da vadesiz ve kayıtsız şartsız ödeme taahhüdünü içeren banka teminat mektubu şeklinde teminat yatırmak zorundadırlar. Yatırılacak teminatın miktarı, borsadaki iş hacmi dikkate alınarak yönetim kurulunun teklifi üzerine SPK tarafından belirlenir. Borsa üyelerinin teminat vermeksizin işlem yapmaları mümkün değildir (VOB-KÇEY, m.24/I, II). Sermaye Piyasası Kurulu'nun 30.11.2004 tarih ve 47/1565 sayılı toplantısında üyelik teminatının 10.000 TL olarak belirlenmesine ilişkin VOB önerisi, 2005 yılı sonunda piyasadaki gelişmeler ve işlem hacimleri çerçevesinde Kurul tarafından yeniden değerlendirilmek kaydıyla onaylanmıştır. Bu karar sonrası teminat miktarında bir artış yapılmamıştır.

VOBY’de piyasa yapıcılığı da düzenlenmiştir. Piyasa yapıcıları, sorumlu oldukları her sözleşme için, VOB Yönetim Kurulu tarafından belirlenen yetkiler çerçevesinde, alış ve satış kotasyonu veren ve bu kotasyon doğrultusunda işlem yapan borsa üyeleridir (VOBY, m.25/I). Piyasa yapıcıları, VOB’da fiyatların düştüğü zamanlarda alış, yükseldiği zamanlarda satış yaparak arz talep dengesini kuran ve fiyatlara istikrar kazandıran borsa üyesi aracı kuruluşlardır<sup>520</sup>.

Borsada piyasa yapıcılarının varlığı yatırımcılar bakımından büyük önem taşımaktadır. Zira yatırımcıların VOB’da alış yapmak istediklerinde satmaya hazır, satış yapmak istediklerinde de daima almaya hazır bir piyasa yapıcısı bulunmaktadır. Piyasa yapıcıları, yatırımcılara her zaman işlem yapabilme güvenini sağlamakta ve piyasanın likiditesini artırmakta büyük rol üstlenmektedirler<sup>521</sup>.

Borsa yönetim kurulu, piyasa yapıcılarının gün sonunda tutabilecekleri pozisyon limitleri, günlük işlem limitleri, alış ve satış kotasyonları arasındaki farkın azami miktar ve/veya oranını ve yapabilecekleri işlemler ve taşıyabilecekleri açık pozisyon miktarlarına ilişkin diğer değişkenleri her bir piyasa yapıcısı bazında belirleyebilir. Yönetim kurulu, piyasa yapıcılarına diğer piyasa üyelerine göre daha düşük borsa payı, teminat ve takas ücreti uygulanmasına karar verebilir (VOBY, m.27).

VOB’da işlem gören vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin takası, Genel Yönetmelik, VOB Yönetmeliği ve ilgili mevzuat, VOB’un Takas ve Temerrüt Esasları Genelgesi ile Takasbank’ın 808 ve 880 nolu Genel Mektuplarında yer alan hükümler çerçevesinde Takasbank’ta yerine getirilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu’nun 10.12.2004 tarih ve 48/1602 sayılı toplantısında alınan kararı ile Takasbank, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Takas Merkezi olarak görevlendirilmiştir.

---

<sup>520</sup> **Kırca:** s.72; **Karşlı:** s.180.

<sup>521</sup> **Kırca:** s.72.

Takasbank, sözleşmelerin alıcısına karşı satıcı ve satıcısına karşı alıcı rolünü üstlenir. Takasbank, piyasa katılımcılarının hak ve yükümlülüklerini teminat altına alan, gerçekleşen işlemler sonucu oluşan ödeme ve teslimat yükümlülüklerinin zamanında yapılmasını sağlayan ve risklerin takibi, kontrolü ve teminatların tesisini sağlamakla da görevlidir (VOB-KÇEY, m.39/I).

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin kuruluşunda, Takasbank alıcı ve satıcı arasında aracı olmaktadır. VOB'da taraflardan biri alım diğeri satım emri verdiklerinde, her bir taraf Takasbank ile ayrı ayrı vadeli işlem veya opsiyon sözleşmesinin yapılmasını konu alan bir ön sözleşme akdederler. Borsa üyesi aracı kuruluşlar vasıtasıyla alım ve satım emirleri merkezi bilgisayar ortamında derhal gerçekleşir. Alıcı ve satıcı sıfatıyla hareket eden takas üyeleri, Takasbank ile iki ayrı vadeli işlem veya opsiyon sözleşmesi akdetmiş sayılırlar. Vadeli işlem veya opsiyon sözleşmesinin kurulmasına yönelik ön sözleşme, takas sözleşmesinin söz konusu olduğu hallerde bizzat takas üyesi tarafından değil, takas üyesi olmayan borsa üyesi tarafından yapılmaktadır. Yani Takasbank ile vadeli işlem veya opsiyon sözleşmesine yönelik ön sözleşme takas üyesi olmayan borsa üyesi yapmakta; alım satım işlemlerinin ekonomik sonuçlarından kendisi yararlanmaktadır<sup>522</sup>.

Takasbank'ın, takas merkezi sıfatıyla vadeli işlem veya opsiyon sözleşmelerinin tarafını oluşturması zorunluluğu, işlem güvenliğinin sağlanması amacıyla getirilmiştir. Takasbank'ın alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı sıfatının bulunmadığı düşünülecek olsa, vadeli işlem veya opsiyon sözleşmelerinde alıcı ve satıcılar karşılıklı sorumlu olurlar. Ancak böyle bir durumda taraflardan biri ödeme güçlüğüne düşmesi, diğer tarafın finansal kayba uğramasına neden olur. Takasbank ise alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı adına güvence vererek, işlem güvenliğini sağlamaktadır. Alıcı veya satıcılardan birinin ödeme güçlüğüne düşmesi halinde doğacak kayıplar Takasbank tarafından önlenmektedir. Takasbank, merkezi riski üstlenerek türev piyasalara güven ve istikrar kazandırmaktadır<sup>523</sup>.

---

<sup>522</sup> **Kırca:** s.175.

<sup>523</sup> **Penezoğlu:** s.37-38; **Aksel:** s.49; **Yılmaz:** s.63; **Chambers, Nurgül R.:** Türev Piyasalar, İstanbul 1998, s.12.

Takasbank'ın mali sorumluluğu, sözleşmelerin takası sırasında taraflardan her biri için karşı tarafın yerini almasından kaynaklanan tutar kadardır. Ayrıca Takas Merkezi garantisi, sadece Takasbank'ta açılan hesaplar ve bu hesaplarda izlenen sözleşmelerle sınırlıdır. Takas işleminde aksi kararlaştırılmadıkça açık pozisyon için yatırılması ve bulundurulması zorunlu teminatlar ve Garanti Fonu kullanılır.

Borsa üyesi aracı kuruluşlar, VOB'da alım satım işlemlerini temsilcileri ve temsilci yardımcılarını aracılığıyla yaparlar. Aracı kuruluşlar, üye temsilcileri ve üye temsilci yardımcılarının işlem sistemine girdikleri emirlerden sorumludurlar (VOBY, m.21/I, II).

Üye temsilcileri ve üye temsilci yardımcılarının atanmaları ve görevden ayrılmaları hallerinde, aracı kuruluşlar tarafından durumun VOB'a bildirilmesi zorunludur. Borsa üyeliğinin sona ermesi halinde, üye temsilcisi ve üye temsilci yardımcılarının söz konusu üye adına işlem yapma ve/veya temsil yetkileri kendiliğinden sona erer (VOBY, m.21/III, IV, V).

## **B. Müşteri Emirleri**

VOB'da vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri almak ve satmak isteyen yatırımcılar, emirlerini borsaya iletebilmeleri için, işlem yapma yetkisine sahip bir borsa üyesi aracı kuruluş ile türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesi yapmaları gerekmektedir. Yatırımcılar, türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesinin imzalanmasından sonra müşteri emirlerini borsa üyelerine iletebilirler.

Müşteri emirleri yazılı olarak ya da telefon ve benzeri iletişim araçları ile verilebilir. Müşteri emirlerinde fiyat ve miktar veya bunların belirlenme şekli ile emrin geçerlilik süresi hiçbir şüpheye mahal bırakmayacak şekilde açıkça yer almalıdır (VOBY, m.55).

Borsa üyesi aracı kuruluş, müşterilerinden vadeli işlemler ve opsiyon borsalarında gerçekleştirmek üzere herhangi bir alım veya satım emri aldığı anda, bir

emir formu<sup>524</sup> düzenlemelidir. Müşteri emirleri yazılı olarak alınması halinde emir formunda müşterinin imzasının bulunması da zorunludur. Müşterilerden emirler telefon veya benzeri iletişim araçları ile veya sözlü olarak alınmış olsalar dahi, bu emirlerin alındıkları anda müşteri imzası aranmaksızın yazılı hale getirilmesi gerekmektedir. Söz konusu emir formunda, emrin alındığı tarih ile saat ve dakika olarak zamanı gösteren bir ibarenin damga olarak veya bilgisayar marifetiyle basılması şarttır (Seri:V, No:51 sayılı Tebliğ, m.5/I, II).

Emir formu, müteselsil sıra numarası ile en az iki nüsha olarak düzenlenir. Bir nüsha emri veren müşteriye verilir. Diğer nüsha ise, gerçekleşen işlemlerin muhasebede izlenmesine esas teşkil etmek üzere ilgili muhasebe kaydını içeren fişle birlikte saklanır. Emir formları müşteriler tarafından anlaşılır olması için gerekli açıklamaların yapılmış olması kaydıyla serbestçe düzenlenebilir. Herhangi bir nedenle sıra numarasının atlanması halinde kullanılmayan emir formları iptal edilerek saklanır (Seri:V, No:51 sayılı Tebliğ, m.5/III, 39/I).

Müşteri emir formlarının belirli bilgileri içermesi ve telefonla verilen emirlerin kaydedilmesi zorunluluğu, emirlere ilişkin ileride doğabilecek ihtilafların

---

<sup>524</sup> Emir formunda şu bilgilerin yer alması zorunludur:

- a) Sıra numarası,
- b) Kısa ya da uzun pozisyon olduğu,
- c) Sözleşmenin tipi (vadeli işlem sözleşmesi veya opsiyon sözleşmesi olduğu),
- d) Opsiyon sözleşmesi ise alım ya da satım opsiyonu olduğu,
- e) Ters işlem (T) veya yeni bir pozisyon açmak (YP) istendiği,
- f) Sözleşme adedi,
- g) Sözleşmenin tanımı,
- h) Fiyat ve emir türü,
- i) Emrin geçerlilik süresi,
- j) Emrin verildiği seans,
- k) Hesap tipi (müşteri, global hesap vs.),
- l) Müşteri hesap numarası,
- m) Tarih ve zaman,
- n) Müşterinin ad-soyadı ya da unvanı ile imzası,
- o) Emri alan aracı kuruluş görevlisinin adı, soyadı ve imzası,
- p) İşlem yapılacak borsa, pazar ve takas kurumu,
- r) İşlem yapılacak para birimi (Türk lirası, ABD doları ve diğer) (Seri:V, No:51 sayılı Tebliğ, m.5/II).



önlenmesinde büyük önem taşımaktadır. Özellikle alım satım işlemlerinde borsa üyesinin yetkisini kötüye kullanmasının önlenmesi bakımından, sıra numarası sistemi getirilmiştir. Müşteri bu sıra numarası ile VOB'da hangi fiyattan alım satım yaptığını kontrol etme imkânı bulur<sup>525</sup>.

Seri:V, No:51 sayılı Tebliğin 6. maddesinde telefon ile alınan emirlere ilişkin özel düzenleme getirilmiştir. Bu düzenleme, müşteri ile borsa üyesi aracı kuruluş arasında çıkacak ihtilafların giderilmesi bakımından büyük önem taşımaktadır. Bu düzenlemeye göre telefonla alınan emirlerde, yatırımcı ile borsa üyesi yetkilisi arasındaki konuşmaların, aracı kuruluş tarafından uygun cihazlarla kaydedilmesi ve en az 6 ay saklanması zorunlu tutulmuştur (Seri:V, No:51 sayılı Tebliğ, m.6/I).

Müşterinin veya yetkili kıldığı kişilerin imzasını taşımayan emirler ile ilgili çıkan ihtilafların giderilmesinde, Kurul ve VOB bu cihazlardaki kayıtlar ve ilgili diğer belgeleri dikkate alacaktır (Seri:V, No:51 sayılı Tebliğ, m.6/II). Müşteri ile aracı kuruluş arasında çıkan ihtilaflarda sadece telefon kayıtları değil, diğer aracı kuruluş tarafından düzenlenen belgelerin de<sup>526</sup> değerlendirileceği kabul edilmiştir.

Müşterinin veya yetkili kıldığı kişilerin imzasını taşımayan emirlerde, müşteri tarafından böyle bir emrin hiç verilmediği ileri sürülebilir. Emir verilmiş olsa dahi verilen fiyat, miktar veya sözleşmenin konusu ile ilgili konularda ihtilaflar doğabilir. Borsa üyesi aracı kuruluş, çıkan bu tür ihtilafların giderilmesinde telefon görüşmelerinin kaydedildiği ses kayıtlarını, emir formlarını, rapor ve ekstreleri kendi lehine kullanabilecektir.

Aracı kuruluşun söz konusu ses kayıtları ve düzenlediği belgeler ile haklılığını ispatlayamaması halinde, müşterinin iddiası geçerli kabul edilecektir. Ancak müşterinin iddiasının geçerli kabul edilebilmesi için, ihtilaf tarihinden itibaren

---

<sup>525</sup> **Kırca:** s.76; **Yasaman:** s.154.

<sup>526</sup> Aracı kuruluşun düzenlemesi gereken belgeler, Seri:V, No:51 sayılı Tebliğin 2. bölümünde düzenlenen emir formları ile 5. bölümde düzenlenen rapor ve ekstrelerdir.

3 ay içerisinde ilgili aracı kuruluşa veya VOB'a başvurulmuş olması şarttır (Seri:V, No:51 sayılı Tebliğ, m.6/III).

Kanaatimizce müşterinin veya yetkili kıldığı kişilerin imzasını taşımayan emirlerde, aracı kuruluşun göstermiş olduğu belge ve kayıtlar mutlak olarak haklılığını ispatlamamaktadır. Seri:V, No:51 sayılı Tebliğin 6.maddesinin 2. fıkrasında bu kayıt ve belgelerin Kurul ve VOB tarafından dikkate alınacağı belirtilmiştir. Dolayısıyla ilgili uyuşmazlık ile ilgili bir kayıt ve belge olsa dahi bunların değerlendirilmesinde inisiyatif Kurul ve VOB'da olacaktır.

Seri:V, No:51 sayılı Tebliğin 6.maddesi ile getirilen düzenleme sadece telefon ile verilen emirler ile ilgili olup da, müşterinin imzasının bulunmadığı hallerde uygulanacaktır. Kanaatimizce telefon ile verilmeyen ve müşterinin de imzasını taşımayan emirlerde aracı kuruluşun tek taraflı olarak hazırlamış olduğu belgeler kendi lehine delil olmamalıdır.

Borsa üyeleri, müşterilerin verecekleri alım satım emirlerini, kısmen veya tamamen kabul etmemek hakkına sahiptir. Emirlerin kabul edilmemesi durumunda borsa üyesi, neden belirtme zorunluluğu olmaksızın emri kısmen veya tamamen kabul etmediğini, müşterilerine veya onların temsilcilerine emri aldığı anda bildirmek zorundadır (VOBY, m.60). Menkul kıymetlerin alım satımına aracılık faaliyetinde benzer düzenlemenin İMKBY 28/III'te de getirildiğini görmüştük. Kanaatimizce müşterinin emrinin yerine getirilmesine kanuni veya fiili bir engelin bulunmaması halinde aracı kuruluşun emri reddetmesi mümkün olmamalıdır. Aracı kuruluşa böyle bir serbestinin tanınması, bu hakkın kötüye kullanılmasına ve yatırımcıların zarara uğramalarına neden olabilir.

Bazı hallerde borsa üyeleri müşteri emirlerini isteseler de kabul edemezler. Özellikle VOB Yönetim Kurulu, taahhütlerini yerine getirmemek fiilini tekrarlayan gerçek veya tüzel kişi müşterilerin emirlerinin borsa üyeleri tarafından kabul edilmemesi hususunda karar alabilir. Yönetim Kurulu kararları borsa bülteni ile bütün üyelere duyurulur. Kararların yayımlanmasından sonra borsa üyeleri, ilgili

müşterinin pozisyonunu veya riskini azaltacak emirler dışındaki emirlerini kabul edemezler (VOBY, m.58). Borsa üyeleri, yatırılması gereken teminatları süresi içinde yatırmayan müşterilerinden, riskin artmasına yol açacak şekilde pozisyon almaya yönelik yeni emirleri kabul edemezler (VOBY, m.59).

Borsa üyelerinin alım satım emirlerini alamamaları, müşterinin temerrüde düşmesi ve süresinde teminat yatırmaması hallerinde görülmektedir. Ayrıca emrin kabul edilmemesi, riskin artmasına yol açacak şekilde pozisyon alınmasına yönelik emirlerde söz konusudur. Eğer müşteri riskini azaltacak şekilde satım emri veriyorsa ve pozisyonunu kapatıyorsa, borsa üyesi bu emri kabul etmek zorundadır.

Müşteriler, borsa üyesine verdikleri emirlerinde alım veya satım fiyatları ile miktarlarını kendileri belirleyebilecekleri gibi, bu konularda üyeyi serbest de bırakabilirler. Müşteri emirlerinde alım veya satım fiyatları “piyasa fiyatlı”, “limitli”, “uzlaşma fiyatlı” ya da “zarar durdurmalı” olmak üzere dört türlü belirlenebilir (VOBY, m.57/I, II).

**Piyasa Fiyatlı Emir:** Piyasada o an için mümkün olan en iyi fiyattan başlayarak alım veya satım yapılmasını öngören emirdir. Piyasa fiyatlı emir aslında aracı kuruluşun serbest bırakıldığı bir emir türüdür. Ancak piyasa fiyatlı emir türünde aracı kuruluş tamamen serbest bırakılmamış, mümkün olan en iyi fiyattan alım satım yapılması şartı getirilmiştir.

**Limitli Emir:** Alım veya satımın müşteri tarafından belirlenmiş sabit bir fiyattan gerçekleştirilmesini öngören emirdir. Limitli alım emrinde, piyasa fiyatından veya piyasa fiyatının altındaki fiyattan; limitli satım emrinde ise piyasa fiyatından veya piyasa fiyatının üstündeki fiyattan işlem yapılabilir.

**Uzlaşma Fiyatlı Emir:** İlgili günde oluşan uzlaşma fiyatı üzerinden gerçekleştirilmek üzere verilen emirdir.

**Zarar Durdurmalı Emir:** Mevcut bir pozisyonla ilgili olarak piyasadaki fiyatların aleyhte gelişmesi halinde, zararın sınırlandırılması amacıyla verilen ve fiyatların belirli bir düzeye ulaşması halinde piyasa fiyatlı veya limitli emir haline gelen emir türüdür.

VOBY 57/II'de düzenlenen emir türlerinden başka Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-I'in 1.2.7.4.maddesi ile de dört emir türü daha düzenlenmiştir. Bunlar;

**Kalanı Pasife Yaz:** Emrin girildiği anda tamamının gerçekleşmesi esas olmakla birlikte, tamamının gerçekleşmemesi durumunda kalan miktarın maksimum emir miktarına kadarlık kısmının, emrin yöntemine göre limit fiyatından ya da gerçekleştiği son fiyat üzerinden pasife limit emir olarak yazılması için kullanılan emir türüdür.

**Gerçekleşmezse İptal Et:** Girildiği anda, pasifte karşı tarafta bekleyen emirlerin durumuna göre emrin tamamının gerçekleşmesi, aksi takdirde tamamının iptal edilmesi için kullanılan emir türüdür.

**Kalanı İptal Et:** Girildiği anda, pasifte karşı tarafta bekleyen emirlerin durumuna göre emrin tamamının gerçekleşmesi, aksi takdirde gerçekleşmeyen kısmının iptal edilmesi için kullanılan emir türüdür.

**Şarta Bağlı:** Bu emir türü, emri giren tarafından ilgili sözleşme için belirlenen fiyattan (aktivasyon fiyatı) ya da alım emirleri için daha yüksek ve satış emirleri için daha düşük fiyatlardan Borsada işlem olması durumunda, emrin sistemde aktif hale gelmesi amacıyla kullanılır. Şarta bağlı emir türünün kullanılması durumunda, emrin fiyat giriş yönteminin yanı sıra aktivasyon fiyatının belirtilmesi de zorunludur.

Müşteri emirlerinin geçerlilik süresi, borsa üyesi ile müşteri arasında serbestçe belirlenir (VOBY, m.56/I). Emir girişinde emrin sistemde geçerli olacağı süreye ilişkin dört seçenekten bir tanesinin seçilmesi gerekmektedir (VOB-GEN-I, m.1.2.7.5):

**Seans Emri:** Emir sadece girildiği seansta geçerlidir. Seans sonuna kadar eşleşemezse sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir.

**Günlük Emir:** Emir girildiği günde geçerlidir. Gün sonuna kadar eşleşemezse sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir.

**İptale Kadar Geçerli Emir:** Emir girildiği seanstan itibaren iptal edilene kadar geçerlidir. Bu emir süresi seçildiğinde, emrin iptal edilmediği ve eşleşmediği

durumda, emir sözleşmenin vade sonuna kadar geçerli olur ve vade sonunda sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir.

Tarihli Emir: Emir, sisteme girilen tarihe kadar geçerlidir. Belirtilen tarihe kadar eşleşmezse ya da iptal edilmezse, bu tarihte gün sonunda sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir.

### **C. Müşteri Emirlerinde Uyulacak Esaslar**

Borsa üyesi aracı kuruluşların, müşterilerin alım satıma ilişkin emirlerini kabul ederken ve bunları yerine getirirken uymaları gereken esaslar, türev araçların alım satımına aracılık bakımından da geçerlidir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinde düzenlenen bu esaslar vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım satımına aracılıkta da uygulanacaktır.

#### **1. Mesleki Dikkat ve Özenin Gösterilmesi**

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinin 2. fıkrasının a bendinde düzenlenen IOSCO ilkelerinden “Diligence” (Özen) kuralı türev araçların alım satımına aracılık işlemlerinde de uygulanacaktır. Borsa üyesi aracı kuruluş, türev araçların alım satıma aracılık faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeli, bu doğrultuda gerekli önlemleri almalı, müşteri emrinin gerçekleşmesine engel olacak davranışlardan kaçınmalıdır.

Türev araçların alım satımında da aracı kuruluşun, ağırlaştırılmış bir özen yükümlülüğü bulunmaktadır. Tüzel kişi tacir olması sebebiyle aracı kuruluşun, basiretli bir işadamının göstereceği özenle hareket etmesi gerekir (TTK 20/II). Bu anlamda türev araçların alım satımında, borsa üyesi aracı kuruluşlar bakımından objektif bir özen ölçüsü geçerli olacaktır<sup>527</sup>. Yani aracı kuruluş, sermaye piyasasında faaliyet gösteren tedbirli, öngörülü bir tacirden beklenen özeni göstermelidir<sup>528</sup>.

---

<sup>527</sup> **Sumer:** s.98-99; **Manavgat:** Aracı Kurumlar, s.88; **Kırca:** s.125; **İnceoğlu:** s.176; **Penezoğlu:** s.132.

<sup>528</sup> **Günel:** Sermaye Piyasası Faaliyetleri, s.281; **Ünal:** Basiretli, s.56, vd; **Arkan:** Ticari İşletme, s.130; **Penezoğlu:** s.132-133.

Türev araçların alım satım işlemlerinde, diğer borsa işlemlerinde olduğu gibi bir kayıp riski her zaman bulunmaktadır. Aracı kuruluşun mesleki dikkat ve özeni göstermesine karşın, alım satım emri borsada gerçekleşmemiş veya gerçekleşmiş olmasına rağmen müşteri zarar etmiş olabilir. İşlemin gerçekleşmemesi ve müşterinin kayba uğraması halinde, aracı kuruluşun özen borcunu gereği gibi ifa etmediği ileri sürülemez<sup>529</sup>.

## 2. Müşteri Menfaatlerinin Gözetilmesi ve Dürüst Davranma

Aracı kuruluş, türev araçların alım satım işlemlerini gerçekleştirirken müşterilerine karşı iyi niyet ve dürüstlük ilkelerine uygun davranmak ve mevzuata, borsa kural, disiplin ve düzenine uygun hareket etmek zorundadırlar (VOBY, m.19/e; Seri:V, No:46, m.11/II,b). IOSCO ilkeleri arasında düzenlenen dürüstlük “Integrity” kuralına göre aracı kuruluş, türev araçların alım satımına aracılık işlemleri sırasında müşterinin menfaatlerini ve piyasa düzenini gözetmeli, zarar verici davranışlardan kaçınmalıdır.

Aracı kuruluşun, verilen türev araçların alım satım emirlerinin müşterinin amacına ve menfaatine uygun düşüp düşmediğini denetlemesi gerekir<sup>530</sup>. Diğer aracılık faaliyetlerinde olduğu gibi, müşteri menfaatine uygun olmayan emirlerde aracı kuruluşun müşterisini uyararak emri değiştirmesini veya geri almasının daha doğru olacağını söylemesi gerekir<sup>531</sup>. Buna imkân bulamadığı hallerde aracı kuruluş müşterinin muhtemel iradesini göz önünde bulundurarak, menfaatlerini en iyi koruyacak biçimde hareket etmelidir. Aracı kuruluş, müşteriden zamanında yeni talimat alma imkânı bulunmuyorsa, talimattan ayrılmakla yükümlüdür<sup>532</sup>.

---

<sup>529</sup> **Kırca:** s.124; **İnceoğlu:** s.176.

<sup>530</sup> Kendi içinde veya yatırımcının yatırım hedefiyle çelişkili talimatların amaca aykırı oldukları kabul edilmektedir. **Karakaş:** s.89.

<sup>531</sup> **Aral:** s.425-426; **Zevkliler:** s.368-369; **Küçüksozen:** s.144; **Kırca:** s.120; **İnceoğlu:** s.184, dn.177.

<sup>532</sup> **Kırca:** s.120; **İnceoğlu:** s. 184, dn.177; **Penezoğlu:** s.130. Aksi görüş için bkz. **Donay:** s.732.

Aracı kuruluş, talimattan ayrılması nedeniyle müşterisini zarara uğratmış ise, talimattan ayrılmasaydı müşterinin daha fazla zarara uğrayacağını ve bu durumda müşteriden de talimat istemesinin mümkün olmadığını ispat ederek sorumluluktan kurtulabilir. Aksi halde talimatta verilen limit ile işlem fiyatı arasındaki farktan aracı kuruluş sorumlu olur (BK 389, 419/I). Ayrıca aracı kuruluşun kusuru bulunuyorsa ve müşteri fiyat farkı dışında başkaca zararlara da uğramışsa, bunların da tazmini gereklidir (BK 419/II)<sup>533</sup>.

Müşteri emirlerinin derhal borsaya iletilmesi dürüstlük kuralının bir gereğidir. Borsa üye temsilcisi, herhangi bir emri veya emrin bir kısmını, başka bir üyenin menfaati için ellerinde tutamaz veya geri çekemez (VOBY, m.23/e). Müşterinin herhangi bir maddi kayba uğramaması bakımından, aksi müşteri emrinde kararlaştırılmadıkça, emrin derhal borsaya intikal ettirilmesi gerekir<sup>534</sup>. Emrin verildiği anda alım veya satım yapılabilecekken, emrin borsaya geç iletilmesi ve fiyatlarda anlık değişimlerin yaşanması sebebiyle işlemin gerçekleşmemesi halinde müşterinin uğradığı zarardan aracı kuruluş sorumlu tutulacaktır.

Diğer aracılık faaliyetlerinde olduğu gibi, aracı kuruluşun türev araçların alım satımına aracılık işlemlerinde de sır saklama yükümlülüğü bulunmaktadır. Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 58. maddesinin m bendine göre aracı kuruluşun ortak, yönetici, ihtisas personeli ile müfettiş ve denetçileri işleri dolayısıyla aracı kurum ve müşterileri hakkında öğrendikleri sırları açıklayamazlar ve bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamazlar. VOBY 23/d hükmüne göre üye temsilcileri, ellerindeki emirleri, başka bir müşteriye, üyeye veya üye temsilcisine bildiremezler.

### 3. Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 11.maddesinin b bendinde müşterilerin menfaatlerinin ve piyasa bütünlüğünün gözetilmesi amacıyla bazı çıkar

<sup>533</sup> Kırca: s.120; İnceoğlu: s. 184; Penezoğlu: s.130.

<sup>534</sup> Kırca: s.121; Penezoğlu: s.131.

çatışmalarının önlenmesi kuralı, türev araçların alım satımına aracılık işlemlerinde de önem taşımaktadır. Aracı kuruluşlar, müşteriye ait menkul kıymetler, sözleşmeler, nakit ve her türlü kıymet üzerinde, hak ve yetkileri olmaksızın kendileri ve üçüncü şahıslar lehine herhangi bir tasarrufta bulunmamak zorundadırlar (VOBY, m.19/d).

Üye temsilcileri de ellerinde bulundurdukları müşteri emirlerini kendilerinin veya başkalarının çıkarlarına hizmet edecek şekilde kullanamazlar. Ayrıca ellerinde aynı özelliklere sahip bir sözleşmenin satın alınması veya satılması ile ilgili bir müşteri emri bulunması durumunda, bağlı oldukları üye hesabına veya çıkarının bulunduğu başka bir hesap adına öncelikli olarak sözleşme satın alamaz veya satamazlar (VOBY, m.23/b, c). Üye temsilcilerinin, kendilerinin, borsa üyesinin veya üçüncü kişilerin menfaati için müşterilerin emirlerini her türlü kullanımları hem üye temsilcisinin hem de aracı kuruluşun sorumluluğunu doğurur. Zira borsa üyeleri, kendi üye temsilcisi veya üye temsilci yardımcılarının ve diğer çalışanlarının yaptıkları işlerden sorumlu olup, bunların iş ve işlemlerini genel hükümlere, yönetmeliklere ve ilgili diğer mevzuata uygun şekilde yürütmelerini gözetmekle yükümlüdürler (VOBY, m.18).

Aracı kuruluş, kendisi veya üçüncü şahıslar adına hiçbir işlem yapma iradesi yokken, gelen bir müşteri emrini kendi lehine değerlendirmek isteyebilir. Bu durumda gerçekleşen işlemlerden müşteri zarara uğrarsa, aracı kuruluşun bunu tazmin etmesi gerekir. Ancak böyle bir sorumluluktan söz edilebilmesi için aracı kuruluşa atfedilebilecek bir kusurun varlığı aranır<sup>535</sup>.

Borsa üyesi aracı kuruluş, müşterinin menfaatine olmaksızın sürekli olarak çok sayıda türev araç alıp satması ve kısa bir süre sonra bunları ters işlem yoluyla kapatması durumunda provizyon avcılığının varlığından söz edilir<sup>536</sup>. Daha önce de gördüğümüz üzere, Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 58.maddesinin I. bendi ile aracı kuruluşların provizyon avcılığı yasaklanmıştır. Aracı kuruluşlar, yatırımcıların hak ve yararlarını zedeleyici, iyi niyet kurallarına aykırı hareket edemez ve

---

<sup>535</sup> **Kırca:** s.123.

<sup>536</sup> **Kırca:** s.123; **İnceoğlu:** s.176.



işlemlerde bulunamazlar. Müşterilerin piyasa hakkında bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp bunların alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamazlar. Aksine davranışlar sebebiyle müşterilerin uğrayacakları zararlardan aracı kuruluş sorumlu olacaktır.

Aracı kuruluşlar, sırf daha fazla kazanç sağlamak amacıyla tecrübesiz müşterilerin alım satım kararlarını etkileyebilirler. Bu amaçla aracı kuruluşların VOB'da işlem yapmanın belli bir getiri sağlayacağı yolunda müşterilerine herhangi bir yazılı veya sözlü taahhütte bulunmaları yasaklanmıştır (VOBY, m.19/c). VOB'da işlem gören sözleşmelerin belli bir getiri sağlamasının daha önceden mutlak bilinmesi mümkün değildir. Zira piyasa kendi şartları içerisinde sürekli değişkenlik gösterir. Bu nedenle aracı kuruluşun yapılacak bir işlemin belli bir getiri sağlayacağı yolunda garanti vermesi dürüstlük kurallarına da aykırılık teşkil edecektir.

Türev araçların alım satımına aracılık işlemlerinde müşteri önceliği kuralı söz konusudur. Borsa üyeleri, VOB'daki fiyatların ve tekliflerin müşterilerin verdikleri emirleri karşılamaması durumunda, ilk önce müşteri emirlerini gerçekleştirmek zorundadır. Üyelerin kendi portföylerinde yaptıkları işlemler ile doğrudan veya dolaylı olarak kendileriyle ilişkili kişi ve kurumlar adına yaptıkları işlemler, üyelerin kendi işlemi olarak değerlendirilir (VOBY, m.46/I). Dolayısıyla üyelerin doğrudan veya dolaylı olarak kendileriyle ilişkili kişi ve kurumlar adına yaptıkları işlemlerde de, müşteri emirlerine öncelik vermeleri gerekir.

Borsa üyesinin, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinin b bendi gereği müşteriler arasında menfaat çatışması çıkması halinde aracı kuruluşun adil davranması gerekir. Herhangi bir müşterisinin menfaatini diğerine üstün tutmamalıdır<sup>537</sup>. Müşteriler arasındaki eşitliğin sağlanabilmesi için, borsada emirlerin eşleştirilmesi sırasında fiyat ve zaman önceliği kuralları göz önünde bulundurulmalıdır.

---

<sup>537</sup> **Kırca:** s.122; **Penezoğlu:** s.132.

#### 4. Müşteriyi Aydınlatma ve Risk Açıklama

Türev araçlar, her ne kadar mali risklerden korunma yöntemlerinden biri olsa da, yatırımcıların bunları bilinçsiz alıp satmaları halinde, daha fazla zarara uğramaları mümkündür. Özellikle vadeli işlem sözleşmeleri, karmaşık yapıları nedeniyle, daha çok profesyonel yatırımcılara hitap etmektedir<sup>538</sup>. Bu nedenle türev piyasalarda işlem yapacak küçük yatırımcıların bu piyasaların yapısından kaynaklanan riskler hususunda aydınlatılmaları büyük önem taşımaktadır. Yatırımcıların bu riskleri iyi değerlendirmeleri ve sonuçlarını görerek alım veya satım kararlarını almaları gerekir. Bu amaçla aracı kuruluşlara meydana çıkabilecek olan riskler konusunda müşterilerini aydınlatma yükümlülüğü getirilmiştir.

Borsa üyelerinin, Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğinin 11.maddesinin d bendi gereği müşteriyi ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlama yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu yükümlülüğün kaynağını IOSCO ilkelerinden "Müşteri İçin Bilgi Sağlama" (Information for Customers) kuralı oluşturmaktadır.

Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliğinin 57. maddesine göre türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık faaliyetini yürüten borsa üyesi aracı kuruluşlar, müşterileri için herhangi bir işlem gerçekleştirmeden ve sözleşme imzalamadan önce söz konusu işlemlerin risklerini belirten bir açıklama yapmak zorundadırlar. Aracı kuruluşların, müşterilerine bu açıklamaları yapmak amacıyla içeriği Kurul'ca belirlenecek "türev araçlar risk bildirim formu"nu kullanmaları ve bu formun bir örneğini müşterilerine vermeleri gerekir (VOBY, m.14; Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.57/I, II).

Türev piyasalarda ortaya çıkabilecek riskleri yatırımcıların görebilmeleri kolay değildir. Aracı kuruluşların da her zaman bu riskleri algılayabildikleri söylenemez. Ancak aracı kuruluşların bu riskleri öngörebilme konusunda daha fazla imkânlarının bulunması sebebiyle, bu hususta çalışma yapmaları gerekir. Bu amaçla

---

<sup>538</sup> **Yılmaz:** s.8.

aracı kuruluşlara, münhasıran türev araç işlemlerinin denetim ve kontrolünden sorumlu olmak üzere bir birim yöneticisini istihdam etme yükümlülüğü getirilmiştir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.55/b).

Türev araçlar birim yöneticisi, günlük olarak tüm türev araç işlemlerinin riskini takip etmekle görevlidir. Türev araç işlemlerinin risklerine, risklerin olası sonuçlarına ve alınması gereken önlemlere ilişkin olarak her gün aracı kurum genel müdürüne, haftalık olarak da yönetim kuruluna sunmak üzere rapor hazırlar (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.56/I). Türev araçlar birim yöneticisi, aracı kurumun veya müşterilerinin mali durumunu zayıflatacak veya olağandışı sonuçlar doğuracak herhangi bir durumun varlığının tespit edilmesi halinde, hazırlayacağı raporu en kısa zamanda yönetim kuruluna sunmak ve bir örneğini Kurul'a göndermekle de yükümlüdür (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.56/II).

Aracı kuruluşların, türev araçların alım satımına aracılık faaliyetinin yürütülmesi için, türev araçlara ilişkin risk ölçüm mekanizmasını oluşturmuş, günlük olarak türev araçlarla ilgili piyasa fiyatlarını dikkate alarak müşteri bazında oluşan riskleri kontrol edebilecek, gerekli teminatları hesaplayabilecek, ortaya çıkan risklere karşı müşterilerin uyarılmasını sağlayacak bilgisayar sistemini kurmuş olmaları gerekmektedir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.55/d).

Aracı kuruluşların risk açıklama yükümlülükleri, aynı zamanda bu risklerin araştırılması ve öngörülmesi yükümlülüğünü de kapsamaktadır. Bu nedenle aracı kuruluşların türev araç birim yöneticisi atamamaları veya atamış olmalarına rağmen bu yöneticinin görevini yapmaması, risk ölçüm mekanizmasının oluşturulmaması ve müşterilerin uyarılmasını sağlayacak bilgisayar sisteminin kurulmaması hallerinde risk açıklama yükümlülüğünün ihlal edildiği sonucuna ulaşılacaktır<sup>539</sup>.

Türev araçlara ilişkin risklerin açıklanması uygulamada risk bildirim formları aracılığıyla gerçekleşmektedir. Risk bildirim formlarının müşterilere verilmiş ve okutulmuş olması, risk açıklama yükümlülüğünün tamamen yerine getirildiği

---

<sup>539</sup> **İnceoğlu:** s.179.

anlamına gelmemektedir. Söz konusu risk bildirim formları orta düzeydeki bir yatırımcının anlayabileceği şekilde hazırlanmaktadır. Ancak her bir yatırımcının bilgi birikiminin ve anlama düzeyinin farklı olması sebebiyle, alım satım işlemlerinde karşılaşılabilecek risklerin açık ve anlaşılır bir şekilde müşterilere anlatılması gerekmektedir. Aksi halde risk açıklama yükümlülüğünün gereği gibi ifa edildiği söylenemez<sup>540</sup>.

Müşterinin aydınlatılmaya ihtiyacının bulunmadığı veya kendisinin aydınlatılmayı açıkça reddettiği hallerde, aracı kuruluşun risk açıklama yükümlülüğünü yerine getirdiği kabul edilmelidir. Ancak müşterinin aydınlatılmadığı yönünde sonradan bir iddiada bulunmasını önlemek amacıyla risk bildirim formunu alıp okuduğuna dair kendisinden imzalı bir belgenin alınmasında fayda bulunmaktadır<sup>541</sup>.

Mülga İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik'in 5. maddesinde aracı kuruluş müşterilerine risk taahhütnamesi imzalama yükümlülüğü düzenlenmişti. Bu hükme göre, "Vadeli işlemler piyasasında bir borsa üyesi aracılığıyla işlem yapmak isteyen tüm gerçek ve tüzel kişiler, Borsa tarafından hazırlanan ve bu piyasanın özelliklerini anlatan kılavuzu okuduklarına ve anladıklarına dair "Risk Taahhütnamesi"ni imzalamak zorundadırlar.". İMKB-VİPÜY, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyete başlaması ile yürürlükten kalkmıştır<sup>542</sup>. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 57.maddesinde ise risk bildirim formunun müşteriye verilmesi yükümlülüğü getirilmiş, ancak müşterilerden bu formu okuyup, anladıklarına ilişkin bir taahhütname imzalama şartı getirilmemiştir. Kanaatimizce aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında risk bildirim formunun verilmesi ve risk açıklama yükümlülüğünün yerine getirilmesi hususunda ortaya çıkabilecek uyuşmazlıkların önlenmesi bakımından, müşterilere "risk

<sup>540</sup> **Kırca:** s.141; **Penezoğlu:** s.135; **İnceoğlu:** s.180.

<sup>541</sup> **Kırca:** s.141-142; **Penezoğlu:** s.136.

<sup>542</sup> İMKB-VİPÜY, Geçici Madde 1'e göre, "23/2/2001 tarihli ve 24327 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik uyarınca kurulacak Borsa faaliyete geçtiği tarihte bu Yönetmelik yürürlükten kalkar ve bu Yönetmelik uyarınca yapılan işlemler söz konusu borsaya devredilir."

taahhütnameyi”ni imzalama yükümlülüğünün yeniden düzenlenerek getirilmesi faydalı olacaktır.

Risk açıklama ve aydınlatma yükümlülüğünün gereği gibi ifa edilmiş sayılabilmesi, risk bildirim formunda yer alan bilgilerin tam, doğru ve açık olması da gereklidir. Ayrıca türev araçtan kaynaklanan risk zamanında açıklanmış olmalıdır. Yatırımcının karar vermesinden ve emrin gerçekleşmesinden sonra risk açıklamanın bir anlamı bulunmamaktadır<sup>543</sup>.

Aracı kuruluşların risk açıklama yükümlülüklerinden dolayı sorumluluklarına gidilebilmesi için yatırımcının zarara uğramış olması şarttır. Her ne kadar aracı kuruluş risk açıklama yükümlülüğünü gereği gibi veya hiç yerine getirmemiş olsa da, yatırımcı zarara uğramamışsa, hatta kâr elde etmişse, aracı kuruluşun sorumluluğuna gidilemeyecektir<sup>544</sup>.

Borsa üyeleri, TTK, vergi ve sermaye piyasası mevzuatında öngörülen tüm defter ve belgeleri tutmak ve müşteri ekstrelerini göndermekle yükümlüdürler (VOBY, m.15/I). Müşterileri aydınlatma ve bilgilendirme amacıyla borsa üyesi aracı kuruluşların göndermekle yükümlü oldukları ekstreler, “Türev Piyasalar Hesap Ekstresi”, “Türev Araçlara Konu Standart Varlıklar Ekstresi” ve “Türev Araçlar Nakit Hareketleri Ekstresi”dir.

#### **D. Müşteri Emirlerinin Gerçekleşmesi**

Müşteri emirleri, borsa üyeleri vasıtasıyla VOB’a iletilir. Türev araçların (vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri) alım satımı için verilen emirler, VOB’a iletdikten sonra VOB’un belirlediği vasıtalarla eşleşerek gerçekleşir. Emirlerin eşleşmesinde fiyat ve zaman önceliği kuralları uygulanır.

---

<sup>543</sup> **İnceoğlu:** s.181.

<sup>544</sup> **Kırca:** s.145; **İnceoğlu:** s.179; **Penezoğlu:** s.137.

Fiyat önceliği kuralına göre, daha düşük fiyatlı satım emirleri, daha yüksek fiyatlı satım emirlerinden; daha yüksek fiyatlı alım emirleri, daha düşük fiyatlı alım emirlerinden önce karşılanır. Zaman önceliği kuralına göre ise, fiyat eşitliği halinde, zaman açısından daha önce gelen emirler önce işlem görür (VOBY, m.45). Zaman önceliği ve koşullar açısından eşitliğin söz konusu olduğu emirler arasında, müşteri emirleri, aracı kuruluşun kendi portföyü için verdiği emirlerden önce borsaya iletilir (VOBY, m.46/I; Seri:V, No:51 sayılı Tebliğ, m.7/I).

Emirlerin eşleşebilmesi için her iki emir için de yeterli teminatın bulunması şarttır. Eşleşme anında yeterli teminatı bulunmayan emir iptal edilir ve işlem gerçekleşmez. Borsada düzeni bozacağı kanaatine varılması durumunda, yeterli teminat olmaksızın girilen emirler eşleşme öncesinde iptal edilebilir veya bu tür emirleri giren üyenin emir girişleri belirli bir süre kısıtlanabilir.

VOB'da sözleşmelere ilişkin alım, satım ve diğer işlemler VOBİS adı verilen bilgisayarlı işlem sistemi üzerinde gerçekleştirilir. VOBİS'te gerçekleşen tüm işlemler, işlemleri gerçekleştiren borsa üyelerini ve üyeler vasıtasıyla borsaya emir ileten üyelerin müşterilerini bağlar.

VOBİS'te açık emirler ya da kısmi olarak gerçekleşmiş olan emirlerin gerçekleşmeden bekleyen kısımları istenildiği anda üye temsilcileri tarafından değiştirilebilir. Normal temsilciler kendi emirlerini, yönetici temsilciler kendi üyelerine ait tüm emirleri değiştirebilir. VOBİS'te emir giriş alanları dikkate alındığında, bazı alanlar emrin asli unsuru kabul edilerek değiştirilemezken, bazı alanlarda değişiklik yapılabilir (VOB-GEN-I, m.1.2.7.7). Örneğin pazar türü, sözleşme türü, hesap ve emir türünde değişiklik yapılamazken; fiyat, süre, tarih, temsilci, açıklama alanları değiştirilebilir.

VOBİS'te açık olan emirler ya da kısmi olarak gerçekleşmiş olan emirlerin gerçekleşmemiş olarak bekleyen kısımları emrin sahibi üye tarafından iş akımında belirtilen süreler içerisinde iptal edilebilir. Normal temsilciler kendi emirlerini,

yönetici temsilciler kendi üyelerine ait tüm emirleri, yetkili borsa personeli ise sistemdeki tüm emirleri iptal edebilir (VOB-GEN-I, m.1.2.7.8).

VOB’da vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi alınıp satılması, borsa işleminde eşleşen iki taraftan birinin uzun pozisyon alırken, diğer tarafın kısa pozisyon alması anlamına gelir. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde uzun pozisyon alınması işlemi alış, kısa pozisyon alınması işlemi ise satış olarak nitelendirilir. Borsada sözleşme alınması veya satılması ile ya yeni bir uzun veya kısa pozisyon sahibi olunur ya da daha önce mevcut olan bir pozisyon kapatılır (VOBY, m.37/II).

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesinde uzun pozisyon sahibi olan tarafın, aynı sözleşmede kısa pozisyon almasına veya kısa pozisyon sahibi olan tarafın, aynı sözleşmede uzun pozisyon almasına sebep olacak şekilde VOB’da işlem yapması durumunda, bu kişinin aynı sözleşmede kısa pozisyon ve uzun pozisyon sahibi olarak sahip olduğu, hak ve yükümlülükler aynı kişide birleştiği kabul edilir. Söz konusu hak ve yükümlülükler karşılıklı olarak netleştirilerek sona erdirilir. Ters işlem olarak adlandırılan bu işlem neticesinde açık pozisyonlar bu tutarda kapatılmış olur. Aynı sözleşmede uzun pozisyon almasına sebep olacak şekilde VOB’da işlemin Yönetmelik hükümlerine göre re’sen yapılması durumunda da aynı kural geçerlidir (VOBY, m.37/III).

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin takasında hak ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi bakımından Takasbank, alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumdadır. Emirleri eşleşen tarafların sözleşmenin takasına ilişkin olarak birbirlerine karşı talep hakları bulunmamaktadır. Bu nedenle kişinin aynı sözleşmede kısa pozisyon ve uzun pozisyon sahibi olduğu hallerde eşleştirme ve netleştirme suretiyle hak ve yükümlülüklerin karşılıklı olarak sona erdirilmesi hususunda, VOB işleminde eşleşen tarafların veya diğer açık pozisyon sahiplerinin ya da hesabında ters işlem yapılan tarafın izni, onayı veya talimatı aranmaz. Söz konusu netleştirme işlemi VOB veya Takasbank ile üyeler tarafından ilgili hesaplar üzerinde re’sen yapılır (VOBY, m.37/III).

Gerçekleşen işlemler müşteriye en geç gün sonunda borsa üyesi aracı kuruluş tarafından bildirilir. Aracı kuruluş aynı gün, alınan ve satılan sözleşmenin cins, miktar, fiyat veya primi ile müşteriye tahakkuk ettirilen komisyon ve gider karşılıklarını gösterecek şekilde düzenlenecek “Türev Araçlar Alım Satım Teyit Formu”nu müteselsil numara taşıyacak şekilde düzenleyerek müşteriye gönderir. Faturada bu bilgilerin yer alması halinde söz konusu form düzenlenmeyebilir. Ancak fatura düzenlenmesi halinde de aynı gün müşteriye gönderilmesi gerekir. Müşteri ile yapılacak sözleşmede aksi bir düzenleme kararlaştırılmaz (Seri:V, No:51 sayılı Tebliğ, m.8/I).

VOB’da alınıp satılan türev araçlar, işlemin borsada gerçekleştiği tarih itibarıyla kayıtlara yansıtılır. Aracı kuruluşların muhasebe ve bilgi sağlama sistemlerinin, müşterilerden alınması ve takas kurumuna tevdi edilmesi gereken teminatları ve diğer nakit hareketlerini, alım satım işlemine bağlı olarak takas kurumu nezdinde hak ve yükümlülüklerin tesis edildiği tarih itibarıyla izlemeye imkân verecek şekilde düzenlenmesi zorunludur (Seri:V, No:51 sayılı Tebliğ, m.11).



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ARACILIK FAALİYETLERİNDE YATIRIMCININ KORUNMASI BAKIMINDAN ÖZELLİK ARZ EDEN DURUMLAR

#### § 1 SERMAYE PİYASASI ARACILIK ÇERÇEVE SÖZLEŞMELERİNİN GENEL İŞLEM ŞARTLARI AÇISINDAN DENETLENMESİ

##### I. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmeleri

Teşkilatlanmış piyasalarda (İMKB ve VOB) yatırımcıların kendi aralarında alım satım işlemlerini gerçekleştirmeleri mümkün değildir. Yatırımcıların alım satım işlemlerini yapabilmeleri için borsa üyesi bir aracı kuruluşa, borsaya iletmek üzere emir vermeleri gerekir. Aracı kuruluşun, yatırımcının emrini kabul edip, borsaya iletebilmesi için ise aralarında bir sözleşmenin varlığı zorunludur. Aracı kuruluş, yatırımcı ile bir aracılık çerçeve sözleşmesini imzalayıp, yatırım hesabı açtıktan sonra ancak müşteri emrini kabul edebilecektir<sup>545</sup>.

Aracılık işlemleri için çerçeve sözleşme imzalama yükümlülüğü Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13.maddesinde düzenlenmiştir. Bu hükme göre aracı kurumlar, müşterileriyle alım satım aracılık ve türev araçların alım satımına aracılık yapmaya başlamadan önce yazılı bir sözleşme yapmak zorundadırlar. Çerçeve sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususlar Kurul tarafından belirlenir. Bu sözleşme, aracı kuruluşla müşterisi arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve bireysel sözleşmeler ile münferit borsa işlemlerinin esasını oluşturan bir çerçeve anlaşmasıdır.

Barlas'a göre, "çerçeve sözleşmeden maksat, ileride aynı türden birden fazla sözleşme akdetmeye niyetli olan kişilerin, her bir sözleşmenin kuruluşu esnasında ayrıca kararlaştırılmasına gerek kalmaksızın, belirli bir takım şartların kısmen veya

---

<sup>545</sup> **Kırca:** s.85; **İnceoğlu:** s.43.

tamamen bu sözleşmelerde yer almasında şimdiden mutabık kalmalarıdır.”<sup>546</sup>. Sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmeleri ise, aracı kuruluşların müşterileri ile ileride yapacakları bireysel sözleşmelerin esaslarını belirleyen, aracılık işlemlerinin usul ve şartlarını düzenleyen, ilişkinin başlangıcında bir defa imzalanan ve sürekli borç ilişkisi doğuran sözleşmeler olarak tanımlanabilir.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’in 13. maddesinde çerçeve sözleşme imzalama yükümlülüğü sadece aracı kurumlar bakımından düzenlenmiş olsa da, bu yükümlülük aracılık faaliyetinde bulunacak bankalar için de geçerlidir. Zira aynı Tebliğ’in 3 ve 5. maddelerinde bankaların aracılık faaliyeti yapabilecekleri düzenlenmiştir. Tebliğin 47. maddesinin ikinci fıkrasında ise bankaların alım satıma aracılık faaliyetine ilişkin olarak bu Tebliğ’de düzenlenen esaslara uymaları zorunlu tutulmuştur<sup>547</sup>. Bu bağlamda bankaların da, alım satıma aracılık faaliyetine ilişkin olarak çerçeve sözleşme imzalamaları gerekmektedir.

Bankaların türev araçların alım satımına aracılık işlemlerinde Tebliğ’de düzenlenen esaslara uyma ve dolayısıyla çerçeve sözleşme imzalama yükümlülüğü ayrıca düzenlenmemiştir. Bu hususta Tebliğ’de eksiklik görülmektedir. Kanaatimizce her ne kadar Tebliğ’de açıkça düzenlenmiş olmasa da, bankaların türev araçların alım satımına aracılık çerçeve sözleşmesi imzalamaları gerekmektedir. Zira Tebliğin 5 ve 53. maddelerine göre bankalar türev araçların alım satımına aracılık yapabilmektedirler. Tebliğin 54. maddesinde ise türev araçların alım satımına aracılık faaliyetlerinde bu Tebliğ hükümlerine uyulacağı belirtilmiştir.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13. maddesinde çerçeve sözleşme imzalama yükümlülüğü, alım satıma aracılık ve türev araçların alım satımına aracılık sözleşmeleri için getirilmiştir. Hâlbuki halka arza aracılık sözleşmeleri için çerçeve

---

<sup>546</sup> **Barlas:** s.808.

<sup>547</sup> Bankalar bakımından getirilen bu zorunluluk sadece borsa dışı alım satıma aracılık işlemleri için getirilmiştir. Bankaların borsada yapacakları alım satıma aracılık işlemlerinde Tebliğ hükümlerine uyma zorunluluğunun bulunmaması kanaatimizce yerinde değildir. Kanaatimizce Tebliğ’in 47. maddesinin son cümlesinde kullanılan “borsa dışı” ifadesi hatalı kullanılmıştır. Bu hususta bkz. Bölüm II, § 3, IV.

sözleşmesi yapma yükümlülüğü bulunmamaktadır. Zira halka arza aracılık sözleşmeleri, diğer aracılık sözleşmelerinden farklı olarak yatırımcılar ile değil, ihraççı ortaklıklar ile aracı kuruluşlar arasında imzalanmaktadır. Sözleşmenin kapsamı, aracı kuruluş ile ihraççı arasındaki müzakereler sonucunda belirlenmektedir.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13. maddesinde çerçeve sözleşmelerde yer verilmesi gereken hususların Kurul tarafından belirleneceği düzenlenmiştir. Kurul'un 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında, alım satıma aracılık ve türev araçların alım satımına aracılık çerçeve sözleşmelerinde bulunması gereken asgari hususlar belirlenmiştir.

## **II. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Şartlarının Denetimi**

Sermaye piyasalarının gelişmesi ile birlikte borsalarda işlem yapan yatırımcı sayısında da her geçen gün artış görülmektedir. Aracı kuruluşlar ise her bir yatırımcıya yeni bir aracılık sözleşmesi hazırlamamakta, daha önceden tek taraflı olarak hazırlamış oldukları çerçeve sözleşmeleri müşteriye imzalatmaktadırlar. Sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmeleri, bütün müşterilere imzalatılan ve ortak hükümleri içeren “formüler sözleşme”, “kitle sözleşme” veya “standart sözleşme”<sup>548</sup> olarak değerlendirilebilir<sup>549</sup>. Bu sözleşmelerdeki önceden tek taraflı

---

<sup>548</sup> Borçlar Kanunu'nun 1.maddesi gereği karşılıklı birbirine uygun iki irade açıklamasına sözleşme adı verilmektedir. Bu irade açıklamalarının birbirine uygun hale getirilmesi amacıyla, tarafların sözleşmenin esaslı unsurları üzerinde müzakere etmeleri ve anlaşmaları gerekmektedir. Halbuki formüler, kitle, seri, tip ve standart adı verilen sözleşmelerde bu müzakere aşaması kaldırılmış, sözleşme şartları tek taraflı olarak belirlenir hale getirilmiştir. “Kitle sözleşme”, “formüler sözleşme” ve “standart sözleşme” hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Oğuz**, Cemal: “Standart Sözleşmelerin BK. 21 ile 99/2 ve 100/3 Hükümlerine Göre Hakim Tarafından Kontrolü”, Türkiye Barolar Birliği Dergisi, S.1998/1, s.25-28; **Tekinay**, Selahattin Sulhi / **Akman**, Sermet / **Burcuoğlu**, Halûk / **Altop**, Atilla: Tekinay Borçlar Hukuku, Genel Hükümler, İstanbul 1993, s.154-155; **Akman**, Sermet: “Genel İşlem Şartları”, Günümüzde Yargı Dergisi, S.35, s.13.

<sup>549</sup> **Eren**: s.196; **Bahtiyar**, Mehmet: “Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması”, Yargıtay Dergisi, Ocak-Nisan 1986, C.22, S.12, s.78.

olarak hazırlanan tipik kayıtlar ise genel işlem şartları olarak nitelendirilmektedir<sup>550</sup>. Çoğunlukla genel işlem şartı niteliğinde hükümlerin yer aldığı bu tür sözleşmeler, bir form olarak imzaya sunulmaktadır. Bu sözleşmelerde daha çok, kanunlardaki tamamlayıcı ve yorumlayıcı hükümlerden ayrılan düzenlemeler getirilmektedir<sup>551</sup>.

Genel işlem şartları, bir tarafın ileride birden fazla kişiyle kuracağı sözleşmelerde önceden tek taraflı hazırlamış ve değiştirilmeksizin kabul edilmek üzere karşı tarafa sunmuş olduğu sözleşme koşulları olarak tanımlanabilir<sup>552</sup>. Genel işlem şartlarının unsurları, küçük harflerle basılı olarak metne konulmaları<sup>553</sup>, bir sözleşmenin koşullarını oluşturmaları, önceden tek taraflı olarak düzenlenmeleri, soyut nitelikli kurallar olmaları, ileride kurulacak birden fazla sözleşme için kullanılmalrı olarak sayılabilir<sup>554</sup>.

Aracı kuruluş tarafından tek taraflı hazırlanan çerçeve sözleşmeler genel işlem şartları ile saptanıp tayin edilmektedir<sup>555</sup>. Çerçeve sözleşmedeki genel işlem şartları, aracı kuruluşun ileride belirsiz sayıda yatırımcı ile imzalayacağı sözleşmenin şartlarını ve kapsamını belirlemektedir. Genel işlem şartlarının oluşturduğu çerçeve sözleşmeler, ileride doğabilecek uyuşmazlıklara tek taraflı, aracı kuruluş lehine ve kesin çözümler getirmektedir<sup>556</sup>. Aracı kuruluşun müşterisinin ise sözleşme hükümlerini tartışma hakkı, görüşme ve pazarlık olanağı bulunmamaktadır<sup>557</sup>.

---

<sup>550</sup> **Özbay**, Çiğdem: Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcıların Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 1999, s.17; **Kırca**: s.88; **Penezoğlu**: s.105, vd.

<sup>551</sup> **Özel**, Çağlar: “Haksız Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması Sorununa Bir Bakış ve Almanya Örneği”, BATİDER 1999, C.XX, S.2, s.54.

<sup>552</sup> Türk Borçlar Kanunu’nun 20.maddesine göre, “Genel işlem koşulları, bir sözleşme yapılırken düzenleyen, ileride çok sayıda benzer sözleşmede kullanmak amacıyla, önceden, tek başına hazırlayarak karşı tarafa sunduğu sözleşme hükümleridir.”.

<sup>553</sup> **Özel**: s.54.

<sup>554</sup> **Özbay**: s.17; **Yavuz**, Nihat: “Genel İşlem Şartlarının Tanımı, Yorumu ve Denetlenmesi”, Yargıtay Dergisi, Ekim 1999, C.25, S.4, s.572; **Yalçın**, Onur: Banka Kredi Sözleşmelerindeki Genel İşlem Şartlarının Geçerliliği, Ankara 2006, s.43.

<sup>555</sup> **Sumer**: Meslek Kuralları, s.106.

<sup>556</sup> **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop**: s.156, 160.

<sup>557</sup> Çerçeve sözleşmedeki hükümlerin genel işlem şartı kabul edilmeleri için, bunların içeriği pazarlık konusu yapılmamış olmalıdır. Bu nedenle çerçeve sözleşme ile genel

Müşteri ya söz konusu genel işlem şartlarını kabul edip çerçeve sözleşmeyi imzalamakta ya da sözleşme yapmaktan tamamen vazgeçmektedir<sup>558</sup>. Sonuçta sözleşme özgürlüğü ilkesi ihlal edilerek<sup>559</sup>, hakim pozisyonunda bulunan aracı kuruluşun çıkarlarına üstünlük sağlanmaktadır. Yatırımcı ise bilmediği ya da bilmesine karşın müdahale edemediği aleyhine hükümleri içeren sözleşmeyi imzalamak zorunda kalmaktadır.

### **A. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinin Sermaye Piyasası Mevzuatı Hükümleri ile Denetimi**

Aracı kuruluşların, yatırımcılara imzalattıkları aracılık çerçeve sözleşmelerinde yatırımcıları mağdur edecek genel işlem şartı niteliğini haiz çok sayıda hükme yer verdikleri görülmektedir. Bu düzenlemelerde aracı kuruluşlar, ekonomik ve entelektüel üstünlüklerini kullanarak kendi menfaatlerini korumaktadırlar. Yatırımcıların mağduriyetine neden olan bu durum giderek tahammül edilemez bir hal almış ve gelen şikâyetler sonucunda Kurul, genel işlem şartları hususunda düzenleme yapmak zorunda kalmıştır. İlk defa Mülga Seri:V, No:19 sayılı Tebliğ'in<sup>560</sup> 47. maddesinin 3. fıkrasında değişiklik yapan<sup>561</sup> ve Geçici

---

işlem şartı kavramları her zaman birebir örtüşmez. Çerçeve sözleşmeler bazen pazarlık konusu yapılabilir. Sözleşme hükümleri taraflar arasında tartışılabilir. Genel işlem şartları da, çerçeve sözleşmelerden farklı olarak sürekli borç ilişkisi doğurmayan sözleşmelerde de kullanılabilir. **Atamer**, Yeşim M.: Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, İstanbul 2001, s.198, dn.312.

<sup>558</sup> **Akman**, Sermet: Sorumsuzluk Anlaşması, İstanbul 1976, s.63; **Kırca**: s.88.

<sup>559</sup> **Tekinalp**: Banka, s.283; **Serozan**, Rona: Sözleşmeden Dönme, İstanbul 1975, s.208.

<sup>560</sup> 01.03.1995 tarihli ve 22217 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:V, No:19 sayılı "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği" 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 Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.

<sup>561</sup> Mülga Seri:V, No:19 sayılı Tebliğ'in 47. maddesinin 3. fıkrasına göre, "Çerçeve sözleşmesinde Kurul düzenlemelerine ve Borsa mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluş 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 müşterileri arasında

3. madde<sup>562</sup> hükmünü ekleyen “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği”nde Değişiklik Yapılmasına Dair Seri:V, No:38 sayılı Tebliğ<sup>563</sup> ile düzenleme yapılmıştır. Bu Tebliğ hükmü, Türk Hukuku’nda genel işlem şartlarına ilişkin olarak getirilen ve hakimi sözleşme içeriğine müdahale konusunda yetkilendiren ilk düzenleme niteliği de taşımaktadır<sup>564</sup>.

Seri:V, No:19 sayılı Tebliğ’i yürürlükten kaldıran ve yerine getirilen Seri:V, No:46 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”in 13. maddesinin 4. fıkrasında benzer bir düzenleme yer almaktadır. Bu hükme göre, “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 verilmez. 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.”<sup>565</sup>.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’in 13/IV hükmünün uygulanabilmesi için iki unsurun bir arada bulunması aranmıştır. Bunlardan birincisi çerçeve sözleşmeye konulacak hükmün “müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici” olmasıdır.

---

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 sözleşmelere ve portföy yönetim şirketleri ile müşterileri arasında düzenlenecek portföy yöneticiliği sözleşmelerinde de uygulanır.”

<sup>562</sup> Mülga Seri:V, No:19 sayılı Tebliğ’in Geçici 3. maddesine göre, “Aracı kuruluşlar ve portföy yönetim şirketleri, müşterileri ile düzenledikleri sözleşmelerde, müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve kendi lehlerine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümler ile emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümleri, bu Tebliğ’in yürürlüğe girdiği tarihten itibaren 3 ay içinde değiştirmek zorundadırlar.”

<sup>563</sup> 08.10.1998 tarih ve 23847 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>564</sup> **Atamer:** s.48.

<sup>565</sup> Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’in 13/IV hükmünde getirilen düzenleme, sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerinin yanı sıra, aracı kuruluşların müşterileri ile imzalayacakları halka arza aracılık sözleşmelerinde de uygulama alanı bulacaktır.

Çerçeve sözleşmelerde elbette müşteriye borçlandırıcı ve sorumluluk altına sokucu hükümlerin bulunması mümkündür. Müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici olma ifadesi ile bu sorumluluğu aşan, sözleşme dengesini bozan ve objektif iyi niyet kuralına aykırılık taşıyan hükümlerin kastedildiği kanaatindeyiz. Bir aracılık çerçeve sözleşmesindeki hükmün gerçekten müşterinin haklarını ciddi şekilde zedeleyip zedelediği hususunda hakimın takdir yetkisi söz konusu olacaktır.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13/IV hükmünün uygulanabilmesi için aranan ikinci unsur ise, çerçeve sözleşmede aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hüküm bulunmasıdır. Bu tür hükümler, sözleşmede karşılıklı hak ve borç dengesinin bozulmasına neden olur<sup>566</sup>. Aracı kuruluş lehine olağanüstü haklar sağlayan hükümler, aynı zamanda müşterilerin haklarını ciddi bir şekilde etkilemektedir. Bu nedenle aracı kuruluş lehine olağanüstü haklar sağlayan hükümlerin varlığı halinde, ilk unsurun da varlığı kabul edilmektedir<sup>567</sup>.

Kanaatimizce Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13/IV hükmünün uygulanmasında her iki unsurun bir arada aranması yerinde değildir. Çünkü müşterilerin hak ve menfaatlerini ciddi surette zedeleyen bir hükmün varlığı halinde, bu hüküm aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlamamış olabilir. Bu durumda Tebliğ hükmünün uygulanması ve yatırımcının söz konusu genel işlem şartları karşısında korunması mümkün olmayacaktır. Bu durum söz konusu Tebliğ hükmünün getiriliş amacına da uygun düşmemektedir<sup>568</sup>.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmünde, sözleşmelerde belirli özellikteki hükümlere yer verilemeyeceği belirtilmiş, ancak bu hükme aykırılığın

---

<sup>566</sup> **Atamer:** s.199.

<sup>567</sup> **Kırca:** s.92. Aksi görüş için bkz. **Atamer:** s.199.

<sup>568</sup> Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13/IV hükmünde yer alan "müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici" ile "aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümler" arasında yer alan "ve" yerine "veya" kelimesinin kullanılması halinde her iki unsurun birlikte aranması gerekmeyeceği ve madde amacına daha uygun hale geleceği kanaatindeyiz.

yaptırımının ne olacağı açıkça düzenlenmemiştir. Hakim görüşe göre<sup>569</sup>, Tebliğ hükmü emredici kabul edilmeli ve buna aykırı çerçeve sözleşmelerde yer alan düzenlemeler BK 20/II gereğince butlan yaptırımına tabi tutulmalıdır<sup>570</sup>. Ayrıca Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmüne aykırı hükümler aynı zamanda kamu düzenini de ihlal eder nitelikte olduğundan, yine butlan yaptırımı ile karşılaşacaktır<sup>571</sup>.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmüne aykırı çerçeve sözleşme hükümlerinin varlığı halinde kısmi butlan söz konusu olacaktır. BK 20/II'e göre, sözleşmenin içerdiği şartlardan bir kısmının butlanı halinde, bütün sözleşme değil, sadece şart hükümsüz kılınır. Sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerinde de sadece Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmüne aykırı şartlar geçersiz olacak; diğer şartlar ise geçerliliklerini koruyacaktır. Bu çözüm yolu aynı zamanda müşterilerin de menfaatinedir. Zira sözleşmenin tamamen geçersiz kabul edilmesi, müşterilerin aleyhine, kusurlu olarak sözleşmeyi ihlal etmiş olan aracı kuruluşların ise lehine olacaktır.

Aracı kuruluş ile müşterisi arasında doğan uyuşmazlıklarda hakim, çerçeve sözleşme hükümlerini uygularken, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmü bakımından içerik denetimi yapacaktır. Çerçeve sözleşmede yer alan hükmün aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayıp sağlamadığı ve müşteri haklarının ciddi surette zedelenip zedelenmediği incelenecektir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV maddesine aykırı sözleşme hükümleri geçersiz sayılacak ve uyuşmazlığa genel hükümler uygulanacaktır<sup>572</sup>.

---

<sup>569</sup> **Atamer:** s.199; **Kırca:** s.92; **İnceoğlu:** s.71, 74. Aksi görüş için bkz. **Özbay:** s.26; **Penezoğlu:** s.113.

<sup>570</sup> Emredici hükümler yürürlükteki hukukun tümü göz önünde tutularak belirlenir. Bir hükmün emredici kabul edilmesi için kanun ile düzenlenmiş olması gerekmez. Tüzük, yönetmelik ve tebliğ hükümlerine aykırılık da butlan yaptırımına tabi olabilir. **Atamer:** s.146; **Hatemi,** Hüseyin: Hukuka ve Ahlaka Aykırılık Kavramı ve Sonuçları, İstanbul 1976, s.56, 140.

<sup>571</sup> **Atamer:** s.200.

<sup>572</sup> **Kırca:** s.92.



Kırca'ya göre<sup>573</sup> Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmü düzenlenmiş olmasaydı dahi, hakim yine çerçeve sözleşmede yer alan genel işlem şartı niteliğindeki hükümleri içerik denetimine tabi tutacaktı. Bu nedenle bu düzenlemenin maddi hukuk bakımından bir yenilik getirdiği söylenemez. Kanaatimizce çerçeve sözleşmede yer alan genel işlem şartı niteliğindeki hükümlerin düzenlenmesinde, göz önünde tutulması gereken ölçünün ne olduğunun bilinmesinde fayda bulunmaktadır. Bu ölçüye göre aracı kuruluşlar, aracılık çerçeve sözleşmelerinin hazırlanmasında daha fazla özen gösterecek ve müşterilerinin menfaatlerini ciddi surette zedeleyecek hükümler koymayacaklardır. Bu anlamda Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmü gerek hakimlere gerekse aracı kuruluşlara yol gösterici nitelik taşımaktadır.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmünde çerçeve sözleşmelere konulacak genel işlem şartlarının geçersizliğine ilişkin genel bir kural getirilmiştir. Tebliğ'de bu genel kuralın yanı sıra iki genel işlem şartının çerçeve sözleşmelere konulamayacağı somut olarak düzenlenmiştir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV fıkrasının devamında “emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilmez” denilmiştir. Aynı Tebliğin 28. maddesinde ise, “Aracı kurum ve acente banka, kendi aralarında veya müşterilerle yapılacak sözleşmelerde, birinci fıkrada düzenlenen sorumluluğu kaldıran ya da hafifleten kayıtlar koyamaz.” hükmü getirilmiştir. Aslında bu maddelerde düzenlenen iki genel işlem şartı Tebliğin 13/IV fıkrasında yer alan genel kurala da aykırılık teşkil etmektedir. Ancak bu genel işlem şartları ile ilgili olarak hakime takdir hakkı verilmemiştir. Bu hükümlere aykırı sözleşmelerin kesin geçersiz oldukları düzenlenmiştir.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV ve 28/II hükmü ile benzer bir düzenleme VOBY, m.19'un (a) bendinde de yer almaktadır. Bu düzenlemeye göre aracı kuruluşlar, müşterileri ile yapacakları sözleşmelere konulacak hükümlerle, ilgili mevzuatta öngörülen sorumluluklarını kısıtlamamak veya kaldırmamakla yükümlüdürler. Aracı kuruluşlar, kendi lehlerine olağanüstü hakları sağlayamayacakları gibi, VOBY 19/a hükmü gereği ilgili mevzuattan kaynaklanan sorumluluklarını, türev araçların alım satımına aracılık çerçeve sözleşmesi ile

---

<sup>573</sup> **Kırca:** s.92.

sınırlandırıp, kaldıramayacaklardır. Kanaatimizce VOBY m.19 hükmü, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım satımına aracılık işlemleri bakımından, aracı kuruluşların sorumluluklarını düzenleyen hükümleri emredici hale getirmektedir<sup>574</sup>.

Günel'a göre<sup>575</sup>, müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluş lehine olağanüstü haklar sağlayan hükümlerin, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13/IV hükmü kapsamında kontrol mercileri tarafından incelenmesi halinde farklı yorumların çıkması mümkündür. Bu durum hem aracı kuruluşlar hem de yatırımcılar bakımından hak kaybına neden olabilecek ve piyasaya duyulan güveni de zedeleyecektir. Kanaatimizce Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ hükmünün uygulanması halinde aracı kuruluşların tek taraflı olağanüstü hakları ve haksız kazanç sağlamaları engellenmiş; yatırımcılar da içeriklerine müdahale edemedikleri sözleşmeler karşısında korunmuş olacaktır. Bu durum aracı kuruluşların olumsuz işlemlerinden endişe eden yatırımcıların piyasaya duyduğu güveni de artıracaktır<sup>576</sup>.

Kurul, 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında, genel olarak sermaye piyasası faaliyetleri çerçevesinde müşterilerle yapılacak tüm çerçeve sözleşmelerde, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV gereği, müşteri haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlerin konulmaması; ispat külfetini müşteriye yükleyen kayıtlara yer verilmemesi; açık ve anlaşılabilir bir dil kullanılması, müşterinin okumasını zorlaştıracak veya engelleyecek karakter ve yazı büyüklüğü kullanılmaması; müşteriler ile aracı kurumun hak ve yükümlülüklerinin karşılıklı ve dengeli biçimde belirlenmesi gerektiğini belirtmiştir.

---

<sup>574</sup> Aracı kuruluşların sorumluluklarını sınırlandıran ve kaldıran sözleşme hükümlerini düzenlemelerini yasaklayan VOBY m.19/a hükmü, sadece vadeli işlem ve opsiyon borsaları ile ilgili yapılacak işlemlerde ve türev araçların alım satımına aracılık sözleşmelerinde söz konusu olacaktır. Dolayısıyla aracı kuruluşların, menkul kıymetlerin alım satımına aracılık sözleşmelerine bu türden hükümleri koymaları mümkündür. Kanaatimizce VOBY 19/a hükmüne benzer bir düzenlemenin İMKB Yönetmeliği'nde de getirilmesinde fayda bulunmaktadır.

<sup>575</sup> **Günel**, Vural: "Aracı Kurumların Müşterileri İle İmzaladıkları Sözleşmeler Üzerine", Maliye ve Sigorta Yorumları Dergisi 1999, S.301, s.92-97.

<sup>576</sup> Aynı yönde bkz. **Özbay**: s.26.

## B. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinin Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Hükümleri ile Denetimi

Günümüzde ticari ve toplumsal ilişkilerin düzenlenmesinde vazgeçilmez unsur haline gelen genel işlem şartlarının, sözleşme özgürlüğü ve genel adalet anlayışı çerçevesinde olağan sözleşmelere göre daha sıkı denetlenmesi gerekmektedir. Genel işlem şartlarının yer aldığı sözleşmeleri okumadan ya da içeriğini kavramadan imzalayan kişilerin korunması amacıyla bazı ülkelerde<sup>577</sup> yasal düzenlemeler getirilmiştir<sup>578</sup>.

Hukukumuzda genel işlem şartları ve denetimi hususunda 6.3.2003 tarih ve 4822 sayılı “Tüketicinin Korunması Hakkında Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile düzenleme getirilmiştir. Bu kanun ile getirilen yeni düzenlemede 4077 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun’un “Sözleşmedeki Haksız Şartlar” başlıklı 6. maddesinde, genel işlem şartları hakkında kapsamlı düzenleme yapılmıştır. TKHK 6’ya göre;

“Satıcı veya sağlayıcının tüketiciyle müzakere etmeden, tek taraflı olarak sözleşmeye koyduğu, tarafların sözleşmeden doğan hak ve yükümlülüklerinde iyi niyet kuralına aykırı düşecek biçimde tüketici aleyhine dengesizliğe neden olan sözleşme koşulları haksız şarttır.

Taraflardan birini tüketicinin oluşturduğu her türlü sözleşmede yer alan haksız şartlar tüketici için bağlayıcı değildir.

Eğer bir sözleşme şartı önceden hazırlanmışsa ve özellikle standart sözleşmede yer alması nedeniyle tüketici içeriğine etki edememişse, o sözleşme şartının tüketiciyle müzakere edilmediği kabul edilir.

---

<sup>577</sup> Genel işlem şartlarının içeriklerinin denetimine ilişkin en eski düzenlemeler Alman ve İngiliz Hukuklarında görülmektedir. Almanya’da 9 Aralık 1976 tarihinde “Genel İşlem Şartları Hukukunun Düzenlenmesine İlişkin Kanun” kabul edilmiştir. İngiltere’de 1977 tarihli “Haksız Sözleşme Şartları Kanunu” düzenlenmiştir. Avrupa Birliği’nde ise 5 Nisan 1993 tarihinde “Tüketici Sözleşmelerinde Haksız Kayıtlar Hakkında Konsey Direktifi” yayınlanmıştır.

<sup>578</sup> Karşılaştırmalı hukukta genel işlem şartlarının denetimi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Havutçu**, Ayşe: Açık İçerik Denetimi Yoluyla Tüketicinin Genel İşlem Şartlarına Karşı Korunması, İzmir 2003, s.43-45; **Atamer**: s.40-47.

Sözleşmenin bütün olarak değerlendirilmesinden, standart sözleşme olduğu sonucuna varılırsa, bu sözleşmedeki bir şartın belirli unsurlarının veya münferit bir hükmünün müzakere edilmiş olması, sözleşmenin kalan kısmına bu maddenin uygulanmasını engellemez.

Bir satıcı veya sağlayıcı, bir standart şartın münferiden tartışıldığını ileri sürüyorsa, bunu ispat yükü ona aittir.

6/A, 6/B, 6/C, 7, 9, 9/A, 10, 10/A ve 11/A maddelerinde yazılı olarak düzenlenmesi öngörülen tüketici sözleşmeleri en az oniki punto ve koyu siyah harflerle düzenlenir ve sözleşmede bulunması gereken şartlardan bir veya birkaçının bulunmaması durumunda eksiklik sözleşmenin geçerliliğini etkilemez. Bu eksiklik satıcı veya sağlayıcı tarafından derhal giderilir.

Bakanlık standart sözleşmelerde yer alan haksız şartların tespit edilmesine ve bunların sözleşme metninden çıkartılmasının sağlanmasına ilişkin usul ve esasları belirler.”

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, TKHK 6/son hükmü ile verilen yetkiyi kullanarak 13.6.2003 tarih ve 25137 sayılı “Tüketici Sözleşmelerindeki Haksız Şartlar Hakkında Yönetmelik”i çıkarmıştır. Bu yönetmelikte genel işlem şartları, “haksız şartlar” olarak adlandırılarak düzenlenmiştir. TKHK’nın 6. maddesinin birinci fıkrasında ve TSHŞHY’nin “Tanımlar” başlıklı 4. maddesinin d bendinde haksız şart, “Satıcı, sağlayıcı veya kredi verenin tüketiciyle müzakere etmeden, tek taraflı olarak sözleşmeye koyduğu, tarafların sözleşmeden doğan hak ve yükümlülüklerinde iyi niyet kuralına aykırı düşecek biçimde tüketici aleyhine dengesizliğe neden olan sözleşme koşulları” olarak tanımlanmıştır. TSHŞHY ekinde yol gösterici mahiyette ve sınırlayıcı olmamak üzere haksız olarak kabul edilebilecek şartlar listelenmiştir (TSHŞHY 5/son).

Tüketicinin korunması amacıyla getirilen bu düzenlemeye göre, sözleşmelerde tüketici aleyhine düzenlenen ve haksız şart olarak ifade edilen genel işlem şartları geçersiz kabul edilmiştir (TKHK 6/II). Bazı durumlarda kısmi butlan söz konusu olur. Sözleşme, haksız şartların yokluğunda ayakta tutulabiliyorsa, sözleşmenin geri kalan kısımları geçerliliğini korur. Bu haksız şartlar olmaksızın

tarafların bu sözleşmeyi yapmayacakları kabul ediliyorsa, bu durumda sözleşme tamamen geçersiz sayılacaktır (TSHŞHY, m.7).

Haksız şartların geçersizliğine ilişkin yaptırım, belirli sözleşmeler ile sınırlandırılmamıştır. Taraflardan birini tüketicinin oluşturduğu her türlü sözleşmede yer alan haksız şartlar, geçersiz kabul edilmiştir (TKHK 6/II). Tüketicilere mal ve hizmet arzını amaçlayan ve Borçlar Kanunu, Ticaret Kanunu ve özel kanunlarda düzenlenen sözleşmeler de TKHK'nın koruma kapsamında yer almaktadır<sup>579</sup>. Kanaatimizce TKHK'da ve TSHŞHY'de düzenlenen genel işlem şartlarına ilişkin hükümlerin, ücretli vekâlet sözleşmesi niteliğini haiz sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerine de uygulanması gerekir<sup>580</sup>.

Aslan'a göre yatırımcının korunması ile ilgili özel düzenlemelerin varlığı sebebiyle, TKHK hükümlerinin yatırımcılar bakımından uygulanması mümkün değildir. Küçük de olsa yatırımcı kavramı ile tüketici kavramını bir arada düşünmek oldukça zordur. Herkesi TKHK kapsamında korumaya kalkmak bu kanundan çok şey beklemek anlamına gelir<sup>581</sup>. Ancak kanaatimizce böyle bir genelleme yapmak doğru değildir. Zira Aslan bu değerlendirmeyi yaparken konusunu menkul kıymetlerin oluşturduğu sözleşmelerin TKHK'nın kapsamında kabul edilemeyeceğini ifade etmiştir<sup>582</sup>. Yatırımcılar arasındaki menkul kıymetlerin alım

---

<sup>579</sup> **Zevkililer**, Aydın / **Aydoğdu**, Murat: Tüketicinin Korunması Hukuku, Ankara 2004, s.74.

<sup>580</sup> İnceoğlu, sermaye piyasasında ihraççı ortaklığın veya yatırımcının tüketici sayılamayacağından, bu hükmün sermaye piyasasında uygulama alanı bulamayacağını belirtmiştir. Ancak ihraççı ortaklık veya yatırımcının tüketici olamamasının nedenini belirtmemiştir. **İnceoğlu**: s.70, dn.170.

<sup>581</sup> **Aslan**, İ.Yılmaz: En Son Değişikliklerle ve Yargıtay Kararları Işığında Tüketici Hukuku, Bursa 2004, s.20, dn.42; **Aslan**, İ.Yılmaz: Tüketici Hukuku Dersleri, Bursa 2006, s.49, dn.43; aynı yönde bkz. **Baykan**, Renan: Tüketici Hukuku, Mevzuata İlişkin Yorum-Eleştiri-Öneri, İstanbul Ticaret Odası Yayını No: 2005-41, İstanbul 2005, s.45.

<sup>582</sup> Tüketicilerin, tüketim amacı ile özel yatırım araçlarını satın almaları mümkündür. Bu durumda yatırım ve tüketim malları ile tüketime bağlı finansal hizmetler birlikte görülebilir. Dolayısıyla özel amaç ve bireysel gereksinim amacıyla alınan yatırım malları ile finansal hizmetlerde TKHK hükümlerinin uygulanabileceği kabul edilmelidir. Bu hususta bkz. **Demir**, Mehmet: "4282 Sayılı Kanun İle Tüketici Sözleşmeleri Alanında Getirilen Yenilikler", BATİDER 2003, C.XXII, S.1, s.208;

satımına ilişkin bireysel sözleşmelerde, tarafların tüketici sıfatlarının bulunmaması sebebiyle bu sözleşmelere TKHK ve bağlı mevzuat hükümlerinin uygulanmayacağı söylenebilir. Hâlbuki aracılık çerçeve sözleşmelerinin konusunu, aracılık hizmeti oluşturmaktadır. Aracılık faaliyetleri, finansal hizmetlerin bir türünü oluşturmaktadır. Dolayısıyla TKHK hükümlerinin uygulanması bakımından, menkul kıymetlerin alım satımından ziyade, aracılık faaliyetinin finansal hizmet niteliği göz önünde bulundurulmalıdır. Kanaatimizce finansal hizmetler ile birlikte sermaye piyasası aracılık hizmeti de TKHK’da düzenlenen hizmet kavramının kapsamı içerisine girmektedir<sup>583</sup>.

Sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerine TKHK hükümlerinin uygulanmasına engel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu anlamda sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerinde TKHK hükümlerinin uygulanabilmesi için aranan şartların bulunup bulunmadığı incelenmelidir. TKHK’nın kapsamını düzenleyen 2. maddesine göre, “Bu Kanun, 1 inci maddede belirtilen amaçlarla mal ve hizmet piyasalarında tüketicinin taraflardan birini oluşturduğu her türlü tüketici işlemini kapsar”. TKHK hükümlerinin uygulanabilmesinin ilk şartı karşılıklı mal ve hizmet arzını amaçlayan bir tüketici sözleşmesinin bulunmasıdır<sup>584</sup>. TKHK 3’te düzenlenen “hizmet” kavramı ise, “bir ücret veya menfaat karşılığında yapılan mal sağlama dışındaki her türlü faaliyeti” ifade eder. TKHK’da yapılan hizmet tanımı neredeyse her şeyi kapsayacak kadar geniş kaleme alınmıştır. Sözleşmenin konusu ne olursa olsun, bu hizmet tanımı içerisine giren her türlü faaliyet TKHK’nın kapsamında sayılacaktır<sup>585</sup>. Aracı kuruluşların ücret karşılığı sermaye piyasası aracılık hizmeti vermeleri nedeniyle, bu aracılık faaliyeti de TKHK kapsamında değerlendirilmelidir.

TKHK’nın bir sözleşmeye uygulanabilmesinin bir diğer şartı, bu sözleşmenin taraflarından birini tüketicinin oluşturmasıdır. TKHK 3’te düzenlenen “tüketici” kavramı, “bir mal veya hizmeti ticari veya mesleki olmayan amaçlarla edinen,

---

**Kuntalp**, Erden: “Finansal Kiralama Kanunu ve Tüketicinin Korunması Hakkında Kanuna Göre Tüketim ve Yatırım Malları Ayırımı”, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s.303.

<sup>583</sup> **Aslan**: s.21; **Aslan**: Dersler, s.51.

<sup>584</sup> **Zevkliler/Aydoğdu**: s.73-74; **Penezoglu**: s.108.

<sup>585</sup> **Aslan**: s.22; **Aslan**: Dersler, s.51; **Zevkliler/Aydoğdu**: s.74.

kullanan veya yararlanan gerçek ya da tüzel kişiyi” ifade eder. Bu anlamda her mal veya hizmet alıcısı, tüketici sayılamaz. Bir mal veya hizmeti mesleki ve ticari amaçlarla satın alan tüketici olarak nitelendirilemez. Dolayısıyla tüketici sözleşmesinden söz edilebilmesi için mal veya hizmetin özel kullanım ya da tüketim amacıyla satın alınmış olması gereklidir.

Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde, yatırımcılar, aracı kuruluşların aracılığıyla menkul kıymet veya türev araçları alıp satarken, finansal aracılık hizmeti almaktadırlar. Bu aracılık hizmeti, yatırımcıların bireysel yatırım işlemleri için verilmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların, aynı zamanda tüketici sayılmaları ve sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerine TKHK hükümlerinin uygulanması gerektiği kanaatindeyiz.

Penezoğlu’na göre<sup>586</sup>, vadeli işlem sözleşmesi alım satımına ilişkin çerçeve sözleşmelerine TKHK ve bağlı mevzuat hükümlerinin uygulanması mümkün değildir. Bu görüşe gerekçe olarak çerçeve sözleşmenin tarafının ticaret şirketi olması halinde, bu şirketlerin tüm işlerinin istisnasız ticari olduğu ve ticari amaçlı işlemlerde de TKHK hükümlerinin uygulanamayacağı ifade edilmiştir<sup>587</sup>. Battal’a göre<sup>588</sup> ise tüzel kişi tacir olan ticaret şirketlerinin bütün faaliyetlerinin koruma dışı bırakılmaması ve TKHK’nın korumasından yararlandırılmaları gerekmektedir<sup>589</sup>. Örneğin işletmenin ısınması için doğalgaz satın alınması halinde ticaret şirketleri de tüketici sayılmalıdırlar. Kanaatimizce vadeli işlem sözleşmesi alım satımına aracılık çerçeve sözleşmelerini, müşteri olarak sadece ticaret şirketleri imzalamamaktadır. Gerçek kişiler ile ticaret şirketi olmayan diğer tüzel kişilerin, bu sözleşmeleri imzalamaları halinde tüketici sayılmalarına engel bir durum bulunmamaktadır.

---

<sup>586</sup> **Penezoğlu**: s.109.

<sup>587</sup> Aynı yönde bkz. **Deryal**, Yahya: Tüketici Hukuku, Ankara 2004, s.44.

<sup>588</sup> **Battal**, Ahmet: “Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Yönünden Tacirlerin Tüketici Sıfatı”, Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s.322-323.

<sup>589</sup> Aynı yönde bkz. **Atasoy**, Adil Ömer / **Taşkın**, Mustafa / **Acar**, Hakan: Tüketiciyi Koruma Hukuku, İlgili Mevzuat ve Yargıtay Kararları, Ankara 2000, s.8; **İnal**, Tamer: Açıklamalı - İçtihatlı Tüketici Kredileri ve Tüketici Kredisi Sözleşmeleri, İstanbul 2002, s.42-43; **Gezder**, Ümit: Tüketici Kredisi Sözleşmeleri, İstanbul 1998, s.159, vd.

Penezoglu'na göre, vadeli işlem sözleşmelerinin korunma ve spekülatif amaçla alınıp satılmaktadır. Korunma ve spekülatif amaçlı işlemlerde, gerçek ve tüzel kişilerin mesleki ve ticari amaçla vadeli işlem sözleşmelerini alıp satmaları nedeniyle, çerçeve sözleşmelere TKHK hükümlerinin uygulanamayacağı ifade edilmiştir. Ancak kanaatimizce böyle bir genelleme yapmak doğru değildir. Zira kişilerin özel kullanım ve tüketim amaçlı olarak da vadeli işlem sözleşmesi alıp satması mümkündür. Örneğin satın aldığı ev için döviz cinsinden borçlanan bir kişi, ileride dövizin yükselmesi riskinden korunmak amacıyla vadeli işlem sözleşmesi alım işlemi gerçekleştirmesi halinde, özel kullanım ve tüketim amaçlı hareket edildiği görülmektedir. Her vadeli işlem sözleşmesinde mesleki veya ticari amacın bulunduğunu söylemek mümkün değildir. Dolayısıyla mesleki veya ticari amaçla hareket edilmeyen her vadeli işlem sözleşmesi alım satımında, TKHK hükümlerinin uygulanması gerekmektedir.

Bu hususta önemli olan diğer bir husus da, vadeli işlem sözleşmesi alım satım işlemleri ile bu işlemlere aracılık faaliyetinin birbirinden ayırt edilmesidir. Özel kullanımları için vadeli işlem sözleşmelerin alım satımına aracılık hizmetini almaları halinde, yatırımcılar, aynı zamanda tüketici kabul edilmelidirler. Dolayısıyla vadeli işlem sözleşmesi alım satımına aracılık hizmeti alan müşterilerin imzaladıkları çerçeve sözleşmelere TKHK ve bağlı mevzuatın uygulanması yerinde olacaktır.

Aracı kuruluşlar ile imzalanan sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerinde tüketici sıfatını haiz yatırımcı aleyhine olan haksız şart niteliğindeki genel işlem şartları, yatırımcıyı bağlamayacaktır (TKHK 6/II). Bu durumlarda kısmi butlan söz konusu olur. Sözleşme, haksız şartların yokluğunda ayakta tutulabiliyorsa, yatırımcının aleyhine olmayan diğer sözleşme şartları geçerliliklerini koruyacaktır. Bu haksız şartlar olmaksızın tarafların bu sözleşmeyi yapmayacakları kabul ediliyorsa, bu durumda sözleşme tamamen geçersiz sayılmalıdır (TSHŞHY, m.7).

Sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerinde, aracı kuruluş aleyhine de genel işlem şartları görülebilir. Bu genel işlem şartları, haksız şart kabul edilmeyecek ve bunlar bağlayıcılıklarını devam ettireceklerdir. Aracı kuruluşların tek taraflı



olarak hazırlamış oldukları çerçeve sözleşmelerinde, kendi aleyhlerine olan sözleşme hükümlerini zaten kabul etmeyeceklerinden, bu tür genel işlem şartları geçerliliklerini koruyacaktır.

Uygulamada aracı kuruluşların, müşterileri ile standart sözleşme şartlarını aralarında tartıştıkları nadiren görülmektedir. Aracı kuruluşlar, daha önceden hazırladıkları sözleşmeleri sunarak, yatırımcıları bu sözleşmeleri imzalamak zorunda bırakmaktadırlar. Aracı kuruluş müşterisinin sözleşme hükümlerini tartışma olanağı bulunmamaktadır. Eğer bir aracılık çerçeve sözleşmesi önceden hazırlanmışsa ve yatırımcı bu sözleşmenin içeriğine etki edememişse, o sözleşme şartının tartışılmadığı kabul edilir (TSHŞHY, m.5/I). Aracı kuruluş, çerçeve sözleşmenin imzalanması sırasında yatırımcı ile bazı genel işlem şartların tartışıldığını ve bu şartların yatırımcı tarafından kabul edildiğini ileri sürüyorsa, bunu ispat yükümlülüğü kendisine ait olacaktır (TKHK 6/V).

### **C. Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinin Medeni Kanun ve Borçlar Kanunu Hükümleri ile Denetimi**

Hukukumuzda genel işlem şartlarının içerik denetimi hususunda TKHK hükümleri dışında kanunla getirilen bir düzenleme bulunmamaktadır. TKHK hükümlerinin uygulama alanı tüketici işlemleri ile sınırlı olması sebebiyle, genel işlem şartlarının içerik denetimi hususunda halen boşluk görülmektedir. Ancak bir süreden beri Borçlar Kanunu'nda yapılması düşünülen değişiklikler çerçevesinde, genel işlem şartları ile ilgili düzenlemeler de getirilmek istenmektedir.

Borçlar Kanunu Tasarısının 20 ile 25. maddeleri arasında genel işlem koşullarının tanımlanması, yazılmamış sayılma halleri, yazılmamış sayılmanın sözleşmeye etkisi, yorum yöntemi, genel işlem koşullarının tek yanlı olarak karşı taraf aleyhine değiştirilmesi yasağı ve geçersizlik halleri düzenlenmektedir. Getirilmek istenen bu düzenlemelerde genel işlem şartlarına uygulanacak yaptırımın ne olacağı, değişik ihtimallere göre ayrı ayrı gösterilmiştir.

Tasarıya göre, karşı tarafın menfaatine aykırı genel işlem koşulları hakkında açıkça bilgi verilmemesi ya da bunların içeriğini öğrenme olanağının sağlanmaması ve karşı tarafın da bu koşulları kabul etmemesi halinde, genel işlem koşulları yazılmamış sayılacaktır. Ayrıca sözleşmenin niteliğine ve işin özelliğine yabancı olan genel işlem koşulları da aynı yaptırıma tabi olacaktır (BKT 21). Genel işlem koşullarına, karşı tarafa dürüstlük kurallarına aykırı olarak zarar verici veya karşı tarafın durumunu ağırlaştırıcı nitelikte hükümler konulması da yasaklanmaktadır (BKT 25).

Borçlar Kanunu Tasarısı'nda getirilmek istenen genel işlem şartlarına ilişkin hükümler, hukukumuzda yaşanan büyük bir eksikliği giderir nitelik taşımaktadır. Ancak bu haliyle tasarıdaki hükümlerin bazı eksiklikler taşıdığı görülmektedir. Özellikle içerik denetimi bakımından ölçüt olarak dürüstlük kuralının esas alınması tek başına yeterli değildir. İçerik denetiminde dürüstlük kuralının uygulanması halinde kişiden kişiye farklı yorumların görülmesi mümkündür. Bu hususta hakimin işini kolaylaştıracak somut ölçütlerin getirilmesi ve örnek kabilinden yasaklanan genel işlem şartlarının sayılması yerinde olacaktır<sup>590</sup>.

Tasarıda görülen diğer bir eksiklik ise ispat ile ilgilidir. Tasarı'nın 21'inci maddesinde genel işlem şartlarının sözleşmelerde düzenlenebilmesi "... karşı tarafa, bu koşulların varlığı hakkında bilgi verip, bunların içeriğini öğrenme olanağı sağlanması ve karşı tarafın da bu koşulları kabul etmesi" şartına bağlanmıştır. Ancak bunun ispatının nasıl olacağı hususunda bir yol gösterilmemiştir.

Borçlar Kanunu Tasarısı'nda genel işlem şartlarına ilişkin bir düzenleme getirilmemiş olsa dahi, standart sözleşmelerde yer alan kayıtlar kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kişilik haklarına ve kamu düzenine aykırı ise geçersiz sayılacaktır. Borçlar Kanunu'nun 19 ve 20. maddelerinin sözleşmenin içeriğine ilişkin olarak getirdiği sınırlamalar sonucunda emredici hükümlere, ahlaka ve kamu düzenine aykırı genel işlem şartları geçerli kabul edilemeyecektir. Ancak burada yaşanan asıl sorun emredici hükümlere, ahlaka ve kamu düzenine aykırı olmamakla

---

<sup>590</sup> **Havutçu:** s.217.

birlikte düzenlenmeleri halinde yatırımcılar bakımından sakıncalı genel işlem şartları geçersiz sayılmalarında ortaya çıkmaktadır. Bu hallerde hakkın kötüye kullanılmasını düzenleyen MK 2/II ile gabine ilişkin BK 21 hükümleri de uygulanma imkanı bulacaktır. Dolayısıyla genel işlem şartlarının geçersizliğine ilişkin bir dava açıldığında hakim, içerik denetimi yaparken genel hükümlerden de yararlanacaktır.

Sözleşmeyi okumadan ya da okuyup da anlamadan imzalayan yatırımcıları korumak amacıyla bir takım yorum ilkeleri de benimsenmiştir<sup>591</sup>. Sözleşmede açık olmayıp, değişik anlamlara gelebilen hükümlerin sözleşmeyi hazırlayan aleyhine yorumlanması ilkesi, alışılmamış kayıtların geçersiz sayılması ilkesi, yatırımcıların haklarını sınırlayan hükümlerin dar yorumlanması ilkesi bunlardan bir kaçıdır<sup>592</sup>.

### **III. Uygulamada Sermaye Piyasası Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Görülen Genel İşlem Şartları**

Aracı kuruluşların, müşterileri ile imzaladıkları çerçeve sözleşmelere koydukları genel işlem şartlarının bazıları müşterileri mağdur edecek niteliktedirler. Çerçeve sözleşmelerde görülen genel işlem şartlarının önemli bir kısmı aracı kuruluşlar ile yardımcı şahısların sorumsuzluklarına ilişkin kayıtlardır. Edimlerin ifasına ilişkin kayıtlar, delil sözleşmesine ilişkin kayıtlar, yetkili mahkeme ve uygulanacak hukuka ilişkin kayıtlar gibi genel işlem şartları da görülmektedir. Aşağıda yatırımcının korunması bakımından önem arz eden bu genel işlem şartları tek tek incelenecektir.

#### **A. Aracı Kuruluşun Sorumsuzluğuna İlişkin Genel İşlem Şartları**

Sorumsuzluk anlaşması, sözleşmenin ihlalden veya zararın doğumundan önce taraflar arasında açık veya örtülü olarak yapılan ve ileride alacaklının talep

<sup>591</sup> **Kırca:** s.88-89; **Özbay:** s.22.

<sup>592</sup> Genel işlem şartlarının denetlenmesine ilişkin ilkeler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Atamer:** s.124 vd.; **Havutçu:** s.148 vd.; **Tekinalp:** Banka, s.275 vd.; **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.160 vd.; **Akman:** s.16; **Kaplan,** İbrahim: Banka Standart Sözleşmeleri ve Genel İşlem Şartları”, BATİDER 1991, C. XVI, S.2, s.58 vd.

edebileceği tazminat haklarını tamamen veya kısmen kaldıran hukuki işlemdir<sup>593</sup>. Sorumsuzluk anlaşması, bağımsız bir sözleşme ya da asıl sözleşmeye konacak kayıt ile yapılabilir. Bu nedenle kurulmuş olan esas sözleşmeye eklenen yan anlaşma ya da ferî bir hüküm niteliği taşımaktadır<sup>594</sup>.

Aracı kuruluşlar, hazırladıkları sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerine kendilerini sorumluluktan kurtaran hükümler koyarak, müşterileri korumasız bırakmaktadırlar. Aracı kuruluşların sorumluluklarını kaldıran veya sınırlayan bu hükümler, kendi kusurlarından ya da acente ve yardımcı şahısların kusurlarından kaynaklanan sorumluluk hallerini düzenlemektedir.

### 1. Aracı Kuruluşun Kendi Kusurundan Sorumsuzluğuna İlişkin Kayıtlar

Aracı kuruluş, müşterisine karşı aracılık hizmetini gereği gibi veya hiç ifa etmemiş ise, doğan zararı tazmin etmekle yükümlüdür. Aracılık faaliyeti sırasında kanundan, çerçeve sözleşmeden veya iyi niyet kurallarından doğan yükümlülüklerine aykırı davranacak olursa, borcunu gereği gibi ifa etmemiş sayılacak, bundan doğacak zarardan da sorumlu tutulacaktır. Aracı kuruluşların bu sorumluluklarını sınırlandırmaya ya da tamamen ortadan kaldırmaya yönelik bazı sorumsuzluk kayıtlarını çerçeve sözleşmelere koydukları görülmektedir. Aşağıda örnek olarak verilen çerçeve sözleşmelerde yer alan genel işlem şartı niteliğindeki hükümlerde bu tür sorumsuzluk kayıtları düzenlenmektedir.

*“...Müşteri emri ile satımı yapılan Menkul Kıymetlerin Müşteri tarafından takas günü saat 12.00'a kadar Aracı Kurum'a teslim edilmemiş olması durumunda, Aracı Kurum herhangi bir bildirim ve ihbara gerek olmaksızın bu Menkul Kıymetleri özen borcu çerçevesinde ve müşterinin menfaatlerini gözeterek Borsa ve Borsa*

<sup>593</sup> **Eren:** s.1042; **Akman:** Sorumsuzluk Anlaşması, s.7; **Erten,** Ali: Sorumsuzluk Şartları, İstanbul 1976, s.38; **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.878, vd.

<sup>594</sup> Sorumsuzluk anlaşması, sözleşmenin yapılması sırasında veya en geç zarar doğmadan önce yapılmalıdır. Zira zarar doğduktan sonra yapılacak anlaşma sorumsuzluk sözleşmesi değil, ibra veya sulh sözleşmesi sayılacaktır. **Tandoğan,** Haluk: Türk Mesuliyet Hukuku, Ankara 1961, s.454; **Eren:** s.1043; **Akman:** Sorumsuzluk Anlaşması, s.43; **Erten:** s.91.

*dışında satın alarak veya ödünç alarak takas yükümlülüğünü yerine getirebilir. Bu durumda oluşacak her türlü zarar ve masraf veya ödenen faiz müşteriye aittir. Ancak Aracı Kurumun bu yönde bir işlem yapmamış olmasını gerekçe göstererek sorumlu tutulamayacağı ve kendisinden herhangi bir tazminat da istenemeyeceğini Müşteri beyan kabul ve taahhüt eder.*

*“...Müşteri, eksik kuponlu, çalıntı, sahte veya herhangi bir nedenle takyidat ile kısıtlanmış olduğu anlaşılan Sermaye Piyasası Araçlarından; Aracı Kurum veznesine müşteri tarafından teslim edilecek veya evvelce teslim edildiği anlaşılanlardan dolayı doğmuş ve/veya doğabilecek tüm hukuki, mali ve cezai sorumluluğun kendisine ait olacağını peşinen kabul eder. Müşterinin bu konuda Aracı Kuruma yönelik hiçbir talebi olmayacaktır”.*

*“...Aracı Kurum; Müşterinin ve onun yetkili temsilcilerinin kimliğini ve kendisine verilmesi halinde imza örneklerini, sözü geçenlerin, işlemler ile ilgili olarak düzenlenen belgelere atacakları imzalarla karşılaştırmak suretiyle inceler. Aracı Kurum, imza karşılaştırmasını makul bir dikkatle yapacak ve ilk bakışta anlaşılmayacak olan imza benzerliklerinin sonuçlarından sorumlu olmayacaktır. Aracı Kurum ayrıca, kendisine ibraz edilecek vekaletnamelerin ve diğer yetki belgelerinin sahteliğinden de sorumlu olmayacak ve kendisine ibraz edilecek bu gibi belgelerin gerçeğe uygunluğunu incelemek ve araştırmakla yükümlü olmayacaktır. Müşterinin ya da yetkili temsilcisinin veya üçüncü bir kişinin ehliyetsizliğinden dolayı doğacak olan bütün sonuçlar müşteriye ait olacaktır. Ehliyetsizlikle ilgili hususlar, Aracı Kuruma yazılı olarak bildirilmedikçe Aracı Kuruma bu nedenle hiçbir sorumluluk düşmeyecektir.”*

*“...Müşteri, yukarıda belirtilen işlemler ile ilgili olarak verilen tüm talimatların, sadece Aracı Kurumun kabulü ve belirlediği süre ve yöntemlerle iptal ettirilebileceğinin bilincinde olup, taraflar anılan iptal talimatlarının belirtilen süre ve yöntemler dışında verilmesi ve/veya bilgisayar sistemlerinde/iletişim ağında ortaya çıkabilecek her türlü arıza ya da sorun, üçüncü kişilerin sisteme müdahalesi nedeniyle iptalin gerçekleştirilememesi veya geç gerçekleştirilmesinden dolayı Aracı Kurumun hiçbir şekilde sorumlu olmaması hususunda anlaşmışlardır.”*

*“...Müşteri, işbu Sözleşmeyi imzalamakla, Uzaktan Erişim Kanallarını kullanabilmek için yeterli bilgiye sahip olduğunu, her türlü veri sağlayıcı ve internet üzerinden kendine ait bilgisayarlar ve/veya Kurum lokasyonlarındaki bilgisayarlar aracılığıyla yapacağı işlemlerde, Kurumun teknolojik güvenlik koruması altında olmadığını, kanalların hatalı kullanımı ve internet ortamlarından yapılacak teknolojik saldırılardan dolayı kendisinin vada üçüncü şahısların uğrayacağı zarar ve ziyandan Kurumun sorumlu olmayacağını peşinen kabul ve beyan eder.”*

BK 99/I'e göre, borçlunun hile (kasıt) veya ağır kusurunun varlığı halinde sorumluluğunun olmayacağına ilişkin önceden yapılan her anlaşma hükümsüzdür. Borçluya kastı veya ağır ihmali halinde sebep olacağı zararlardan dolayı hesap vermeme imkânının tanınması, ahlaka ve dürüstlük kuralına da aykırılık teşkil eder<sup>595</sup>. BK 99/I gereğince, aracı kuruluşların hazırlamış oldukları çerçeve sözleşmelere, kasıt veya ağır kusurları halinde sorumlu olmayacaklarına ilişkin kayıtların geçerliliği bulunmamaktadır. Kasıt veya ağır ihmale ilişkin sorumsuzluk kaydının butlanı, hakim tarafından re'sen göz önünde tutulmalıdır<sup>596</sup>.

Borçlunun hafif kusurundan sorumlu olmayacağına ilişkin önceden yapılan sorumsuzluk anlaşmaları kural olarak geçerlidir. Ancak hafif kusur halinde sorumluluktan önceden yapılan feragat, sorumluluk hükümetçe imtiyaz<sup>597</sup> suretiyle verilen bir mesleğin icrasından doğduğu takdirde, hakim takdir hakkına dayalı olarak söz konusu sorumsuzluk kaydını geçersiz kılabilir (BK 99/II).

Bilindiği gibi sermaye piyasası aracılık faaliyetinde bulunulması Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine tabi olup, sadece aracı kuruluşlar bu faaliyeti yürütmekle yetkilidir. Dolayısıyla sermaye piyasası aracılık faaliyeti, BK 99/II anlamında icrası izne tabi olan bir meslektir. Aracı kuruluşlar da, sermaye piyasası aracılık faaliyetlerini yürütebilmeleri için Kurul'dan izin almak zorundadırlar. BK 99/II

<sup>595</sup> **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.883; **Eren:** s.1044; **Tandoğan:** Mesuliyet, s.456.

<sup>596</sup> **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.883; **Eren:** s.1044.

<sup>597</sup> BK 99/II'de yer alan “imtiyaz suretiyle verilen” ibaresi ile idare hukuku anlamında imtiyaz sözleşmesi ile verilen imtiyaz değil de, bir mesleğin icrası için herhangi bir makam tarafından verilen izin olarak anlaşılması gerekmektedir. **Kırca:** s.91; **Akman:** Sorumsuzluk Anlaşması, s.68; **Tekinalp:** s.292.

gereğince çerçeve sözleşmelerde yer alan, aracı kuruluşların<sup>598</sup> hafif kusurlarından kaynaklanan sorumluluklarını kaldıran sorumsuzluk kayıtları da geçersiz sayılabilecektir<sup>599</sup>. Ancak hakim hafif kusurdan kaynaklanan zararlardan sorumsuzluğu ilişkin kayıtları geçersiz saymak zorunda değildir.

Kurul'un 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında, tüm aracı kuruluşların BK'nun 99 uncu maddesi çerçevesinde imtiyazlı kuruluş sayıldıklarından, alım satıma aracılık ve türev araçların alım satımına aracılık çerçeve sözleşmelerinin çeşitli maddelerinde yer alan sorumsuzluk kayıtlarının, gerek Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13 üncü maddesi çerçevesinde, gerekse söz konusu Tebliğ hükmünün de ötesinde, genel hükümler bakımından geçersiz olacağı ve aracı kurumun hafif kusuru halinde dahi bu tür sorumsuzluk kayıtlarının batıl sayılacağı belirtilmiştir.

Ayrıca aracı kuruluşların vekil sıfatıyla iş gördükleri durumlarda BK 390 hükmü uygulanmalıdır. Uzmanlık gerektiren bir mesleki faaliyetin yürütüldüğü ücretli vekâlet sözleşmelerinde, borçlunun özen yükümlülüğünün<sup>600</sup> bulunması sebebiyle sorumluluğu kaldıran veya sınırlayan kayıtlar geçersiz olacaktır. Dolayısıyla aracı kuruluşların hafif kusurlu olup olmamalarına bakılmaksızın bütün sorumsuzluk kayıtları geçersiz kabul edilecektir<sup>601</sup>.

---

<sup>598</sup> "...para üzerinde işlem gören ve tacir olmaları itibariyle tedbirli bir iş adamı gibi hareket etmek durumunda olan bankaların kasıt ve ağır kusurları halinde sorumlu olmayacaklarına dair müşterileri ile yaptıkları sözleşmelerde koyulan kayıtlar geçersiz olduğu gibi, kendi uğraşlarında özenle davranmaları beklenen bu gibi ticaret ortaklıklarının hafif kusurdan doğacak sorumluluktan kurtulmalarını önceden belirleyen hükümlerin dahi BK.nun 99. maddesi gereğince geçersiz sayılması icap eder. Çünkü banka işlemleri özel kanunlar ile düzenlenmiş ve kuruluşları Bakanlar Kurulu'nun iznine bağlı tutulmuştur. Gördükleri işler ise, yasal anlamı ile imtiyazlıdır...". (Yargıtay 11. HD, T.8.3.1977, E. 1977/866, K.1977/1033)

<sup>599</sup> **Kırca:** s.91; **Penezoğlu:** s.115; **İnceoğlu:** s.72; **Özbay:** s.32-33.

<sup>600</sup> Aracı kuruluşlar, müşterilerinin portföylerindeki sermaye piyasası araçlarının içerdiği hakları kullanıp kullanmamakta serbest olduğu ve bu nedenle hiçbir şekilde sorumlu olmayacağına ilişkin hükümlere, müşteri ile arasındaki vekâlet ilişkisinden kaynaklanan "özen borcu" aracılık çerçevesinde sözleşmesinde yer veremezler.

<sup>601</sup> **Battal:** Bankaların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2001, s.166; **İnceoğlu:** s.73; **Karakaş:** s.84; **Tandoğan:** s.433; **Yalçın:** s.142.

Aracı kuruluşların tek taraflı sorumsuzluk kayıtlarının yanında, her iki tarafın da kusurundan dolayı sorumlu olmayacaklarına ilişkin hükümler koymaları da mümkündür. Bu durumda tek taraflı nitelikte olmamaları sebebiyle bu kayıtların geçerli olabilecekleri düşünülebilir. Ancak çerçeve sözleşmelerde müşterilerin asıl borcu komisyon ödenmesinden ibarettir. Bu borca aykırılığın ortaya çıkma ihtimali ise çok zayıftır. Zira, aracı kuruluş müşterisinden olan komisyon alacağını, kendi borcundan mahsup edebilir. Ayrıca müşterinin genellikle para borcunun bulunması sebebiyle, kusurunun varlığına bakılmaksızın faiz ödemek zorunda olması, aracı kuruluşun zarara uğramasına engel olacaktır. Halbuki iki taraflı sorumsuzluk kayıtlarında asıl zarara uğrama ihtimali yüksek olan taraf müşteridir. Çerçeve sözleşmenin ihlali sebebiyle aracı kuruluşlar, müşterileri zarara uğratabilmektedirler. Dolayısıyla gerek Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmü, gerekse BK 96 hükümleri göz önünde tutulduğunda sorumsuzluk kayıtları her iki taraf için kabul edilmiş olsa dahi, aracı kuruluşlar bakımından bu hükümlerin geçerli olduğu söylenemez<sup>602</sup>.

Daha önce de değindiğimiz üzere aracı kuruluşların sorumsuzluk kayıtlarına ilişkin diğer bir düzenleme VOBY 19/a'da getirilmiştir. Bu hükme göre aracı kuruluşlar, müşterileri ile yapacakları sözleşmelere konulacak hükümlerle, ilgili mevzuatta öngörülen sorumluluklarını kısıtlamamak veya kaldırmamakla yükümlüdürler. Aracı kuruluşlar, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım satımına aracılık faaliyetleri bakımından, kendileri hakkında mevzuatta düzenlenen sorumlulukları hakkında sorumsuzluk kayıtları çerçeve sözleşmelere koyamazlar.

## **2. Aracı Kuruluşun Acentenin Kusurundan Sorumsuzluğuna İlişkin Kayıtlar**

Aracı kurumların, sermaye piyasası faaliyetlerini merkezin dışındaki yerlerde de sürdürmek istediklerinde şube veya irtibat bürosu açmaları gerekir. Ancak şube ve irtibat bürolarının açılması aracı kurumlar bakımından hem mali bakımdan külfetlidir

---

<sup>602</sup> Aynı yönde bkz. **İnceoğlu**: s.73; **Penezoğlu**: s.116-117.



hem de bunların açılabilmesi için aranan izin ve faaliyet şartlarının yerine getirilmesi zorluk taşımaktadır. Bu sebeple aracı kurumlar, acenteler ile çalışmayı tercih ederler.

Aracı kurum acentelerine ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu'nda herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu acenteler ile ilgili düzenlemeler Kurul'un Seri:V, No:46 sayılı Tebliği ile getirilmiştir. Tebliğin 24. maddesine göre, aracı kurumlar ile bankalar arasında yazılı acentelik sözleşmesi imzalanabilir. Dolayısıyla sadece bankalar, acente sıfatıyla aracı kurumlarla çalışabilirler. Aracı kurumlar, acentelik sözleşmesinde belirlenecek mahaller içinde, acenteleri aracılığıyla yatırımcılardan alacakları emirler doğrultusunda aracılık faaliyetleri çerçevesinde sermaye piyasası araçlarının alım satımında bulunabilirler.

Acente sıfatıyla bankalar, kendilerine tanınan yetkiler dışında, aracı kurumların faaliyet konuları kapsamına giren diğer konularda işlem yapamaz ve başkaca bir hizmet veremezler. Ancak banka, acente sıfatıyla değil de, banka sıfatıyla sahip olduğu yetki belgelerine bağlı olarak faaliyetlerini sürdürebilir.

Aracı kurumlar, acentelerinin kusurları ile müşterilerin uğradıkları zararlardan sorumlu olmak istemezler. Halbuki acente aracılığıyla yapılan işlemlerde, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 28. maddesi uyarınca hukuki sorumluluk müteselsilen müvekkil aracı kurum ile acente bankaya aittir<sup>603</sup>. Müşteri uğradığı zararı aracı kurum veya bankaya tazmin ettirebilir. Aracı kurum ve acente bankanın mevzuat ve sözleşme gereği birbirlerine rücu hakları saklıdır.

Aracı kurum ve acente banka, kendi aralarında veya müşterilerle yapılacak sözleşmelerde, bu sorumluluğu kaldıran ya da hafifleten kayıtlar koyamaz (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.28/II). Dolayısıyla aracı kurumların sermaye piyasası aracılık

---

<sup>603</sup> Şube ve irtibat bürolarının yapacağı iş ve işlemlerden kaynaklanan her türlü hukuki ve cezai sorumluluk aracı kuruma aittir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.21/II; 22/III).

çerçeve sözleşmelerine, acentelerin kusurlarından kaynaklanan zararlardan sorumlu olmayacaklarına ilişkin koyacakları kayıtlar geçerli olmayacaktır<sup>604</sup>.

Aracı kurumlar yürüttükleri sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgili olarak hesap ilişkisi içine girdikleri kişi ve kurumlar hakkında gerekli araştırmaları yapmakla yükümlüdürler. Ayrıca bu kişi ve kurumların birden fazla kişi adına veya temsilci sıfatıyla işlemde bulduklarının öğrenilmesi halinde, bu işlemlere bağlı olarak, her ne adla olursa olsun komisyon tahsil edip etmediklerini; acente, şube, irtibat bürosu veya aracı kurumlar için öngörölmüş bulunan mekan, teknik donanım, personel ve benzeri organizasyonu sağlayıp sağlamadıklarını; alındı veya ödendi belgesi, menkul kıymet girişi veya çıkış fişi, müşteri emri formu ve benzeri mahiyette belgeler düzenleyip düzenlemediklerini tespit etmek zorundadırlar (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.29/I)<sup>605</sup>.

Aracı kurum, izinsiz aracılık faaliyeti yapıldığını tespit etmesi halinde, bu kişi veya kurumla hesap ilişkisini sona erdirerek, Kurul'a bildirimde bulunması gerekir. Aksi halde, acentelik faaliyetleri yürütüldüğü izlenimini verecek şekilde çalışan söz konusu kişi veya kurumun bu işlemlerinden doğan her türlü hukuki ve cezai sorumluluk aracı kuruma ait addolunur (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.29/II)<sup>606</sup>.

---

<sup>604</sup> "...Davacı vekili, müvekkilinin davalı T.... AŞ.'nin 2337 nolu müşterisi olduğunu, aracı kurumun acentası olan diğer davalı D.... Ltd. Şti'ne 31/05/1995 tarihinde 2.413.450.000.- TL ödenerek (100 lot) ihlas hisse senedi alındığını, davalı T.... A.Ş.'ne 14/06/1995 tarihinde müracaat edildiğinde, hisse senetlerinin talimat olmadan satıldığını ve bedelinin bilgisi dışında çekildiğinin tesbit edildiğini, davalı acenta D.... Ltd. Şti. yetkililerinin topladığı paralarla ortadan kaybolduğunu, diğer davalı aracı kurumun verilen zarardan sorumlu olduğunu ileri sürerek hisse senetlerinin aynen iadesine veya 2.413.450.000.-TL'nin reeskont faiziyle birlikte tahsiline karar verilmesini talep ve dava etmiştir...acenta aracılığıyla yapılan işlemler ve bu işlemlerle ilgili olarak müşteriyle kurulan ilişkilerden doğan hukuki sorumluluk, aracı kuruma aittir; aracı kurum, acentayla" veya müşteriyle yapacağı sözleşmelerde bu sorumluluğu kaldıran veya hafifleten kayıtlar koyamaz. Mahkemece bu hüküm gözetilerek acenta çalışanının zarar veren işleminden dolayı davalı aracı kurumun sorumluluğuna hükmedilmesinde bir isabetsizlik bulunmamaktadır..." (Yargıtay 19. HD, T.6.4.2000, E.1999/7720, K. 2000/2532)

<sup>605</sup> Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 27. maddesinde yer alan bu düzenleme, mülga Seri:V, No:19 sayılı Tebliğ'in 26. maddesinden aynen alınmıştır.

<sup>606</sup> "...Orbay Sabri T. Yön Menkul Kıymetler adı altında davalı bankanın acentası gibi işlem yaptığı toplanan delillerle sabittir. Davalı banka davacının acenta gibi

### 3. Aracı Kuruluşun Yardımcı Kişilerin Kusurundan Sorumsuzluğuna İlişkin Kayıtlar

Bilindiği gibi aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerinde bulunabilmeleri için sermaye piyasası araçları ile ilgili iş ve işlemlerin yürütülmesini sağlayacak yeterli sayıda ihtisas personeli ile diğer personeli istihdam etmeleri gereklidir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.9/I; 47/I,1; 55/I,b). İhtisas personeli, aracı kuruluş bünyesinde bulunan birimlerin yönetiminden sorumlu kişilere bağlı olarak çalışan müşteri temsilcisi, borsa üye temsilcisi, kurumsal finansman uzmanı, portföy yöneticisi, yatırım danışmanı ile yaptıkları iş itibarıyla benzer sorumluluğu taşıyan diğer kişilerdir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.9/I, f; II). Bu kişiler aracı kuruluşun ifa yardımcısı sıfatını da taşımaktadırlar.

Aracı kuruluşlar, aracılık faaliyetlerini yürütürken çalıştırdıkları bu personelin müşterilere vermiş oldukları zararlardan sorumludurlar. BK 100/I'e göre, "Bir borcun ifasını veya bir borçdan mütevellit bir hakkın kullanılmasını kendisi ile beraber yaşayan şahıslara veya maiyetinde çalışanlara velev kanuna muvafık surette tevdi eden kimse, bunların işlerini icra esnasında ika ettikleri zarardan dolayı diğer tarafa karşı mesuldür." Bu hüküm gereği, personelin fiili ile verilen zararlardan dolayı aracı kuruluş, kusursuz sorumlu olacaktır<sup>607</sup>.

---

hareket ettiğini bilmediğini savunmuştur. Oysa davalı bankanın yatırım uzmanı Ayşe T.'in acentanın açılışına katılıp bilgi verdiği, daha sonra da Yön Menkul Kıymetlere geldiği, hisse senetlerinin alınıp satılmasında doğrudan bağlantı kurulduğu ve Orbay Sabri T.'nin davalı şirket nezdinde ki işlem hacmi gözetildiğinde Orbay Sabri T.'nin davalı bankanın acentası gibi hareket ettiği ve bankanın da bu durumu bildiği anlaşılmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği denetleme raporu ve tanık beyanları da Orbay Sabri T.'nin Seri V 19 Nolu Tebliğin 26.maddesinde belirtilen acenta gibi hareket etme olgusunu doğrulamaktadır. Mahkemece bu yönler gözetilerek gerekli özeni göstermeyen davalı bankanın, Orbay Sabri T.'nin yaptığı işlemlerden dolayı sorumlu tutulmasında bir isabetsizlik bulunmamaktadır..." (Yargıtay 19. HD, T.2.12.1999, E.1991/4701, K.1999/7331)

<sup>607</sup> "... Menkul Değerler A.Ş. aracı kuruluş olup, Eskişehir acentası olarak K.A.'yla çalıştığı ve dava konusu işlemlerin acentada çalışan L.U. tarafından yapıldığı anlaşılmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:V, No:19 sayılı Tebliğinin 25. maddesinde, acenta aracılığıyla yapılan işlemlerle ilgili olarak müşteriyle kurulan ilişkilerden doğan hukuki sorumluluğun aracı kuruma ait olduğu öngörülmüştür. BK'nun 100. maddesine göre bir borç ilişkisi içinde bir edimin ifası veya bir hakkın

BK 100/II ve III'te borçlunun, ifa yardımcılarının borca aykırı fiil ve davranışlarından doğan zararları hakkında sorumsuzluk hükmü koyması düzenlenmiştir. Bu düzenlemeye göre, “Bunların fiilinden mütevellit mesuliyeti, evvelce iki taraf arasında yapılan bir mukavele tamamen veya kısmen bertaraf edebilir. Alacaklı, borçlunun hizmetinde ise veya mesuliyet hükümet tarafından imtiyaz suretiyle verilen bir sanatın icrasından tevellüt ediyorsa; borçlu mukavele ile ancak hafif bir kusurdan mütevellit mesuliyetten kendisini beri kılabilir.”.

Daha önce de ifade edildiği gibi, aracı kuruluşlar, BK 100/III anlamında hükümet tarafından imtiyaz suretiyle verilen bir sanatı icra etmektedirler. Dolayısıyla aracı kuruluşların çerçeve sözleşmelere, ifa yardımcılarının kasıt veya ağır kusur ile vermiş oldukları zararlardan dolayı sorumlu olmayacaklarına ilişkin bir kayıt koymaları mümkün değildir. Bu tür sorumsuzluk kayıtları geçersiz kabul edilecektir. Burada tartışılması gereken husus, BK 100/III'te konulmasına izin verilen yardımcı personelin hafif kusurundan kaynaklanan zararlardan sorumsuzluğa ilişkin kayıtların, aracı kuruluşlar tarafından da getirip getirilemeyeceğidir.

Akdin ifası sırasında hafif kusuru ile verdiği zararlardan sorumlu olunmayacağı çerçeve sözleşmede kararlaştırılmış olsa dahi, BK 99/II'e göre hakim yine de aracı kuruluşun sorumluluğuna hükmedebilir. Halbuki yardımcı kişilerin hafif kusurlarından dolayı sorumsuzluk kaydının varlığı halinde, hakimin BK 100/III'e göre bu kaydı geçersiz kılması ve aracı kuruluşu sorumlu tutması mümkün olmayacaktır. Bu durum aracı kuruluşların, tüm işlemlerini yardımcı kişiler vasıtasıyla yapmalarına ve kendilerini bu yolla kurtarmalarına neden olabilir<sup>608</sup>. Bu durum aracı kuruluş müşterileri bakımından adaletsiz bir görünüm sergilemektedir.

---

kullanılmasını yardımcı kişiye bırakmış olan kimse, bu yardımcı kişinin işe girdiği sırada sebep olduğu zararlardan sorumludur. Aracı kurumla sözleşme imzalayan müşterilerle işlem yapan L.U. aracı kurum acentası çalışanı olup, bu kişinin yapmış olduğu işlemler nedeniyle müşterinin uğradığı zarardan anılan hüküm uyarınca aracı kurum sorumludur. Mahkemece bu yön gözetilerek yazılı şekilde karar verilmesinde bir isabetsizlik bulunmamaktadır...” (Yargıtay 19. HD, T.13.3.2003, E.2002/5337, K.2003/2139).

<sup>608</sup> Aynı yönde bkz. **Battal**: Bankaların Hukuki Sorumluluğu, s.171; **Akman**: Sorumsuzluk Anlaşması, s.75.

Hakim görüşe göre, aracı kuruluşların, yardımcı kişilerin hafif kusurları nedeniyle uğranılan zararlardan sorumlu olmayacaklarına ilişkin kayıtlar geçerli olacaktır (BK 100/III). Bu durumda müşteri, yardımcı kişinin hafif kusuru sebebiyle uğramış olduğu zarardan dolayı ne aracı kuruluşu, ne de yardımcı kişiyi dava edebilecektir<sup>609</sup>. Ancak imzalarıyla aracı kuruluşu temsil ve ilzam eden müstahdem ve birinci derecede imzaya yetkili yöneticiler, organ<sup>610</sup> gibi kabul edilmek suretiyle, bunların hafif kusurlarından sorumsuzluk anlaşmalarının BK 99/II dâhilinde geçersiz bırakılması imkânın tanınması yerinde olacaktır<sup>611</sup>. Kanaatimizce çerçeve sözleşmelere konulacak yardımcı kişilerin hafif kusurlu fiillerinden dolayı uğranılan zararlardan sorumsuzluğa ilişkin kayıtlar, her ne kadar BK 100/III gereği geçerli oldukları kabul edilse dahi, bu kayıtlar aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlıyor ve müşterinin haklarını ciddi şekilde zedeliyor olması halinde Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmü gereği yine de geçerli olmamaları gerekmektedir.

## B. Müşterinin Sorumluluğuna İlişkin Genel İşlem Şartları

Aracı kuruluş, bazı hallerde müşterinin sorumlu olacağına ilişkin kayıtlar da getirebilir. Böylece daha sonra ortaya çıkma ihtimali bulunan zararların sorumluluğunu müşteriye yükleyerek, kendi sorumluluklarını ortadan kaldırmış olur. Uygulamada çerçeve sözleşmelerde aşağıdaki örneklerde görülebileceği üzere bu tür kayıtlara sıkça rastlamak mümkündür.

*“...Ancak alacak bakiyesinin 2.000.-YTL'den (Alt Limit) az olması durumunda Aracı Kurum bu bakiyeyi nemalandırmamaya veya dilediği şekilde değerlendirmeye yetkilidir. Aracı Kurum, Müşteriye bildirmek suretiyle söz konusu*

---

<sup>609</sup> Aracı kuruluşun, çerçeve sözleşmeye koyacağı yardımcı kişilerin hafif kusurlarından dolayı sorumlu olmayacağına ilişkin kayıt, yardımcı kişi bakımından geçerli olacaktır. Bu nedenle müşteri aynı sorumsuzluk kaydı sebebiyle yardımcı kişinin de sorumluluğuna gidemeyecektir. **Penezoğlu**: s.120.

<sup>610</sup> Tüzel kişilerin organları bilindiği gibi yardımcı şahıs kabul edilemez. MK 50 gereği organlar, hukuki işlem ve bütün fiilleriyle tüzel kişiliği borç altına sokar. Bu nedenle aracı kuruluşun organlarının işlemlerinden doğrudan kendisi sorumlu olacak, BK 100/III hükmü organlar bakımından işletilemeyecektir.

<sup>611</sup> **Battal**: Bankaların Hukuki Sorumluluğu, s.171-172; **Akman**: Sorumsuzluk Anlaşması, s.80; **Penezoğlu**: s.119.

Alt Limit'i değiştirebilir. Müşteri, bu fıkrada belirtilen işlemler nedeniyle ortaya çıkacak masraf ve vergiden sorumlu olacağını, Borsa Para Piyasası'nda karşı üyenin veya paranın yatırıldığı banka veya aracı kuruluşların ödeme güçlüğüne düşmesi veya her hangi bir şekilde geri ödeme yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda Aracı Kurumdan her hangi bir talebi olmayacağını kabul ve taahhüt eder."

"...Müşterinin herhangi bir nedenle borçlanması durumunda, aracı kurum kanun ve mevzuat hükümlerine uygun olmak kaydıyla, bu borca 8. madde hükümleri saklı kalarak, tahakkuk tarihinde kısa vadeli nakdi banka kredilerine uygulanan en yüksek faiz oranının %100 fazlası kadar temerrüt faizi uygulama hak ve yetkisine sahiptir. Uygulanacak faiz her gün ana paraya ilave edilecektir. Bu şekilde oluşacak meblağa yukarıdaki esaslar çerçevesinde yeniden faiz yürütülecektir. Müşteri, bu faiz oranlarının aşırı olduğu yolunda bir iddia ileri sürmeyeceğini ve faiz oranlarının indirilmesini isteyemeyeceğini beyan, kabul ve taahhüt eder."

"...Ancak makul bir dikkatle ve ilk bakışta anlaşılamayacak olan imza benzerliklerinin sonuçlarından sorumlu tutulamazlar. Müşteri'nin ya da vekillerinin ehliyetsizliğinden doğabilecek bütün sorumluluk Müşteri'ye aittir..."

Aracı kuruluş, kendi lehine olağanüstü haklar sağlayan bu hükümleri müşterinin sözleşmenin başlangıcında bildiğini, muhtemel riskleri göze aldığı, doğacak sorumluluğu kabul ve taahhüt ettiğini ifade ederek, müşterinin haklarını ciddi surette zedeleyen genel işlem şartlarını çerçeve sözleşmeye koymaktadır. Bu tür genel işlem şartları, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13/IV hükmü karşısında geçerli olmayacağı kanaatindeyiz.

### **C. Aracı Kuruluşa Serbesti Taniyan Genel İşlem Şartları**

#### **1. Sözleşme Koşullarını Değiştirme Yetkisi Taniyan Kayıtlar**

Aracı kuruluşlar, sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerine, diledikleri gibi işlem yapmalarını sağlayacak ve sözleşmede daha önceden belirlenen koşullarda tek taraflı değişiklikler yapma imkânı taniyacak bazı hükümler de koyabilirler. Bu

hükümler daha çok komisyon, kurtaj ücreti, faiz oranı ve teminat gibi bazı unsurlarda değişiklikler yapma hususunda aracı kuruluşu yetkilendirmektedirler. Müşteri, tanınan bu serbestiye dayalı olarak aracı kuruluşun yapmış olduğu değişikliklere itiraz etme hakkını da kaybetmiş ve durumu baştan kabullenmiş olacaktır.

*“...Müşteri, bankanın komisyon ve kurtaj oranlarını tek taraflı olarak artırabileceğini ve tarafına ihbar edilmesine gerek olmaksızın oranlara uyacağını ve oran değişiklikleri ne miktarda olursa olsun bunu göze aldığını ve bu bapta ileride herhangi bir indirim talebinde veya bu sonucu doğuracak sair bir hukuki talepte bulunmayacağını kabul ve taahhüt eder.”*

*“...Aracı kurum krediyi kısmen veya tamamen kullandırmaya, koşullarını değiştirmeye, tahsis edilen kredi limitini azaltmaya veya tümünü dilediği anda kesmeye ve iptal etmeye yetkilidir.”*

Borçlar hukuku sistemimizde taraflar karşılıklı neyi borçlanmış iseler, onu ifa etmelidirler. Farklı bir şeyin ifa edilmesi halinde alacaklının bunu reddetme hakkı bulunmaktadır. Ancak genel işlem şartları içinde borçluya, ifa edeceği edimin bazı özelliklerini veya konusunu değiştirme hakkı verilebilmektedir. Borcun aynen ifa edilmesi ilkesi karşısında, borçluya edimde değişiklik hakkı tanıyan genel işlem şartlarının batıl olduğu kabul edilmektedir<sup>612</sup>.

Borçluya edimde değişiklik hakkı veren hükümlere ancak MK 2 anlamında iyi niyet kuralları göz önünde bulundurularak ve menfaat dengesi korunarak izin verilebilir. Bunun için yapılan değişikliğin müşteri bakımından tahammül edilebilir ve sadece belirli hallerle sınırlandırılmış olması gerekir<sup>613</sup>.

Aracı kuruluşların, müşterileri ile imzalamış oldukları çerçeve sözleşmeleri genellikle süresizdir. Çerçeve sözleşmelerde ücret, komisyon gibi unsurların sözleşmenin başında öngörüldüğü gibi sabit tutulması, bir süre sonra taraflar arasındaki menfaat dengesini bozabilir. Bu hallerde ekonomik gerekçelerle aracı

<sup>612</sup> **Atamer:** s.237; **Özbay:** s.28.

<sup>613</sup> **Atamer:** s.237.

kuruluş tarafından yapılacak değişiklikler haklı sayılabilecektir. Ancak menfaat dengesinin korunması bakımından yapılacak değişiklikten müşterinin haberdar edilmesi ve sözleşmeyi feshetmesi için makul bir süre tanınması gerekir<sup>614</sup>. Aksi halde yine aracı kuruluşa değişiklik hakkı tanıyan bu tür genel işlem şartları geçerli kabul edilemez<sup>615</sup>.

Aracı kuruluşlar, aracılık çerçeve sözleşmelerinde uygulayacakları temerrüt faiz oranını sözleşmelere yazmalarının yanı sıra, bu faiz oranını tek taraflı değiştirme haklarını da saklı tutmaktadırlar. Bütün çerçeve sözleşmelerde görülen bu genel işlem şartı da yapılacak değişiklikten müşterinin haberdar edilmesi ve sözleşmeyi feshetmesi için makul bir süre tanınması halinde geçerli kabul edilecektir. Zira ekonomik gelişmeler sonucunda aracı kuruluşun belirsiz süreli bir sözleşmede faiz oranında uyarılama yapması zaruridir<sup>616</sup>. Ancak aracı kuruluş, çerçeve sözleşmede faiz oranının tek taraflı olarak belirleneceğine ilişkin bir hüküm koyamaz. Aracılık çerçeve sözleşmesinde mutlaka temerrüt faiz oranının gösterilmiş olması şarttır. Ayrıca belirlenen faiz oranı hem müşteri, hem de aracı kuruluş bakımından uygulanmalıdır.

Aracı kuruluşa faiz oranının tek taraflı değiştirme hakkı tanınmış olsa dahi, verilen bu yetki MK 2 anlamında iyi niyet kuralları çerçevesinde kullanılmalıdır. Aracı kuruluşun değiştirerek yeni belirleyeceği faiz oranı fahiş olamaz<sup>617</sup>. Yargıtay da faiz oranının tek taraflı değiştirme hakkının tanındığı sözleşmelerde, bu hakkın

---

<sup>614</sup> Kurul da, 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında almış olduğu kararda, alım satıma aracılık ve türev araçların alım satımına aracılık çerçeve sözleşmelerinde, sermaye piyasası araçlarının, faiz oranının, cezai şartın, müşteriye verilecek hizmetin ve benzeri hususların tek taraflı olarak değiştirilmesine ilişkin hükümlere, sözleşmelerde ancak bu değişiklik hakkında müşteriye derhal bildirimde bulunulması ve müşteriye sözleşmeyi feshetme hakkı tanınması kaydıyla yer verilebileceği belirtilmiştir.

<sup>615</sup> **Atamer:** s.240; **Özbay:** s.29.

<sup>616</sup> **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, S.2, Ankara 1997, s.82, 87; **Atamer:** s.243.

<sup>617</sup> **Kostakoğlu,** Cengiz: Banka Kredi Sözleşmelerinden Doğan Uyuşmazlıklar, İstanbul 1996, s.28; **Kayar:** s.82,89; **Battal:** Bankaların Hukuki Sorumluluğu, s.247-248; **Atamer:** s.243; **Yalçın:** s.128.



doğruluk ve dürüstlük kuralına uygun olarak kullanılması gerektiğini vurgulamaktadır<sup>618</sup>. Çerçeve sözleşmede aracı kuruluşa faiz oranını tek taraflı artırma yetkisi verilse dahi, müşterinin sorumluluğunu artıran bu durumun kendisine derhal bildirilmesi ve sözleşmeyi feshetme imkânının verilmesi gerekir. Aksi halde aracı kuruluşun bu yetkiyi kullanamayacağı kabul edilmektedir<sup>619</sup>.

Aracı kuruluşlar, faiz oranı değişimi bildirimlerine belli süreler içinde itiraz edilmemesi durumunda kesinleşmiş ve tebellüğ edilmiş sayılacağına ilişkin düzenlemelere yer veremezler. Bu tür kayıtlar da Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13 üncü maddesinde yer alan, çerçeve sözleşmelerde müşteri haklarını ciddi şekilde zedeleyici, aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilmemesi hükmüne aykırılık teşkil etmektedir.

## **2. Müşteri Hakkındaki Bilgilerin Üçüncü Kişilere Verilmesine İlişkin Kayıtlar**

Daha önce de ifade ettiğimiz üzere aracı kuruluşların kayıtlarında yer alan yatırımcılara ait bilgiler, müşteri sırrı kabul edilmektedir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 58. maddesinin m bendi ile aracı kuruluşlara müşteri sırrlarını saklama yükümlülüğü getirilmiştir. Aracı kuruluşlar bu sorumluluktan kurtulmak amacıyla da müşterileri hakkındaki bilgileri üçüncü kişilere verebilmelerine izin veren hükümleri aracılık çerçeve sözleşmelerine koymak istemektedirler.

Kendisi hakkında bilgilerin başkalarına verilmesinde, müşterinin herhangi bir menfaati bulunmamaktadır. Müşteriye ait bilgilerin verilmesinin, aracılık faaliyetini ilgilendiren bir yanı da bulunmamaktadır. Aracı kuruluşlar, sorumluluktan kurtulabilmek amacıyla müşterilere ait bilgilerin üçüncü kişilere verilebileceğine ve

<sup>618</sup> (Yargıtay 19. HD, T.4.2.1997, E.1996/3416, K.1997/831) YKD, C. 23, S. 6, s. 963, 964; (Yargıtay 19. HD, T.26.3.1996, E.1996/6, K.1996/2976) YKD, C. 22, S. 7, s. 1114, 1115; (Yargıtay 19. HD, T.25. 11.1994, E.1994/6472, K.1994/11467) YKD, C. 21, S. 1, s.88,89.

<sup>619</sup> **Battal:** Bankaların Hukuki Sorumluluğu, s.248,249; **Atamer:** s.243; **Kayar:** s.89,90; **Yalçın:** s.130.

bundan kendisinin sorumlu tutulamayacağına ilişkin kayıtları sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelere koymaktadırlar.

Kanaatimizce bu tür kayıtlar Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmü gereği müşterinin haklarını ciddi şekilde zedelemesi ve aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlaması nedeniyle geçerli olamazlar<sup>620</sup>. Ayrıca Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 58. maddesinin m bendinde sır saklama yükümlülüğünün istisnalarının sınırlı sayıda sayılması nedeniyle, sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelere konulacak bir hükümlerle bu istisnai hallerin genişletilmesi de mümkün değildir.

#### **D. Usul Hukukuna İlişkin Genel İşlem Şartları**

##### **1. Yetkili Mahkemenin Tayini**

Sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerinden kaynaklanacak uyuşmazlıklarda genel yetkili mahkeme HUMK 9 gereği davalının yerleşim yeri mahkemesidir. Aracı kuruluş ile müşterisi arasındaki uyuşmazlıklarda, sözleşmenin ifa yeri mahkemesi ile davalı veya vekilinin davanın açılması sırasında orada olmaları koşuluyla sözleşmenin kurulduğu yer mahkemesi de özel yetkili mahkeme olabilecektir. Aracı kuruluşlar, bu genel ve özel yetkili mahkemeler yerine kendi seçtikleri mahkemelerde davaların görülmesini isterler. Bu amaçla sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerinin istisnasız hepsinde genel işlem şartı olarak yetkili mahkemeye ilişkin kayıtlar konulmaktadır. Ancak yetkili mahkemeye ilişkin kayıtlar, hem genel hem de özel yetkili mahkemelerin yetkisini kaldırmaz<sup>621</sup>.

*“TARAFLAR arasında, bu Sözleşme ve uygulaması ile ilgili olarak doğabilecek tüm uyuşmazlıkların çözümünde İstanbul Merkez (Sultanahmet) Mahkeme ve İcra Daireleri yetkilidir.”*

---

<sup>620</sup> Aynı yönde bkz. **Özbay**: s.32.

<sup>621</sup> **Kuru, Baki / Arslan, Ramazan / Yılmaz**, Ejder: Medeni Usul Hukuku, Ankara 2007, s.199.

Hukukumuzda bu tür kayıtların sözleşmelere konulmasına bir engel bulunmamaktadır. Ancak HUMK 22 gereği bu kayıtların geçerliliği yazılı şekle uyulmasına, belirli bir uyumsuzluğa ilişkin olmalarına ve belirli bir mahkemenin yetkilendirilmiş olmasına bağlanmıştır<sup>622</sup>. Yazılı şekil şartı gereği, bir sözleşmenin uygulanarak zımnem kabul edildiği hallerde, yetkili mahkemeye ilişkin hükümler geçerli kabul edilemez<sup>623</sup>. Yetkili mahkemeye ilişkin kayıtların geçerli olabilmesi için zahmetsizce okunabilecek şekilde kaleme alınmış olmaları gereklidir<sup>624</sup>.

Atamer'e göre, müşterilere karşı yürütülecek bütün davaları bir mahkemede toplamak ve işletmenin rasyonelleşme ihtiyacını sağlamak amacıyla konulan yetkili mahkemeye ilişkin genel işlem şartları, müşterinin doğal hakim önünde dava edilme hakkının ihlali nedeniyle kamu düzenine aykırı kabul edilmelidir<sup>625</sup>. Özbay'a göre ise bu kayıtlar, müşterinin haklarını ciddi şekilde zedeleyici olması ve aracı kuruluş lehine tek taraflı haklar sağlaması nedeniyle Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13/IV hükmüne aykırıdır. Kanaatimizce çerçeve sözleşmelere konulan yetkili mahkemeye ilişkin kayıtlar, genel ve özel yetkili mahkemelerin yetkisini ortadan kaldırmaması ve müşterilerin de menfaatlerini ciddi bir şekilde zedelememesi nedeniyle geçerli kabul edilmelidir. Kurul da, aracılık çerçeve sözleşmelere yetkili mahkemeye ilişkin kayıtların konulabileceğini kabul etmektedir<sup>626</sup>.

Çerçeve sözleşmelere, genel veya özel yetkili olan belirli mahkemelerin çıkacak uyuşmazlıklara bakamayacaklarına ilişkin olumsuz yetki kaydı konulamaz<sup>627</sup>. Ayrıca müşterinin mahkemeye gitme veya başka başvuru yollarını kullanma imkânını ortadan kaldıran veya sınırlandıran, müşterinin çeşitli yasal takip haklarından feragat ettiğine ilişkin hükümlere çerçeve sözleşmelerde yer verilemez.

---

<sup>622</sup> **Kuru / Arslan / Yılmaz:** s.198.

<sup>623</sup> **Penezoğlu:** s.121.

<sup>624</sup> **Atamer:** s.282; **Penezoğlu:** s.121.

<sup>625</sup> **Atamer:** s.282,283.

<sup>626</sup> Kurul, 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında göstermiş olduğu örnek aracılık çerçeve sözleşmelerinde, yetkili mahkemeye ilişkin hükümlerin konulabileceğini kabul etmiştir.

<sup>627</sup> **Kuru / Arslan / Yılmaz:** s.199.

## 2. Delil Sözleşmeleri

Müşteri ile aracı kuruluşlar arasındaki uyuşmazlıkların çoğunluğu, alım satıma ilişkin emir verilip verilmediği ya da verilen emrin içeriği ile ilgili olmaktadır. Müşteri alım veya satım emri verdiğinde aracı kuruluş, emri gereği gibi veya hiç yerine getirmemekte, bazen de herhangi emir olmaksızın müşteri hesabına alım veya satım yapmaktadır. Uygulamada özellikle sözlü veya telefon ile iletilen emirlerde ispat sorunu ortaya çıkmaktadır. Aracı kuruluşlar, çerçeve sözleşmelere koydukları delil sözleşmesi niteliğindeki kayıtlarla bu sorunu aşmayı amaçlamaktadırlar.

*“MÜŞTERİ'nin telefonla vereceği talimatlar için ya KURUM tarafından bastırılan “Sipariş Talimat Formu”nun MÜŞTERİ'nin telefon talimatı üzerine KURUM yetkililerince doldurulması ile ya da telefon talimatı sırasında KURUM'un doğrudan doğruya bilgisayar kayıtlarına giriş yapılması halinde bilgisayar kayıtlarının kesinlik kazanacağını; KURUM ile arasında çıkabilecek hukuksal anlaşmazlıklarda “Sipariş Talimat Formu” doldurulan işlemlerde, telefon talimatını alan KURUM personelinin tanıklığını veya bu “Sipariş Talimat Formları”nı, telefon talimatı ya da KURUM'un uygulamaya koyduğu veya uygulamaya koyacağı diğer araçlar ile verilecek talimatlar üzerine KURUM nezdinde doğrudan bilgisayar kaydı tesis edildiğinde, KURUM'un bilgisayar kayıtlarını, H.U.M.K. 287. maddesi gereğince münhasır ve kesin delil olarak kabul ettiğini, başka bir delil ikame edilemeyeceğini ve bu beyanının geri dönülmek üzere, yazılı delil sözleşmesi niteliğinde olduğu hususunda TARAFLAR anlaşmışlardır.”*

*“TARAFLAR MÜŞTERİ'nin yukarıda sözü edilen teleks, faks ve KURUM'un uygulamaya koyduğu veya ileride uygulamaya koyabileceği diğer araçlar ile vereceği talimatlar için de KURUM'un bilgisayar kayıtları, mikrofilm, mikrofişler, teleks, faks metinleri ve her türlü KURUM kaydını da H.U.M.K. 287. maddesi gereğince münhasıran delil olarak kabul etmişler ve bu beyanının geri dönülemeyecek nitelikte delil sözleşmesi olduğu, başka delil ikame edilemeyeceği hususunda anlaşmışlardır.”*

Hukumumuzda HUMK 287 gereği taraflar arasında delil sözleşmesi yapılması mümkündür. Aracı kuruluşların çerçeve sözleşmelere koymuş oldukları kayıtların çoğu, münhasır delil sözleşmesi<sup>628</sup> niteliğinde olduğu görülmektedir. Çerçeve sözleşmeye konulan genel işlem şartı niteliğindeki kayıtlarda aracı kuruluşun kayıt ve belgelerinin delil olarak kullanılabileceği, başka bir delilden yararlanılamayacağı belirtilmektedir. Bu tür kayıtların çerçeve sözleşmelere konulması, diğer sözleşme türlerinden farklılık arz etmektedir.

Bilindiği gibi çerçeve sözleşmelerdeki genel işlem şartları müşterinin hiçbir şekilde müdahale edemediği, denetleyemediği ve düzenlemesine katılmadığı kayıtlardır. Aracı kuruluşun münhasır delil niteliğindeki genel işlem şartlarını tek taraflı olarak düzenleyip, müşteri aleyhine bu kayıtlara dayanması, müşterinin hak arama özgürlüğünün ve savunma hakkının kısıtlanması niteliği taşımaktadır. Bu durum MK 2 anlamında iyi niyet kurallarına da aykırıdır<sup>629</sup>. Taraflar arasındaki menfaat dengesini zedeleyen ve hak arama özgürlüğünü kısıtlayan münhasır delil sözleşmeleri geçerli olmamalıdır<sup>630</sup>.

Münhasır delil sözleşmesi niteliğindeki kayıtlar, müşterinin haklarını ciddi şekilde zedelemesi ve aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlaması nedeniyle Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13/IV hükmü gereğince de geçerli olamazlar. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13/IV hükmü sayesinde, münhasır delil sözleşmesi hükümleri ile müşterinin dava ve savunma hakkının ciddi şekilde zedelenmesi önlenmiş olmaktadır<sup>631</sup>.

---

<sup>628</sup> Tarafların çıkacak uyuşmazlıklarda, bir hususun sadece belirlenen delillerle ispat edileceği hususunda anlaşmaları halinde, “münhasır delil sözleşmesi” söz konusu olur. Tarafların delillerini hasretmeyip, bir hususun kararlaştırılanın yanında başka delillerle de ispat edilebileceğini kabul etmeleri halinde ise “münhasır olmayan delil sözleşmesi” görülür. Hukukumuzda her iki delil sözleşmesinin yapılması mümkündür.

<sup>629</sup> **Gökyayla:** s.189; **Yalçın:** s.138; **Battal,** Ahmet: “Bankacılık İşlemlerinde İspat usulü ve Delil Sözleşmeleri”, BATİDER 1997, C.XIX, S.2, s.134.

<sup>630</sup> Konuralp'e göre taraflar arasındaki menfaat dengesini bozan ve hak arama özgürlüğünü kısıtlayan bu tür münhasır delil sözleşmeleri, münhasır olmayan delil sözleşmesi olarak yorumlanmalıdır. **Konuralp,** Haluk: Medeni Usul Hukukunda İspat Kurallarının Zorlanan Sınırları, Ankara 1999, s.64.

<sup>631</sup> **Konuralp:** s.98; **Kırca:** s.106.

Kurulun Seri:V, No:6 sayılı Tebliğinin 9/A maddesine göre, “Faks, ATM kayıtları, bilgisayar ağı yoluyla girilen kayıtlar ile ses ve görüntü kayıtları ve diğer her türlü delil ya da yazılı delil başlangıcı gibi müşteri mutabakatını içermeyen aracı kuruluş kayıtları tek taraflı delil oluşturamaz.”. Bu düzenleme iki açıdan eleştirilmektedir. Zira aracı kuruluşun alım satıma ilişkin tuttuğu kayıtlar hakkında müşteri ile mutabakat sağlanmışsa, taraflar arasında kaydedilen hususlarla ilgili bir uyuşmazlığın çıkması da mümkün olmayacaktır<sup>632</sup>. Ayrıca aracı kuruluşun tuttuğu kayıtların, delil olarak kabul edilmesi için müşteri mutabakatının aranması, sözlü emirle işlem uygulamasını zorlaştıracaktır. Sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin emirlerin sözlü olarak verilmesine izin verilmesi karşısında, bu hususla ilgili uyuşmazlıklarda kullanılacak ispat araçlarının da buna uygun düzenlenmesi gerekmektedir<sup>633</sup>. Aksi halde aracı kuruluşun tuttuğu kayıtları delil olarak kullanamamasını fırsat gören müşteri, verdiği sözlü emri inkâr edebilir ya da verilen sözlü emrin aracı kuruluş tarafından yerine getirilenden farklı içeriğe sahip olduğunu ileri sürebilir.

Kurul’un 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında belirlenen ilke kararına göre, aracı kuruluş kayıtlarının münhasıran delil olmasını öngören hükümler, müşterinin gösterebileceği delilleri ölçüsüz derecede sınırlandırması nedeniyle sözleşmede yer alamaz. Ancak Kurul, istisnai olarak bazı hallerde münhasır delil kaydını kabul edilebileceğini belirtmiş ve faks, ATM kayıtları, bilgisayar ağı yoluyla girilen kayıtlar ile ses ve görüntü kayıtları, müşteri mutabakatını içermesi kaydıyla münhasır delil olarak gösterilebileceğini kabul etmiştir.

### 3. İspat Yükünün Yer Değiştirmesi

Hukukumuzda ispat yüküne ilişkin genel kural Medeni Kanunu’nun 6.maddesinde düzenlenmiştir. Bu hükme göre Kanunda aksi düzenlenmemişse, herkes hakkını dayandırdığı olguları ispatla yükümlüdür. Ancak bu genel kuralın istisnaları da bulunmaktadır. Olağan durumun aksini iddia eden, iddiasını ispatla

<sup>632</sup> **Kırca:** s.106, 107; **Konuralp:** s.99,100.

<sup>633</sup> **Kırca:** s.107; **Konuralp:** s.100.

yükümlüdür. Bazı hallerde bir olayın kimin tarafından ispat edileceği kanunda düzenlenmiş de olabilir.

Aracı kuruluşların hazırladıkları çerçeve sözleşmelerde bazı hususların ispat yükünün müşteriye ait olduğuna veya örtülü olarak bu anlama gelecek ifadelere yer verdikleri görülmektedir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmünde emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemeyeceği düzenlenmiştir. Kanaatimizce bu düzenlemede sadece emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesinin yasaklanması sebebiyle, diğer hususların ispatının müşteriye yüklenebileceği anlamı çıkmaktadır. Ancak Tebliğin aynı maddesi uyarınca, diğer hususların ispatının müşteriye yüklenmesi, müşterinin haklarını ciddi bir şekilde zedeliyor ve aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü hak sağlıyorsa, yine bu hükümler de geçerli kabul edilemeyecektir<sup>634</sup>. Kurul'un 28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında belirlenen ilke kararında da gerek Kurul düzenlemeleri gerekse genel hükümler çerçevesindeki ispat külfetini müşteriye yükleyen kayıtlara yer verilemeyeceği belirtilmiştir.

Aracı kuruluşlar, çerçeve sözleşmelerde müşterilerine ayda bir göndermek zorunda oldukları hesap ekstreleri ile faiz oranı değişimi gibi diğer bildirimlerin belli süreler içinde itiraz edilmemesi durumunda kesinleşmiş ve tebellüğ edilmiş sayılacağına ilişkin düzenlemelere yer verdikleri görülmektedir. Bu kayıtlar da Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13 üncü maddesinde yer alan, çerçeve sözleşmelerde müşteri haklarını ciddi şekilde zedeleyici, aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilmemesi hükmüne aykırılık teşkil etmeleri nedeniyle geçerli olmayacaklardır.

Kurul'un Seri:V, No:6 sayılı Tebliğinin 9/A ve 17/I maddelerinde ispat yüküne ilişkin düzenlemeler getirilmiştir. Tebliğin 9/A maddesine göre, "Sözlü alım satım emirlerine dayanılarak yapılan işlemlerde, sözlü emrin varlığını ispat yükü aracı kuruluşa aittir...Alım veya satım emri vermesine rağmen herhangi bir işlem gerçekleştirilmediğini iddia eden müşteri, emri verdiğini ispatla yükümlüdür."

---

<sup>634</sup> Aynı yönde bkz. **Özbay**: s.38.

Tebliğın 17/II. maddesine göre ise, “Müşterilerden telefon ve benzeri iletişim araçlarıyla ya da elektronik ortamda emir alınabilir. Bu emirler genel hükümler açısından sözlü emir niteliğindedir. Telefon ile alınan müşteri emirlerine ilişkin ses kayıtlarının tutulması zorunludur. Bu emirlerde ispat yükü aracı kuruluşa aittir.” Tebliğin bu hükümlerinin bir yenilik getirdiği söylenemez. Zira sözlü bir emrin verildiğini iddia eden aracı kuruluş, MK 6 gereği zaten bunu ispat etmekle yükümlüdür. Ayrıca bir alım satım emri verilmiş olmasına rağmen, aracı kuruluş tarafından bunun yerine getirilmediğini iddia eden müşteri de MK 6 gereği bunu ispat etmelidir. Tebliğde düzenlenen sözlü emirlerde ispat yükünün aracı kuruluşa ait olduğuna ilişkin hükmün amacı, MK 6 gereği zaten aracı kuruluşa düşen ispat yükünün çerçeve sözleşmeye konulacak hükümlerle müşteriye yüklenmesini önlemektir<sup>635</sup>.

## § 2 ARACILIK FAALİYETLERİNDE İRADE SAKATLIĞI VE GABİN HALLERİ

### I. İrade Sakatlığı Halleri

Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde bireysel sözleşmelerin<sup>636</sup> kuruluşunda müşterinin iradesinin oluşum ve beyan safhasında bazı bozukluklar ortaya çıkabilir. Bu tür irade ile beyan arasındaki istenmeyerek ortaya çıkan uygunsuzluklar, irade sakatlığı olarak adlandırılmaktadır<sup>637</sup>. İrade sakatlığı; hata, hile ve ikrah hallerini kapsamaktadır. Aracılık işlemlerinde daha çok hata ve hile halleri görülmekle birlikte, istisnai olarak ikrah haline de rastlanabilir.

---

<sup>635</sup> **Kırca:** s.107.

<sup>636</sup> İrade sakatlığı halleri daha çok bireysel sözleşmelerde görülmekle birlikte, istisnai olarak alım satıma aracılık sözleşmelerinde de bu hallere rastlanabilmektedir. Örneğin yatırımcı aslında menkul kıymet alım satımına aracılık sözleşmesi yapmak istemesine karşın, türev araçların alım satımına aracılık sözleşmesi imzalamış olabilir. Yatırımcının, isim benzerliğinden dolayı, istediğinden farklı bir aracı kurum ile aracılık sözleşmesi yapması da mümkündür. Bu hallerde de irade sakatlığına ilişkin BK hükümlerinin uygulanması gerekecektir.

<sup>637</sup> **Eren:** s.338; **Reisoğlu:** s.97; **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.425-426.



İrade sakatlığı ile yapılmış olan bireysel sözleşme, kurulmuş sayılır. Bu sözleşme geçerli kabul edilmekle birlikte, iradesi sakatlanan müşteri dilerse sözleşmeyi geçmişe etkili olarak iptal edebilir. Aksi halde sözleşme geçerliliğini korur ve müşteri yapılan işlemle bağlı kalır (BK 23, 29).

### **A. Hata**

Bireysel sözleşmelerde tarafların beyanları birbirine uymasına karşın, irade ile beyan arasında istenmeden meydana gelmiş bir uygunsuzluk hali söz konusu olabilir. Hata, bir işlemin yapılması sırasında, gerçeğin yanlış algılanması ve değerlendirilmesi sonucunda iradenin sakatlanmasıdır<sup>638</sup>. İrade beyanı ile işlem iradesi arasında istenmeden oluşan uygunsuzluk hali ise, beyan hatası olarak ifade edilmektedir<sup>639</sup>.

Aracılık faaliyetlerinde, bireysel sözleşmelerin kuruluşunda en çok müşterinin hatası görülmektedir. Nadiren aracı kuruluşlar da hataya düşebilmektedir. Aracı kuruluşun yapmış olduğu hatalarda, Borçlar Kanunu'nun hataya ilişkin hükümleri uygulanır (BK 27).

Kanun koyucu her hata halini, sözleşmenin iptal edilebilmesi bakımından kabul etmemiştir. BK 23'e göre, müşteri ancak bireysel sözleşmenin kuruluşunda esaslı hataya düşmesi halinde, sözleşmeyi feshedebilir. Esaslı olmayan hatalar, sözleşmenin geçerliliğini etkilemez. Başlıca esaslı hata halleri BK 24'te gösterilmiştir.

Müşterinin, bir aracı kuruluş ile sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık sözleşmesi imzalaması halinde, bu sözleşmeye bağlı olarak hem menkul kıymet, hem de türev araçların alım satımına yönelik bireysel sözleşmeler

---

<sup>638</sup> **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.427; **Eren:** s.340. "Hata, gerçeğin yanlış tasavvur edilmesi veya bilinçli olmaksızın gerçeğin hiç tasavvur edilmemesidir." **Edis:** Seyfullah: Türk-İsviçre Borçlar Hukuku Sistemine Göre Akdin Lüzumlu Vasıflarında Hata, Ankara 1973, s.8.

<sup>639</sup> **Oğuzman, M. Kemal / Öz, M.Turgut:** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2006, s.80; **Eren:** s.343; **Reisoğlu:** s.98.

kurulabilir. Müşteri, aracı kuruluşa verdiği emirde yanlışlıkla “hisse senedi alım/satım opsiyonu al” diyeceğine, “hisse senedi al” ya da tersini demiş olabilir. Kanaatimizce bu halde, müşteri komisyon sözleşmesinin niteliğinde hataya düşmüştür. Zira müşteri ile aracı kuruluş arasında akdedilen bireysel sözleşmenin temelini oluşturan menkul kıymet ve türev araçların alım satımına aracılık sözleşmelerinin nitelikleri farklıdır.

Müşteri, bazen kısaltılmış adları karıştırarak farklı bir menkul kıymet alma talimatı vermiş olabilir. Bu gibi hallerde sözleşmenin konusu olan şeyde hata söz konusu olmaktadır. Yine müşteri bir hisse senedini “satın alma opsiyonu” diyeceğine yanılarak “satma opsiyonu” ifadesini kullanabilir. Bu hallerde de sözleşmenin konusu olan şeyde hatadan söz edilir. Zira müşteri, bireysel sözleşmenin kuruluşunda opsiyon işlemini konu alan komisyon sözleşmesinden farklı bir sözleşme yapmak istememektedir. Burada komisyon sözleşmesine konu olan opsiyon işleminin türünde hata görülmektedir<sup>640</sup>.

Aracılık işlemlerinde bazen miktarda hataya da rastlanmaktadır. Müşteri, “100 lot X hisse senedi al” diyeceğine, yanılarak “10 lot X hisse senedi al” demiş olabilir. Yine müşteri “75 adet alım opsiyonu” diyeceğine, “15 adet alım opsiyonu” satın almak istediğini söyleyebilir. Kırca’ya göre opsiyon sayısının belirlenmesi, komisyon sözleşmesinin konusunun somutlaştırılması bakımından gerekli ve borsa üyesinin edimine ilişkin olması sebebiyle, opsiyon sayısında hata, sözleşmenin konusunda hata halidir<sup>641</sup>. Ancak gerek sözleşmenin konusunda hata, gerekse miktarda hata, esaslı hata halleri olması sebebiyle sonuç değişmeyecektir. Her iki halde de müşterinin sözleşmeyi feshetme hakkı bulunmaktadır. Yalnızca miktarda hata hali kabul edildiği takdirde, müşterinin aslında söylemek istediği opsiyon sayısı ile beyan ettiği sayı arasındaki fark önemli olmalıdır. Bu farkın önemli olmadığı hallerde müşterinin sözleşmeyi iptal etmesi, dürüstlük kuralına aykırılık teşkil etmektedir. BK 25/I’e göre ise, müşterinin dürüstlük kuralına aykırı olarak hata hükümlerine dayanması mümkün değildir.

---

<sup>640</sup> **Kırca:** s.108-109; **Penezoğlu:** s.150.

<sup>641</sup> **Kırca:** s.109.

Aracılık işlemlerinde şahısta hata da görülebilmektedir. Özellikle müşterinin birden fazla aracı kuruluşla çalıştığı hallerde, telefon numaralarını karıştırarak düşündüğünden farklı aracı kuruluşta emir verebilir<sup>642</sup>. Müşterinin, performansları borsalara göre farklılık gösteren aracı kuruluşlarla çalışması halinde, emir verilecek aracı kuruluşun şahsı önem taşır. Bazen de müşterinin, işlem yapmak istediği borsada üyeliği bulunmayan bir aracı kuruluşta emir vermesi de söz konusu olabilir. Müşteri gibi, aracı kuruluşun da şahısta hataya düşmesi mümkündür. Telefon ile emir alındığı hallerde aracı kuruluş, görüştüğü kişiyi başka müşterisi zannederek işlem yapabilir.

Şahısta hatanın, esaslı sayılabilmesi için sadece karşı tarafın başkası ile karıştırılmış olması yeterli değildir. Esaslı hata kabul edilebilmesi için karşı tarafın kimliğinin aynı zamanda ifa edilecek sözleşme bakımından önem taşıması gerekir<sup>643</sup>. Dolayısıyla aracılık faaliyetlerinde görülen her şahısta hata hali, iptal edilebilirliği bakımından somut olaya göre ayrı ayrı değerlendirilmelidir.

Aracılık faaliyetlerinde saikte hataya düşülmesi de mümkündür. Saik hatası, kişinin sözleşme yapma iradesinin gerçeklere uymayan, yanlış kanaatler sonucunda sakatlanmasıdır<sup>644</sup>. Beyan sahibi belirli bir durum hakkında doğru bilgi sahibi olsaydı ya da düşüncesinin gerçek duruma uymadığını bilseydi sözleşmeyi yapmayacağı hallerde söz konusudur. Saikte hatada, irade ile beyan arasında bir uygunsuzluk bulunmamaktadır. Sadece iradenin oluşumunda bir bozukluk bulunmaktadır<sup>645</sup>.

Saikte hata, esaslı hata hali olmaması sebebiyle sözleşmenin iptaline gerekçe olamaz. Örneğin bir müşteri, Irak'ta çıkan savaş sebebiyle petrol fiyatlarında görülen artış ile petrol şirketlerince ihraç edilen hisse senetlerinin değer kazanacağı düşüncesi ile aracı kuruluşta alım emri vermiş olabilir. Daha sonra petrol şirketlerinin hisselerinin değer kaybetmesi ve müşterinin alım yapmaya yönelen tasavvurların

---

<sup>642</sup> **Kırca:** s.110.

<sup>643</sup> **Eren:** s.347; **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.434, **Kırca:** s.110.

<sup>644</sup> **Eren:** s.342; **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.428; **Oğuzman / Öz:** s.85. "Saikte hata, bir kimsenin geçmişteki, şimdiki veya gelecekteki bir durum hakkında kendisini beyanda bulunmaya sevkeden yanlış bir tahmin yapması dolayısıyla, isteyerek beyanda bulunmasıdır." **Edis:** s.12.

<sup>645</sup> **Eren:** s.342; **Edis:** s.12.

yanlış çıkması, saikte hata hali olup, sözleşmenin iptali için haklı bir neden teşkil etmez. Başka bir örnek vermek gerekirse, Amerikan Merkez Bankası'nın faiz indirim kararı alacağı ve bu nedenle hisse senetlerinin değer kazanacağı söylentisi nedeniyle yapılan menkul kıymet alımlarında, söylentinin asılsız çıkması sözleşmenin iptali bakımından haklı neden kabul edilemeyecektir. Bu hallerde sadece adi saik hatası görülmektedir.

Bazı saikte hata halleri, istisnai olarak esaslı hata kabul edilmiştir. BK 24/I-4'e göre saik hatasının, esaslı hata sayılabilmesi için şu şartların birlikte aranması gerekmektedir<sup>646</sup>. 1) Kişinin iradesinin doğumunda sakatlığa neden olan olay ve durumlar, sözleşmenin yapılmasında zorunlu vasıflardan kabul edilmelidir. Yani, hataya düşenin söz konusu olay ve durumlar ile ilgili gerçek durumu bilseydi, sözleşmeyi hiç yapmayacak olduğu söylenebilir. 2) Sözleşmenin karşı tarafının, iradenin sakatlanmasına neden olan saiki ve sözleşmenin yapılmasında taşıdığı önemi bilebilir olması gerekir. 3) İradesi sakatlanan kişiyi sözleşme yapmaya yönelten yanlış tasavvur, dürüstlük kuralına göre makul ve düşünen kişilerce de sözleşmenin zorunlu temel ve şartı kabul edilebilir.

Bir hukuki işlemin hukuki sonuçlarında hataya düşme, aslında saikte hata olmakla birlikte esaslı kabul edilmelidir. Zira hukuk kurallarının, esas sayılma şartlarını taşıyan saikte hata hallerinde hukuki işlemin yapılmasında iradenin oluşumunu etkilediklerinin kabulü gereklidir<sup>647</sup>. Örneğin işletmesi için acil döviz alması gereken bir kişinin, vadeli işlem sözleşmesinin hüküm ve sonuçlarını iyi

---

<sup>646</sup> Edis'e göre bir saik hatasının esaslı kabul edilebilmesi için subjektif ve objektif olmak üzere iki unsurun varlığı aranır. Subjektif unsura göre, hataya düşülen hususun, hataya düşen bakımından hukuki işlemin olmazsa olmaz şartı olarak görülmelidir. Hataya düşme ile sözleşmenin yapılması arasında uygun bir illiyet bağının varlığı halinde, yapılan hata subjektif bakımdan esaslı kabul edilecektir. Ancak subjektif unsurun varlığı sözleşmenin geçersizliğinin ileri sürülebilmesi bakımından yeterli olmayıp, objektif unsur da aranacaktır. Objektif unsur ise, hatanın subjektif bakımdan taşıdığı önemin, normal, makul ve olayın şartlarını gereği gibi değerlendirebilen bir kimse için de önemli sayılabilmesidir. **Edis:** s.55-71. Esaslı sayılan saik hatası hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Eren:** s.348-354; **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.430-431; **Oğuzman / Öz:** s.85-90.

<sup>647</sup> **Edis:** s.75.

bilmemesi sebebiyle, hemen teslim alacağı düşüncesi ile bir dövize dayalı bir vadeli işlem yapması halinde esaslı sayılabilecek bir saikte hata hali mevcuttur.

Hukuki işlemin konusunun niteliklerinde hata da, esaslı kabul edilebilecek bir saik hatasıdır. Hukuki işlemin konusunda bir hata yapılmamakla birlikte, onun maddi, hukuki ve ekonomik niteliklerinde hata aslında bir saik hatasıdır. Ancak bu tür hatalar da esaslı kabul edilmektedir<sup>648</sup>. Örneğin opsiyon işleminin özelliklerini ve hukuki sonuçlarını tam olarak bilmeyen, dolayısıyla bir hisse senedi ile bu hisse senedini konu olan opsiyon arasındaki farkı algılayamayan bir müşterinin, hisse senedi alma niyetiyle alım opsiyonunun satın alınmasına ilişkin bir emir vermesi halinde esaslı sayılabilecek bir saikte hataya düştüğü kabul edilmelidir<sup>649</sup>.

## **B. Hile**

Hile, bir kişinin istenen şekilde irade açıklamasında bulunmasını sağlamak amacıyla, başkası tarafından kasten hatalı bir kanaat oluşturulması ya da var olan hatalı kanaatin korunması ve sürdürülmesidir. Hilenin neden olduğu irade sakatlığı, irade beyanında değil, iradenin oluşmasında görülmektedir. Hilede, iradesi sakatlanan taraf, başkasının eyleminden dolayı esaslı sayılabilecek bir saikte hataya düşmektedir<sup>650</sup>. Ancak saikte hatadan farklı olarak hilede, başka bir kişinin aldatma eylemi söz konusudur.

Hileden söz edilebilmesi için aldatma fiili, kast ve illiyet bağının varlığı aranır<sup>651</sup>. Aracı kuruluşun hilesinden söz edilebilmesi için, müşterinin aslında yapmak istemediği veya gerçek durumu bilseydi farklı bir şekilde yapacağı bir işlemi, kendi istediği gibi yapmasını sağlamak amacıyla ve aldatma kastıyla hareket etmiş olması; doğru olmayan bir takım bilgiler vermesi ya da dürüstlük kuralı gereği açıklaması gereken hususları kasten gizlemesi gerekir.

---

<sup>648</sup> Hukuki işlemin konusunun niteliklerinde hata için bkz. **Edis**: s.80-84.

<sup>649</sup> **Kırca**: s.111.

<sup>650</sup> **Eren**: s.358; **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop**: s.444-445; **Oğuzman / Öz**: s.93; **Reisoğlu**: s.103.

<sup>651</sup> **Eren**: s.359-361; **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop**: s.447-448; **Oğuzman / Öz**: s.94-96; **Reisoğlu**: s.104.

Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde, aracı kuruluşun yanlış bilgilendirmesi ve yanıltması suretiyle, aslında hiçbir işlem yapma iradesi olmayan müşterinin hatalı bir işlem yapmasını sağlaması veya işlem yapmak isteyen müşterinin yanlış tercihler yapmasına neden olması hallerinde hile söz konusudur.

Bir aracı kuruluşun, müşteriyi kaçırmamak amacıyla aslında sahip olmadığı imkânlarla sahipmiş gibi görünmesi, kendisi hakkında gerçeğe aykırı bilgi vermesi ve müşteriye hayali vaatlerde bulunarak sözleşme yapmaya sevk etmesi halleri hile olarak nitelendirilebilir<sup>652</sup>. Örneğin sadece borsa üyesi olan aracı kuruluşun kendisini aynı zamanda takas üyesi olarak göstererek müşteriyi yanıltması hile niteliğindedir. Aracı kuruluşun aslında yüksek komisyon ücreti almasına karşın, sanki piyasada en düşük komisyon ücretini kendisinin aldığını söylemesi de hile olarak gösterilebilir.

Aracı kuruluşun hilesi, yanlış ve yanıltıcı bilgilendirme yapmasının yanında, hiçbir açıklama yapmaması ve susma hallerinde de söz konusu olabilir. Müşterinin yanlış bilgi sahibi olduğunu bilmesine karşın, aracı kuruluşun işlemin yapılması sırasında hiçbir uyarıda bulunmaması, dürüstlük kuralı gereği bilgi verilmesi gereken hallerde susması hile sayılmaktadır<sup>653</sup>. Bu hallerde müşteri, esaslı sayılabilecek saik hatasına dayanabileceği gibi, hile nedeniyle de sözleşmeyi iptal edebilir<sup>654</sup>.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin taşıdığı risklerden habersiz müşteriye, yapacağı işlem sonucunda ortaya çıkabilecek muhtemel risklerin anlatılmaması, aksine aslında gerçek olmayan kazanç vaadinde bulunulması halinde aracı kuruluşun hilesi söz konusu olur<sup>655</sup>.

---

<sup>652</sup> **Kırca:** s.113.

<sup>653</sup> **Eren:** s.359; **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.446; **Oğuzman / Öz:** s.94.

<sup>654</sup> **Kütükçü,** Doğan: Sermaye Piyasası Hukuku, C.II, İstanbul 2005, s.213; **Kırca:** s.113.

<sup>655</sup> **Kırca:** s.113; **Penezoğlu:** s.150.

Aracı kuruluşun aslında daha düşük fiyattan almış olduğu menkul kıymetin hızla değer kazanması sonrası müşterisine daha yüksek fiyattan almış gibi göstererek fiyat farkını alması da bir hile halidir<sup>656</sup>.

Aracı kuruluşların hilesinin önlenmesi amacıyla Kurul da düzenleme yapma yoluna gitmiştir. Bu amaçla düzenlenen Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 58/e hükmüne göre aracı kuruluşların, abartılmış, gerçeğe uymayan, müşterilerini veya kamuoyunu yanıltıcı bilgileri içeren herhangi bir ilan ve reklâm ile diğer yazılı ve sözlü açıklamalarda bulunmaları yasaklanmıştır. Ayrıca aracı kurumlar yatırımcıların hak ve yararlarını zedeleyici, iyi niyet kurallarına aykırı hareket edemez ve işlemlerde bulunamazlar, müşterilerin piyasa hakkında bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp bunların alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamazlar ve herhangi bir şekilde gelirlerini artırmak amacıyla müşterilerin gereksiz alım-satım yapmalarına ortam hazırlayamazlar (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.58/1).

SPK 47/A-3'e göre, "Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren; haber yayan; yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler...cezalandırılır.". Bu düzenleme aslında genel nitelikli olup, sermaye piyasasında görülebilecek her türlü işleme uygulanabilecektir<sup>657</sup>. Kanaatimizce aracı kuruluşların hilesinin görüldüğü hallerde de SPK 47/A-3 hükmüne başvurulabilecektir. Dolayısıyla aracı kuruluşun haksız kazanç elde etmek kastıyla yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermesi; yorum yapması ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamaması sebebiyle müşteriye hileye düşürmesi halinde, bu eylemlerde bulunan personel ve yöneticilerinin cezai sorumlulukları bulunmaktadır.

---

<sup>656</sup> **Kütükçü:** C.II, s.211-212.

<sup>657</sup> **Kütükçü:** C.II, s.214.

## C. İkraah

İrade sakatlığı hallerinden bir diğeri ikrahtır. İkraah, bir kişinin istenilen yönde bir irade beyanında bulunmasını sağlamak amacıyla, hukuka aykırı bir şekilde yapılan bir tehditle, kendisinin veya yakınlarından birinin bir kötülüğe maruz kalacağı kanaati uyandırılarak korkutulmasıdır<sup>658</sup>. BK 29/I'e göre, iki taraftan biri, karşı tarafın veya üçüncü bir şahsın hukuka aykırı ve esaslı korkutması sonucu bir sözleşme yaparsa, bu sözleşme korkutulanı bağlamaz.

BK 30 gereği ikrahtan söz edilebilmesi için iradesi sakatlanan kimseye ya da yakınlarına karşı bir tehlike söz konusu olmalıdır. Yapılan tehdit, ağır ve derhal meydana gelecek bir tehlikenin varlığını göstermelidir. Yapılan tehdit hukuka aykırı nitelik taşımalıdır. Ayrıca tehdit ile sözleşmenin kurulması arasında illiyet bağı bulunmalıdır.

Aracılık faaliyetlerinde ikraah halinin görülmesi çok zor olmakla birlikte imkânsız değildir. Örneğin talimatsız olarak birçok alım satım işlemi yapmış bulunan bir aracı kuruluşun, oluşan zarar sebebiyle doğan sorumluluktan kurtulmak amacıyla ordinoları müşterisine silah zoruyla imzalatması halinde ikrahtan söz edilebilir.

## II. Gabin Hali

Bir sözleşmede tarafların edimleri arasında açık bir nispetsizliğin bulunması hali, gabin olarak ifade edilmektedir. Edimler arasında görülen bu oransızlık, bir tarafın müzayaka halinde olmasından veya hiffetinden yahut tecrübesizliğinden yararlanılmasıyla ortaya çıkmışsa, gabin sözleşmenin geçerliliğini etkiler<sup>659</sup>. İrade

---

<sup>658</sup> Eren: s.363; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop: s.449; Oğuzman/Öz: s.97; Reisoğlu: s.106.

<sup>659</sup> Eren: s.377; Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop: s.458; Oğuzman / Öz: s.113; Reisoğlu: s.119-120.



sakatlığı hallerinde olduğu gibi gabin halinde de, zarar gören kişi, bir yıl içinde sözleşmeyi iptal edebilir.

Tarafların edimleri arasındaki açık nispetsizlik, sözleşmenin gabin sebebiyle iptali için yeterli değildir. Ayrıca bu nispetsizlik, zarar gören kişinin özel durumundan, yani zaruret içinde bulunması, tecrübesizliği veya düşüncesizliğinden yararlanılarak meydana getirilmiş olmalıdır (BK 21/I). Gabin halinde karşı tarafın, zarar gören tarafı sömürme kastı bulunmaktadır.

Aracılık faaliyetlerinde gabin, aracılık ücretinin artmasına karşın müşterinin kâr etme ihtimalinin zayıfladığı hallerde daha çok görülmektedir. Özellikle müşterinin aracılık ücretinin nasıl aşırı arttığını anlayamadığı ve bunun kazancına etkisinin ne olacağını kestiremediği aracılık işlemlerinde aracı kuruluş, müşterinin bilgisizliğinden ve deneyimsizliğinden sömürme kastı ile faydalanmaktadır<sup>660</sup>. Bu halde aracı kuruluşun aracılık işlemi karşısında, ödenen ücret çok fahiş kalmaktadır. Gabinin şartlarını taşıyan bu gibi hallerde müşteri sözleşmeyi iptal hakkına sahiptir.

### III. İrade Sakatlığı ve Gabin Hallerine Bağlanan Sonuçlar

Aracılık faaliyetlerindeki müşteri ile aracı kuruluş arasındaki sakat irade ile kurulmuş komisyon sözleşmesi (bireysel sözleşme), iradesi sakatlanan tarafından iptal edilebilir<sup>661</sup>. BK 31/T'e göre iradesi sakatlanan taraf, hata ve hilenin kesin olarak öğrenildiği, ikrahta ise tehdidin ortadan kalktığı andan itibaren bir yıl içerisinde sözleşmeyi iptal etmelidir. Gabin halinde ise, müşteri sözleşmenin yapılmasından itibaren bir yıl içinde iptal hakkını kullanmalıdır. İptal için tanınan bir yıllık süre, hak

---

<sup>660</sup> **Kırca:** s.114.

<sup>661</sup> Doktrinde irade sakatlıklarına bağlanan hukuki sonuca ilişkin başlıca iki teori ileri sürülmüştür. Bunlardan geçersizlik teorisine göre sakat irade ile kurulan sözleşme en baştan geçersizdir. Bir yıllık süre içerisinde bu geçersizlik ileri sürülmezse, sözleşme geçerlilik kazanır. İptal teorisine göre ise sakat irade ile kurulan sözleşme en baştan geçerlidir. Ancak iradesi sakatlanan kişi sözleşmeyi geçmişe etkili olarak iptal ederek, baştan itibaren geçersiz kılabilir. Hukukumuzda hakim görüş iptal teorisini benimsemektedir. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **Eren:** s.369-372; **Tekinay /Akman/Burcuoğlu/Altop:** s.452-454; **Oğuzman / Öz:** s.100.

düşürücü nitelikte olup, hakim tarafından kendiliğinden göz önünde bulundurulur. İptal hakkı kullanılmadığı sürece, sözleşme geçerliliğini devam ettirir.

Aracılık faaliyetlerinde irade sakatlığına ilişkin BK hükümlerinin uygulanmasında, aracılık işlemlerinin kendi hususiyetleri göz önünde bulundurulmalıdır. Şöyle ki, aracılık işlemlerinde alım-satım emri borsaya intikal ettirilmemişse, müşteri emri değiştirebilir ya da geri alabilir. Müşteri, iradesinin sakatlandığını emrin borsaya intikalinden önce öğrenmişse, emri geri alarak iptal edebilir<sup>662</sup>. Emrin borsaya intikal ettirilmesinden önce müşterinin emri geri alması halinde, komisyon sözleşmesini ayrıca iptal etmesi gerekmeyecektir. Kanaatimizce emrin borsaya intikal ettirilmesinden önce hata ve hilenin öğrenilmesi ya da tehdidin ortadan kalkması hallerinde müşterinin verilen emri geri almaması, komisyon sözleşmesine icazet<sup>663</sup> verdiği şeklinde anlaşılmalıdır. Bu halde emrin borsaya iletilmesi ve işlemin gerçekleşmesi sonrasında müşteri komisyon sözleşmesini iptal edememelidir. Zira, BK 25 gereği hataya düşen kimse, dürüstlük kurallarına aykırı şekilde ona dayanamaz. Her ne kadar bu hüküm hata için düzenlenmiş olsa dahi, aracılık faaliyetlerinde hile ve ikrah hallerinde de müşteri, dürüstlük kuralına aykırı şekilde iptal hakkını kullanamamalıdır<sup>664</sup>.

İradesi sakatlanmış müşterinin emri borsaya intikal ettirilmiş olmasına karşın, emirlerin eşleştirilememesi sebebiyle işlem iptal edilmiş de olabilir. Emir gerçekleşmediğinden müşterinin bir zararı da doğmayacaktır. Bu halde ayrıca komisyon sözleşmesinin iptaline de gerek bulunmamaktadır.

Müşteri, borsaya intikal ettirildikten sonra emrini geri alamaz. Bu halde sadece emrini iyileştirebilir. Müşterinin iradesinin sakatlandığını öğrenmesinden sonra emrini iyileştirmesi beklenemez. Ancak iradesinin sakatlandığını öğrendikten sonra müşterinin yine de emrini iyileştirmesi, komisyon sözleşmesine icazet verdiği

---

<sup>662</sup> **Kırca:** s.115.

<sup>663</sup> İcazet, sözleşmenin iptalinden vazgeçildiğine ilişkin bir beyandır. Sözleşmeyi iptal edebileceğini, onunla bağlı olmadığını bilen tarafın, bu sözleşmeyi ifa etmesi veya sözleşme gereği elde edilen hakları kullanması, sözleşmeye icazet verdiğini gösterir. **Reisoğlu:** s.110.

<sup>664</sup> **Kırca:** s.114.

anlamına gelmektedir. Bu halde müşteri, emri iyileştirdikten sonra, BK 25 anlamında dürüstlük kuralına aykırı olarak sözleşmeyi iptal edememelidir.

Emir borsada gerçekleşikten sonra müşteri, irade sakatlığını bilmesine karşın bu emre bağlı elde ettiği sermaye piyasası aracını ya da nakdi kullanabilir. Bu halde de müşterinin komisyon sözleşmesine icazet verdiği kabul edilmelidir.

Emrin borsada gerçekleşmesinden sonra müşteri, hata ve hileyi öğrendiği veya tehdidin ortadan kalktığı anda sözleşmeyi derhal iptal etmelidir. Müşterinin, sözleşmeyi iptal etmeyip borsadaki fiyatların kendi lehine gelişmesini beklemesi ve fiyatların kendi aleyhine gelişme göstermesi sonucunda iptal beyanında bulunması da, BK 25'e göre hakkın kötüye kullanılması kabul edilmelidir<sup>665</sup>. Bu halde müşterinin bir yıllık süre içinde iptal hakkını kullanması beklenemez.

Emrin borsada gerçekleşmesinden sonra, müşterinin dürüstlük kuralına uygun olarak komisyon sözleşmesini iptal etmesi halinde, bu durum müşteri ile aracı kuruluş arasında hüküm ve sonuç doğuracaktır. Komisyon sözleşmesinin iptali, borsada gerçekleşen alım-satım sözleşmesinin geçerliliğini etkilemez. Bu alım-satım işlemi sebebiyle aracı kuruluşun sorumluluğu devam etmektedir<sup>666</sup>. Komisyon sözleşmesi ise yapıldığı andan itibaren geçersiz hale gelir.

Komisyon sözleşmesinin irade sakatlığı nedeniyle iptal edilmesi halinde, aracı kuruluş müşteri adına vekâletsiz iş görmüş kabul edilecektir. Zira, komisyon sözleşmesinin iptali ile birlikte aracı kuruluşun, müşteri adına borsada yaptığı alım satım işleminin hukuki bir dayanağı kalmayacaktır. Dolayısıyla komisyon sözleşmesinin iptali sebebiyle müşteri ile aracı kuruluşun birbirlerine yöneltecekleri taleplere, BK 410-414. maddelerinde düzenlenen vekâletsiz iş görmeye ilişkin hükümler uygulanmalıdır<sup>667</sup>.

---

<sup>665</sup> **Kırca:** s.114.

<sup>666</sup> **Kırca:** s.115.

<sup>667</sup> **Kırca:** s.115-116.

İş görenin, iş sahibinin menfaatine ve gerçek veya varsayılan amacına uygun hareket etmesine, “caiz olan vekâletsiz iş görme” denir. Hâlbuki iş gören kimsenin, iş sahibinin menfaatine uygun olmayan ya da açıkça yasaklamasına aykırı olan veya kendisine menfaat sağlamak üzere iş görmesi ise “caiz olmayan vekâletsiz iş görme” olarak ifade edilmektedir<sup>668</sup>.

Müşterinin hata yapması halinde aracı kuruluş, müşterinin amacına uygun hareket etmektedir. Bu nedenle müşteri hatalarında caiz olan vekâletsiz iş görmenin varlığı kabul edilmelidir. Ancak aracı kuruluşun (vasıtanın) hatasında, aracı kuruluşun müşterinin menfaatine uygun hareket etmiş sayılamayacağından, kanaatimizce caiz olmayan vekâletsiz iş görme söz konusudur. Hile, ikrah ve gabin hallerinde de aracı kuruluş, kendisine menfaat sağlamak kastıyla hareket etmekte, müşterinin menfaatine uygun davranmamaktadır. Dolayısıyla bu hallerde de caiz olmayan vekâletsiz iş görme hükümleri uygulanmalıdır<sup>669</sup>.

Müşterinin hatası halinde caiz olan vekâletsiz iş görme hükümlerinin uygulanması gerektiğinden, aracı kuruluş yaptığı ve durumun gereklerinin haklı gösterdiği tüm zorunlu ve faydalı masrafları isteyebilir (BK 413/I). Dolayısıyla aracı kuruluş bir menkul kıymet almış, fakat komisyon sözleşmesinin iptali sebebiyle zararına satmış ise, bu alım satım farkını müşteri tazmin etmelidir. Bir opsiyon alımında ödenen prim, takas merkezine yatırılan başlangıç ve sürdürme teminatları zorunlu masraflardan olup aracı kuruluşa ödenmesi gerekir. Pozisyonun ters işlem ile kapatılması sonucu ortaya çıkacak fark yine müşteri tarafından ödenmelidir. Ayrıca sözleşme gereğince bir ücret ödenmesi gereken hallerden sayılması sebebiyle müşteri, aracı kuruluşa aracılık ücretini de ödemelidir<sup>670</sup>.

Aracı kuruluşun almış olduğu menkul kıymetleri, komisyon sözleşmesinin iptali sebebiyle satması ve sonuçta kazanç sağlaması halinde bunun müşteriye ödenmesi gereklidir. Aynı şekilde vadeli veya opsiyon işlemlerinden elde edilen kazançlar, mal ya da nakit olarak müşteriye devredilmelidir (BK 414). Ayrıca aracı

---

<sup>668</sup> **Yavuz:** s.792,799; **Zevkliler:** s.376; **Tandoğan:** s.676-677.

<sup>669</sup> **Kırca:** s.116.

<sup>670</sup> **Yavuz:** s.798; **Zevkliler:** s.377; **Tandoğan:** s.682.

kuruluş, aracılık işleminin gidişatı ve sonucu hakkında müşteriye bilgilendirmelidir<sup>671</sup>.

Aracı kuruluşun hatası ile hile, ikrah ve gabin hallerinde caiz olmayan vekâletsiz iş görme hükümler uygulanacaktır. Caiz olmayan vekaletsiz iş görmeye, iş sahibi vekaletsiz görülen işten elde edilen menfaatleri isteme hakkına sahiptir. Bu halde iş görenin talep edebileceği masraf ve ücret, iş sahibinin temellük etmek istediği menfaatlerle veya bu iş görme sonucu malvarlığında gerçekleşen zenginleşme ile sınırlı olur. Ayrıca iş gören zararının elde edilen kârla mahsubunu talep edebilir. Hâlbuki hiçbir kâr elde edilmediği hallerde iş gören zararının tazminini talep edemez<sup>672</sup>.

Aracılık faaliyetlerinde müşteri, komisyon sözleşmesini iptal ettiğinde, menfi zararının tazminini isteyebilir<sup>673</sup>. Aracı kuruluş, almış olduğu ücreti ve kullanmış olduğu müşteriye ait nakit ve sermaye piyasası araçlarını, varsa opsiyon primi ve teminatları iade etmekle yükümlüdür. Aracı kuruluş, yaptığı masrafları da isteyemeyecektir<sup>674</sup>.

Müşterinin aracılık işleminden elde edilen menfaatleri istemesi halinde ise, aracı kuruluş yapmış olduğu bütün masrafları elde edilen kazançtan mahsup edebilir. Aracı kuruluş, müşterinin talep ettiği hasıl olan menfaatlerle sınırlı kalmak kaydıyla aracılık ücretini isteyebilmelidir<sup>675</sup>.

---

<sup>671</sup> **Yavuz:** s.796; **Zevkliler:** s.377; **Tandoğan:** s.681.

<sup>672</sup> **Yavuz:** s.800-801; **Tandoğan:** s.683.

<sup>673</sup> **Yavuz:** s.801; **Kırca:** s.117.

<sup>674</sup> **Tandoğan:** s.683; **Kırca:** s.117.

<sup>675</sup> **Yavuz:** s.801. Aksi yönde bkz. **Kırca:** s.117.

### § 3 YATIRIMCI VARLIKLARININ KORUNMASI

#### I. Genel Olarak

Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık işlemlerinin yapılabilmesi için, aracı kuruluş nezdinde bir yatırım hesabı açılması ve bu hesaba belli miktarda nakit para yatırılması ya da işlem görecekt menkul kıymetlerin teslim edilmesi gerekmektedir. Aracılık faaliyetleri sırasında işlem görecekt bu menkul kıymetler İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.de saklanmaktadır. Bu amaçla aracı kuruluşlar, Takasbank'ta kendi adlarına saklama hesabı açtırlar. Aracı kuruluş adına açılan saklama hesabına bağı alt hesaplarda ise müşteri adına ayrı bir hesap daha bulunmaktadır.

Aracı kuruluş, müşteri ile sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmesini imzaladıktan sonra, yatırılan nakit para ile Takasbank nezdinde saklanan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmaya yetkili hale gelmektedir. Aracı kuruluş kendi menfaati doğrultusunda müşteriye ait nakit para ve menkul kıymetleri şirket portföyünde, aracı kuruluşun yöneticisi, ortakları ve diğert müşterilerinin hesaplarında, ödünç ve kredi işlemlerinde, giderlerini karşılamada haksız ve yetkisiz kullanabilmektedir<sup>676</sup>. Aracı kuruluş, daha sonra mali olarak kötü duruma düştüğünde, yatırımcının bu varlıklarını da iade edememektedir. Bu durum karşısında yatırımcının telafisi güç zararlara uğraması mümkündür.

Aracı kuruluşların müşteri varlıklarını yetkisiz kullanımları yanında, ödeme güçlüğüne düşmeleri veya iflas etmeleri hallerinde de müşteri varlıklarını korumaya yönelik bir takım mekanizmalara ihtiyaç duyulmuştur. Yatırımcı varlıklarının korunması, yatırımcılar ve sermaye piyasası otoritelerince doğrudan otokontrol sağlayan mekanizmaları gerektirmiştir<sup>677</sup>. Bu nedenle kanun koyucu yatırımcı

---

<sup>676</sup> **Uludağ**: s.111.

<sup>677</sup> **Ergincan**, Yakup: "Protecting Investors and Lessening Moral Hazard in Capital Markets by Using Mobile Communications and Internet Technologies and the Role of Central Registry Agency of Turkey", Journal of Economic and Social Research 7(1), İstanbul 2005, s.32.

varlıklarının korunması ve sermaye piyasalarına duyulan güvenin devam ettirilmesi amacıyla bir takım düzenlemeler yapma yoluna gitmiştir.

Yatırımcı varlıklarının korunmasına yönelik düzenlemelerin yanı sıra, müşteriler de çalıştıkları aracı kuruluş nezdindeki varlıkları korumaya yönelik bir takım tedbirler alabilirler. Örneğin yatırımcı varlıklarına gelebilecek olası zararlara karşı özel sigorta yaptırılabilir. Hatta bu tür özel sigortaların yaptırılması düzenleyici otoriteler tarafından da zorunlu tutulabilir<sup>678</sup>.

Yatırımcı, çalışacağı aracı kuruluş ile aracılık çerçeve sözleşmesi imzalama aşamasında, varlıklarını koruma altına almak amacıyla teminat mektubu, ipotek gibi bir takım güvencelerin verilmesini de talep edebilir<sup>679</sup>. Bilindiği gibi uygulamada aracı kuruluşlar, yatırımcılara genel işlem şartlarını taşıyan, standart sözleşme niteliğinde çerçeve sözleşmeler imzalatmaktadır. Yatırımcıların, aracı kuruluşlar ile bu sözleşmelerin içeriğini tartışma imkânları dahi bulunmamaktadır. Bu sebeple yatırımcının, aracı kuruluş ile bir takım güvencelerin verildiği ayrı bir sözleşmeyi imzalama olasılığı zayıftır.

## II. Yatırımcıları Koruma Fonu

Aracı kuruluşun herhangi bir nedenle ödeme gücüne düşmesi veya iflas etmesi halinde, bu kuruluşlarda hesabı bulunan müşterilerin nakit para ve sermaye piyasası araçları riske girmektedir. Aracı kuruluşun ödeme gücüne düşmesinin birçok nedeni bulunmaktadır. Bu nedenlerin başında gelirlerin giderleri karşılamaması, aracılık yüklenimi yöntemi ile yapılan halka arza aracılıkta satışı taahhüt edilen senetlerin satılamaması, bazı müşterilerin aracı kuruluşa olan yükümlülüklerini yerine getirmemesi, müşteri varlıklarının başka amaçlarla kullanılması, açığa repo işlemi yapılması, portföy yöneticiliğinin mevduat

---

<sup>678</sup> **Kılıç:** s.31-32.

<sup>679</sup> Bu tür güvenceler, aracı kuruluş nezdinde itibarı yüksek olan yatırımcılar tarafından istenebilir. Ayrıca aracı kuruluş tarafından verilecek bu güvenceler yatırımcıya ek maliyetler de getirecektir. **Kılıç:** s.32.

toplanması amacıyla kullanılması, acentelerin faaliyetlerinden doğan sorumluluklar yer almaktadır<sup>680</sup>.

Türk sermaye piyasasında 1994 yılında yaşanan krizde birçok aracı kurum ödeme gücüne düşmüştür. Bu dönemde 13 aracı kurumun müşterisi olan 20.000'in üzerinde yatırımcının yaklaşık 121.3 milyon dolar<sup>681</sup> alacağının büyük bir bölümü karşılanamamıştır. Aracı kurum müşterilerinin varlıklarını korumaya yönelik teminatlar yetersiz kalmıştır. Yatırımcıların büyük bir kısmı senelerce alacaklarını alamamaları ve sonuçta büyük zararlara uğramaları, sermaye piyasasına duyulan güveni de azaltmıştır<sup>682</sup>.

Aracı kuruluşların ödeme gücüne düşmeleri veya iflas etmeleri halinde, yatırımcı varlıklarının iadesi hususunda getirilen tedbirlerin yetersiz kalması ve sermaye piyasalarına duyulan güvenin kaybedilmesi, yatırımcı varlıklarını koruyan bir sistemin varlığını gerektirmiştir. Bu eksikliğin giderilmesi amacıyla, Sermaye Piyasası Kanunu'nda 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle eklenen 46/A maddesi uyarınca "Yatırımcıları Koruma Fonu" (Fon) kurulmuştur. Ayrıca Fon'un yönetim ve çalışma esaslarını düzenleyen "Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği" de 21.06.2001 tarih ve 24439 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Fon, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'nin 21.10.2001 tarihinde kurulması ile faaliyete geçmiştir.

Fon'a ilişkin düzenlemelerde, Bankacılık Kanunu'nda düzenlenen Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu esas alınmıştır. Ancak bu düzenlemelerde sermaye piyasasının ve kurumlarının özellikleri göz önünde bulundurulmuştur. Fon ile getirilen sistemin temel özelliği, devletin katkısının bulunmaması, dolayısıyla devlete

---

<sup>680</sup> **Ergincan:** s.32. Aracı kuruluşların ödeme gücünü düşmeleri hakkında geniş bilgi için bkz. **Kılıç:** s.86-89; **Tevetoğlu,** Mete: Mali Durumu Bozulan Aracı Kurumlarda Alınacak Tedbirler ve Özellikle Tedrici Tasfiye, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi, İstanbul 2006, s.52-74.

<sup>681</sup> 2005 yılı itibariyle son on yılda aracı kuruluşların müşterilerine olan taahhütlerini karşılayamaması nedeniyle 50.000 yatırımcı, yaklaşık 150 milyon dolar zarara uğramıştır. **Ergincan:** s.34.

<sup>682</sup> **Kılıç:** s.111-113; **Küçüksözen:** s.185.



herhangi bir yük getirmemesidir. Esas itibariyle aracı kuruluşların katkıda bulunmasıyla, Fon'un riskinin azaltılması için üyeler arasında etkin bir otokontrol mekanizması kurulmaktadır.

Dünyada bu tür güvence fonları, aracı kuruluşların müşterilerine olan taahhütlerinin kısmen dahi olsa karşılanması amacıyla kurulmaktadır. Bu fonların gelirleri çoğunlukla piyasa üyelerinin ödemeleri ile karşılanmaktadır. Güvence fonlarının yönetimlerinin ödeme gücüne düşen araçlardan bağımsız olması, maliyetinin piyasa üyeleri arasında dağıtılması ve müşteri zararlarının belirli bir limite kadar kesin korunması gibi avantajları bulunmaktadır.

Güvence fonlarının bir takım dezavantajları da görülmektedir. Aracı kuruluşlar, ödeme gücüne düşme risklerinin çok düşük olmasına karşın fona katılma yükümlülüğü ve yıllık ödentiler nedeniyle büyük bir maliyetin altına girmektedirler. Ayrıca aracı kuruluş, güvence fonun varlığını düşünerek daha fazla da risk yüklenebilmektedir. Bu durum güvence fonunun kuruluş amacına ters düşmektedir<sup>683</sup>.

#### **A. Fonun Amacı**

Yatırımcıları Koruma Fonu'nun amacı, tedrici tasfiyeye tabi tutulan veya haklarında iflas kararı verilen aracı kurumların ve Bankacılık Kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla Bakanlar Kurulu kararıyla faaliyetleri durdurulan SPK 50/a hükmü kapsamındaki bankaların sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerini ve SPK 46/B'de düzenlenen görevleri yerine getirmek ve tasfiye giderlerini karşılamaktır (SPK 46/A).

Haklarında tedrici tasfiye veya iflas kararı verilen aracı kuruluşların müşterilerinin hisse senedi ve hisse senedinden doğan nakit alacakları, Fon tarafından ödenmektedir. Böylece küçük yatırımcıların, mali durumu bozulan aracı

---

<sup>683</sup> **Kılıç:** s.31; **Ergincan:** s.37.

kuruluşlardan kaynaklanan risklere ve uğramaları muhtemel zararlara karşı korunması ile sermaye piyasalarına güvenin artırılması hedeflenmiştir.

### **B. Fonun Yönetimi**

Fon, sermaye piyasası araçlarının kaydını tutmakla görevli Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından idare ve temsil olunur. Fon'un denetimi ise Sayıştay tarafından yapılır. Sermaye Piyasası Kurulu da, Fon'un hesap ve işlemlerini incelemeye ve denetlemeye, bu hususta Fon'dan her türlü bilgi ve belgeyi istemeye yetkili kılınmıştır. Kurul, inceleme ve denetim sonuçlarına göre, gerekli gördüğü hususların yerine getirilmesini Fon'dan isteyebilir. Ayrıca Fon'un yönetiminin Kurul'a devredilmesini ilgili Bakandan talep eder. İlgili Bakan, gerekli görülmesi halinde Fon yönetiminin geçici veya sürekli olarak Kurul'a devrine karar verebilir (SPK 46/A/III, IV, V).

### **C. Fonun Kapsamı**

Fon'un koruma kapsamında, sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle hisse senedi işlemlerinden doğan ve gerçek ve tüzel kişi yatırımcı tarafından satılmak, saklanmak, yönetilmek, virman edilmek, ödünç işlemlerine konu edilmek üzere veya diğer nedenlerle aracı kuruluşlara tevdi edilen veya müşteri emrine istinaden alınan hisse senetleri ile yatırımcı tarafından hisse senedi satın alınmak üzere veya satın alınan hisse senetleri karşılığında tevdi edilen nakit ya da gerçek ve tüzel kişi yatırımcıya ait hisse senedinin satılmasından sağlanan nakit yer almaktadır. Ayrıca hisse senetlerinin sağladığı temettü, bedelsiz pay alma ve bedeli ödenen yeni pay alma gibi mali haklardan kaynaklanan hisse senedi ve nakit ile hisse senedini temsilen ihraççı ortaklıklar tarafından verilen belgeler de bu koruma kapsamındadır. Ancak nemalandırma ve diğer amaçlarla hisse senedi işlemleri dışında herhangi bir işleme konu edilen nakitler, koruma kapsamında kabul edilmemiştir (Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği, m.4/I, II, III).

Aracı kuruluşların Fon'a katılmaları bakımından aracı kurumlar ile bankalar arasında bir ayırım yapılmamıştır. Bütün aracı kuruluşların Fon'a katılmaları zorunlu tutulmuştur (SPK 46/A/I). Bu anlamda, bütün aracı kurumların Fon'a katılmaları gerekiyken, sadece SPK 50/a hükmü kapsamında kendi menkul kıymetlerini halka arz eden bankalar ile sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankalar Fon'a katılmaları gereklidir. SPK 46/A/I ve 50/a hükümleri birlikte değerlendirildiğinde kendi menkul kıymetlerini halka arz eden bankalar, sermaye piyasası faaliyetlerinde de bulunuyorlarsa Fon kapsamında kabul edilmelidirler.

Haklarında tedrici tasfiye veya iflas kararı verilen aracı kurumların ve faaliyetleri durdurulan bankaların yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerinin 2009 yılı için 57.874,00 TL'ye kadar olan bölümü Fon tarafından karşılanır. Bu tutar, her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır (SPK 46/B/IX; YKfy 4/IV; AKTTUEHY 11, 24).

#### **D. Fonun Gelirleri**

Fonun gelirleri; aracı kuruluşların yatıracığı yıllık ödentiler, Kurul, menkul kıymetlerin işlem gördüğü borsalar ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği tarafından verilen idari para cezalarının tahsil edilen kısmının yüzde ellisi, tutarı Kurul tarafından belirlenen geçici ödentiler, Fon varlığının getirisi ve diğer gelirlerden oluşur. Fon'un gelirleri ve işlemleri her türlü vergi, resim ve harçtan muaftır. Ayrıca Fon varlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez, üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez (SPK 46/A/IV, V, IX).

Fon'a aracı kuruluşlarca yatırılacak yıllık ödentilerin tutarı, yıllık hisse senedi işlem hacimlerinin parasal miktarının onbinde birini aşmayacak şekilde Kurul tarafından belirlenir. Dolayısıyla Kurul'a bu azami sınırı aşmamak kaydıyla, aracı kuruluşların türü ve risk durumları itibariyle farklı oranlar üzerinden ödeme yapılmasını istemeye yetkisi verilmiştir. Aracı kuruluşların yapacağı bu ödentilerin,

ilgili yılı izleyen yılın ikinci ayı sonuna kadar, geçici ödentilerin Kurul tarafından belirlenecek sürede Fon hesabına yatırılması gerekir. Süresinde yatırılmayan ödentilere her ay için bir önceki aya ilişkin Devlet İstatistik Enstitüsü Tüketici Fiyat Endeksindeki artışın üç katını aşmamak kaydıyla Kurul tarafından belirlenecek oranda gecikme faizi uygulanır (SPK 46/A/ VI, VII).

Fon varlığı, ihtiyacı karşılamaya yetmediği takdirde, aracı kuruluşlardan, daha sonraki yıllarda yapacakları ödentilere mahsuben, bir önceki yıldaki hisse senedi işlem hacimlerinin parasal miktarının onbinde birine kadar geçici ödenti talep edilebilir. Bu ödentinin ihtiyacı karşılamakta yetersiz kalması halinde, bakiye kısım için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından Fon'a avans verilir (SPK 46/A/VIII).

### III. Tedrici Tasfiye

Yatırımcı varlıklarını korumaya yönelik bir diğer mekanizma tedrici tasfiyedir. Aracı kurumların mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespit edilmesi halinde, Kurul bir takım tedbirleri almaya yetkilidir. Bu tedbirlerin de sonuçsuz kalması halinde, mali durumu kötüleşen aracı kurum hakkında Kurul tarafından tedrici tasfiye kararı verilir. Tedrici tasfiye ile aracı kurumun mali yapısının daha fazla kötüleşerek, yatırımcı varlıklarının uğraması muhtemel zararların da önüne geçilmeye çalışılmaktadır.

Tasfiye, ortaklığın dış ilişkileri ile ortaklar arasındaki ilişkiler sonucunda kurulan hukuki ve mali bağların çözülmesi ve sona erdirilmesidir<sup>684</sup>. Tasfiye faaliyeti, hem ortaklık alacaklılarının menfaatlerini korumaya yönelik kamu amaçlı, hem de ortakların menfaatlerini korumaya yönelik özel amaçlı bir işlemdir<sup>685</sup>. Tasfiye işleminin kapsamında, alacakların tahsili, borçların ödenmesi, malların paraya çevrilmesi, yarım kalan işlerin tamamlanması, elde edilen safi mevcudun ilgililere dağıtımı yer almaktadır.

<sup>684</sup> **Menekşe**, Ayhan: Türk Hukukunda Tedrici Tasfiye, Ankara 1993, s.2.

<sup>685</sup> **Karahan**, Sami: Anonim Şirketlerde Tasfiye, Konya 1998, s.15.

Tedrici tasfiye ise, ortaklığın hesap ve işlemlerinin incelenmesi suretiyle, aktif ve pasif malvarlığı arasındaki farkın tespit edilmesi ve borçların aşamalı olarak sona erdirilmesidir<sup>686</sup>. Tedrici tasfiye, kapsam ve amaç gibi bazı yönlerden tasfiyeden farklılık göstermektedir. Bu nedenle tedrici tasfiye, her ortaklık tipi için uygulanabilir değildir<sup>687</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 46/B maddesinde aracı kurumların tedrici tasfiyesi düzenlenmiştir<sup>688</sup>. Aracı kurumlar, anonim şirket olmaları sebebiyle, Türk Ticaret Kanunu hükümlerine göre tasfiye edilir. Aracı kurumların tedrici tasfiyesi ise istisnai bir durumdur. Kurul, SPK 46/I,h hükmü uyarınca yetkileri kaldırılan aracı kurumların tedrici tasfiyesine karar verebilir (SPK 46/B/I). Aracı kurumların tedrici tasfiye karar ve işlemlerinde Türk Ticaret Kanunu, İcra ve İflas Kanunu ve diğer mevzuatın tasfiye ile ilgili hükümleri uygulanmaz.

Tedrici tasfiye<sup>689</sup>, aracı kurumların mal varlığını işin niteliğine göre aynen veya nakde çevirmek suretiyle elde edilen bedeli tahsis ederek, Kanun çerçevesinde yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı olan nakit

---

<sup>686</sup> **Tevetoğlu:** s.84.

<sup>687</sup> **Tevetoğlu:** s.85.

<sup>688</sup> SPK 46/B maddesinde aracı kuruluşlardan sadece aracı kurumların tasfiyesi düzenlenmiştir. Bu nedenle aracı kurumlar dışında kalan sermaye piyasası kurumlarının Fonla ilgileri bulunmadığından, tedricî tasfiyeleri Kurul tarafından gerçekleştirilecektir. SPK 46/B maddesinde esas itibariyle, aracı kurumların tedricî tasfiye yöntemi düzenlendiğinden, diğer kurum ve kuruluşların tedricî tasfiye yöntemlerini, türleri itibariyle belirleme hususunda Kurul'a yetki tanınmıştır (SPK 46/B/son). Bankaların ise tedrici tasfiyesi söz konusu değildir. Bankalar sermaye piyasası işlemleri yapsalar dahi, Bankacılık Kanunu'nda düzenlenen özel tasfiye hükümlerine tabidirler. Ancak Yatırımcılar Koruma Fonu, bankanın hisse senedi alacaklılarına, yapılan tasfiye esnasında ödemede bulunur (SPK 46/B/VII).

<sup>689</sup> Aracı kurumlar için tedrici tasfiye yöntemine ihtiyaç duyulmasının nedeni, genel hükümlerdeki tasfiye prosedürünün sermaye piyasasının yapısına uymaması, piyasada güven ilkesinin zedelenmesine yol açmasıdır. 1997 yılına kadar aracı kurumların tasfiyesinde genel hükümlerdeki tasfiye prosedürü uygulanmış, ancak hiçbirinin tasfiyesi sonuçlandırılmamıştır. Bu durum karşısında binlerce yatırımcı mağdur olmuş ve sermaye piyasası kurumlarına duyulan güven kaybedilmiştir.

ödeme ve sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini tasfiye etmek amacıyla getirilmiştir (SPK 46/B/II).

### **A. Tedrici Tasfiyeyi Gerektiren Haller**

Kurul, yaptığı inceleme ve denetlemeler sonucunda, aracı kurumların, mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunu tespit etmesi halinde, verilecek uygun süre içinde, mali durumlarının güçlendirilmesini istemeye; kurum görevlilerinin imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya; verilen bu süre içinde, bu kurumlar tarafından gerekli tedbirlerin alınmaması halinde veya mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespiti halinde gerekli tedbirleri almaya, herhangi bir süre vermeksizin kurumların faaliyetlerini geçici olarak durdurmaya veya sürekli olarak durdurarak yetkilerini kaldırmaya yetkilidir. Bu tedbirlerden netice alınmadığı takdirde, yani aracı kurumların kendilerine verilen süre sonunda mali yapılarını güçlendirmek için gerekli tedbirleri almamaları veya mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak derecede zayıflaması halinde Kurul, tedrici tasfiyelerine karar verebilir. Tasfiyenin bitmesini takiben gerektiğinde veya tedrici tasfiyeye gitmeksizin doğrudan iflaslarını da isteyebilir (SPK 46/I,h).

Aracı kurumların mali yapılarının zayıflaması veya mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak derecede zayıflamış olması halleri tasfiye kararının alınmasında göz önünde tutulan iki kıstastır. Hukukumuzda ortaklıkların mali durumlarının bozulması “borca batıklık”, “aciz hali” ve “ödemelerin durdurulması” kavramları ile nitelendirilmiştir. Aracı kurumların tedrici tasfiyesini karar verilirken bu kavramlar yerine mali yapıların zayıflaması ve mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak derecede zayıflaması ifadelerinin kullanılması, tedrici tasfiyeye karar verilecek hallerin sınırlandırılmaması ve uygulama alanının geniş tutulmasından kaynaklanmaktadır<sup>690</sup>.

---

<sup>690</sup> **Menekşe:** s.14; **Tevetoğlu:** s.100-101.

## **B. Tedrici Tasfiye Kararı ve İlanı**

Aracı kurumların tedricî tasfiyesine karar verme yetkisi, Sermaye Piyasası Kurul'una aittir (SPK 46/B/I). Kurul, tedrici tasfiye kararını aynı gün ilgili aracı kuruma, Merkezi Kayıt Kuruluşuna, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına, Takasbank'a, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliğine, Türkiye Bankalar Birliğine ve Yatırımcıları Koruma Fonu'na bildirir (AKTTUEHY, m.4/I).

Tedricî tasfiyeye ilişkin işlemler, Yatırımcıları Koruma Fonu tarafından yürütülür (SPK46/h; 46/B/I). Tedrici tasfiye kararından sonra, aracı kurumun yasal organlarının görev ve yetkileri, tasfiye işlemleri sonuçlanıncaya kadar Fon tarafından yerine getirilir (SPK 46/B/III). Tedrici tasfiye kararı Fon tarafından, aracı kurumun alacaklılarının haklarını gösterir belgelerle başvurmaları için ilan edilir. Alacaklıların Fon'a başvuru süresi ve esasları ile aracı kuruma yapılacak olan bütün ödemelerin sadece Fon'a yapılması gerektiği ilanda belirtilir (AKTTUEHY, m.4/I).

Tedrici tasfiye işlemleri, Fon tarafından yürütülmekle birlikte, ihtiyaç duyulması halinde, Fon'un talebi üzerine, tedrici tasfiye işlemlerinde yardımcı olmak amacıyla Kurul, İMKB, Takasbank ve TSPAKB yeterli sayıda personel görevlendirebilir.

## **C. Tedrici Tasfiye İşlemlerinde Müşteri Alacaklarının Ödenmesi**

### **1. Malvarlığının Tespiti**

Aracı kurumun malvarlığının muhafaza edilerek tedrici tasfiye gayesine uygun olarak kullanılabilmesi için, malvarlığın tespit edilmiş olması gerekir. Kurul tarafından tedrici tasfiye kararının verilmesinden sonra, Fon aracı kurumun malvarlığının tespitine başlar. Fon, aracı kurumun aktif ve pasifini belirleme amacıyla, kayıtlar üzerinde, merkez, şube, acenta ve irtibat büroları nezdinde inceleme yapar (AKTTUEHY, m.11/I).

Aracı kurumun, tasfiye kapsamında yer alan yükümlülüklerinden nakit borçları, tedrici tasfiye kararının verildiği tarihteki anapara ve işlemiş faizleri toplamı üzerinden belirlenir. Sermaye piyasası aracı teslim borçları ise, aynen teslimin yapılamayacağı hallerde, varsa teslimde temerrüde düşülen tarihteki, aksi halde tedrici tasfiye kararının verildiği gündeki piyasa değeri itibariyle bulunacak nakit değerleri üzerinden hesaplanır. Aracı kurumun tedrici tasfiye kararının verilmesinden sonra vadesi gelen sözleşmelerinden doğan hak ve borçları da, vadeleri itibariyle tespit edilir. Aracı kurumun, vadeli borçlarına vadeden, diğer borçlarına ise tedrici tasfiye karar tarihinden itibaren 4489 sayılı Kanunla değişik 3095 sayılı Kanuni Faiz ve Temerrüt Faizine İlişkin Kanununun 2 nci maddesinin ikinci fıkrasında öngörülen oranda kanuni temerrüt faizi yürütülür. Mevzuat uyarınca aracı kurum tarafından verilmiş teminatlar da, aktifin hesabında dikkate alınır (AKTTUEHY, m.11/I).

Tedrici tasfiye kararını takiben mevzuat uyarınca verilmiş teminatlar, talep üzerine ilgili kuruluş tarafından 10 iş günü içinde nakde çevrilerek Fon'a ödenir. Ancak tedrici tasfiye kararı ile sonuçlanan faaliyet durdurma kararı tarihinde Borsa mevzuatı kapsamında incelemesi devam eden uyuşmazlıklar için, İMKB tarafından, sermaye piyasası faaliyetleri kapsamındaki müşteri alacakları ile sınırlı olarak uyuşmazlık konusu müşteri alacağının, Kanununun 46/B maddesinin aracı kurumların yükümlülüklerinin tespitine ilişkin hükümleri uyarınca belirlenmiş tutarı kadar teminat bloke edilir. Kalan kısım ise Fon'a ödenir (AKTTUEHY, m.11/II).

Aracı kurumun İMKB'de gerçekleştirdiği işlemler nedeniyle oluşan, diğer İMKB üyelerinin ve müşterilerinin teminat kapsamındaki alacakları da İMKB tarafından nezdindeki teminatlardan karşılanarak Takasbank'a ödenir. Malvarlığı içinde bulunan menkul ve gayrimenkullerin değer tespiti için, mahkemeye veya Kurul tarafından listeye alınmış ekspertiz şirketlerine başvurulabilir (AKTTUEHY, m.11/III, V).



## **2. Hak Sahiplerinin ve Alacak Tutarlarının Tespiti**

Tedrici tasfiyenin bir diğer aşaması hak sahiplerinin ve alacak tutarlarının belirlenmesidir. Fon, aracı kurumun tedrici tasfiyesi kapsamında yer alan gerçek hak sahiplerini ve alacak tutarlarını, Kurul'daki kayıtlar, aracı kurumun kayıtları, bu kuruluşun ilgili olduğu diğer resmi ve özel kurumların kayıtları ile güvenilir bulunan diğer bilgi ve belgelere dayanarak tespit eder. Ayrıca Fon, İcra ve İflas Kanunu'nun 278, 279 ve 280 inci maddelerinde yazılı hallerin varlığı halinde, iptal davası da açabilir (SPK 46/B/VI; AKTTUEHY, m.12/I) .

Aracı kurumun tedrici tasfiyesi kapsamında gerçek hak sahibi ve alacak tutarları belirlenirken, aynı kişiye ait tasfiye kapsamında olduğu tespit edilen alacak ve borçlar mahsup edilir. Ödenecek avans tutarlarının hesabında mahsuptan sonraki net alacak tutarı esas alınır (AKTTUEHY, m.12/II).

## **3. Alacaklılar Cetveli ve Kısmi Dağıtım**

Hak sahiplerinin ve alacak tutarlarının tespitinden sonra alacaklılar cetvelinin hazırlanması gerekir. Fon, nakit ödemelere ve sermaye piyasası aracı teslimlerine esas olmak üzere, tedrici tasfiye kararından itibaren en geç 6 ay içinde alacaklılar ile alacak miktarını gösteren bir alacaklılar cetveli hazırlar. Bu cetvelde aracı kuruma sermaye piyasası işlemleri nedeniyle borçlu olanlar ile borç miktarları da yer alır.

İlgililer, alacaklılar cetveline kendi alacakları için ilan tarihinden itibaren 30 gün içinde Fon'a itiraz edebilirler. Alacaklılar cetvelinde yer almayan alacaklar, tedrici tasfiyenin kapanmasına kadar dikkate alınır. Geç kalmadan kaynaklanan masraflar alacaklıya aittir. Alacaklıların bu masrafları peşin olarak ödemeleri istenebilir. Fon, alacağı kabul ederse alacaklılar cetvelini düzeltir ve bunu alacaklılara bildirir (AKTTUEHY, m.13/I, III).

Fon, alacaklılar cetvelinin hazırlanmasından önce, incelemenin sürdürülmesinde yarar görülmediği durumlarda alacaklı oldukları tespit edilen,

sermaye piyasası araçları kendi adlarına mevcut saklama hesaplarında saklanmakta olan ve Fona yaptıkları başvuruda Fon tarafından belirlenen alacak miktarı ile tamamen veya kısmen uyumlu talepte bulunan alacaklılara ilişkin olarak kısmi bir alacaklılar listesi hazırlayabilir. Söz konusu sermaye piyasası araçları, ilanı izleyen 30 gün süresince alacaklılara dağıtılır. Aracı kuruma borçlu olanlara bu şekilde ödeme yapılmaz.

#### **4. Saklama Hesaplarındaki Sermaye Piyasası Araçlarının Dağıtımı**

Aracı kurum nezdinde hesabı bulunan müşterilerin bazılarının hesabında alacağını karşılamaya yetecek hisse senedi bulunabilir. Tedrici tasfiyenin başlangıcında, öncelikle bu müşteri saklama hesaplarındaki sermaye piyasası araçlarının hak sahiplerine dağıtılması gerekir. Bu amaçla alacaklılar cetvelinin ilanı tarihini takip eden 30 uncu günden itibaren müşteri hesabına saklanan sermaye piyasası araçları, münhasıran bu hesap sahiplerine olan yükümlülüklerin karşılanmasında kullanılır (SPK 46/B/VIII).

Müşteri hesabında saklanan sermaye piyasası araçları, münferit hesaplar itibariyle karşılaştırılır ve münhasıran bu hesap sahiplerine olan yükümlülüklerin karşılanması amacıyla hak sahiplerine verilir ya da talepleri doğrultusunda virman edilir. Bu dağıtım sırasında aracı kurumun faaliyette olduğu dönemde operasyonel maddi hata ve eksiklikler nedeniyle müşteri saklama hesaplarında oluşan hata ve eksiklikler düzeltilir (AKTTUEHY, m.14/I). Aynen teslimi yapılacak hisse senetlerinin, tedrici tasfiye kararından sonra dağıtım tarihine kadar gerçekleşen bedelsiz sermaye artırım işlemlerinden kaynaklanan hisse senedi ve temettü işlemlerinden kaynaklanan nakitler de aynen teslim edilir (AKTTUEHY, m.14/III).

Hesaplarında sermaye piyasası aracı bulunan ve alacaklılar cetvelinde yer alan, fakat dağıtımın başlamasını müteakip 30 gün içerisinde başvurmamış alacaklıların Fon'a başvurularını sağlamak amacıyla, söz konusu alacaklılara iadeli taahhütlü mektupla bildirimde bulunulur (AKTTUEHY, m.14/VI).

## 5. Fon Kapsamındaki Alacakların Ödenmesi ve Tasfiye Bakiyesinin Dağıtımı

Hak sahiplerinin ve alacak tutarlarının belirlenmesinden sonra, tedrici tasfiyenin diğer aşamasını alacakların ödenmesi oluşturmaktadır. Ödemelere alacaklılar cetvelinin ilanı tarihini takip eden 30. günden itibaren başlanır. Ödemelere başlama süresi gerektiğinde Fon'un önerisi ve Kurulun onayı ile uzatılabilir (AKTTUEHY, m.15/III).

Hesabında alacağını karşılamaya yetecek kadar ya da hiç hisse senedi bulunmayan saklama hesabı sahiplerinin nakit ve hisse senedi alacakları toplamının 57.874,00 TL<sup>691</sup> kadar olan kısmı tasfiye sonucu beklenmeksizin Fon tarafından avans olarak ödenir. Aynı kurumdan alacaklı görünen ve birlikte hareket ettiklerine Fon yönetimince kanaat getirilenlere, toplamı yukarıdaki tutarı aşmamak kaydıyla alacakları oranında ödeme yapılır. Aynı kişinin aynı aracı kurumda birden fazla hesabı bulunması halinde verilecek avans 57.874,00 TLyi geçemez. Müşterek hesaplar da tek hesap kabul edilir ve bu şekilde ödeme yapılır (SPK 46/B/IX; AKTTUEHY 15/I).

Tedrici tasfiyeye tabi tutulan aracı kurumdan alacaklı görünen ortakları, yönetim kurulu ve denetleme kurulu üyeleri, imzaya yetkili personeli ile bunların eşlerine ve üçüncü derece dahil kan ve sıhri hısımlarına, Fon'dan avans ödemesi yapılmaz. Aracı kuruma tedrici tasfiye kapsamı dışında herhangi bir nedenle borcu bulunan müşterilerin bu borçları tahakkuk eden avans alacaklarından mahsup edilir. Avansın borca tekabül eden kısmı alacaklısına ödenmeksizin aracı kurum malvarlığına dahil edilir (SPK 46/B/IX; AKTTUEHY 15/II).

---

<sup>691</sup> Bu tutar, her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır. Avans limitinin hesabında Fonun ödemeye hazır olduğu tarih esas alınır (SPK 46/B/IX; YKFY 4/IV; AKTTUEHY 11, 24, 15/IV). 2009 yılı için bu tutar 57.874,00 TL olarak belirlenmiştir.

Avans ödemeleri yapıldıktan sonra aracı kurumun tedrici tasfiyesine devam edilir. Tasfiye bakiyesi ile tasfiyenin amacı kapsamında yer alan hak sahiplerinden alacağının tamamı karşılanamayanların alacağı ödenir. Tasfiye bakiyesi bu alacakların tamamının karşılanmasına yetmezse, ödemeler garameten yapılır. Aracı kurumun aktifleri, tasfiyenin amacı kapsamındaki hak sahiplerinin alacaklarını, Fon'dan yapılan ödemeleri ve tasfiye giderlerini karşılamaya yetmezse, Fon, Kurul'un uygun görüşüyle aracı kurumun iflasını isteyebilir (SPK 46/B/X; AKTTUEHY 18/I; 20).

Yapılacak ödemelerde ihtilaf konusu alacaklara ilişkin olarak sadece kesinleşmiş yargı kararları dikkate alınır. Şu kadar ki, alacak cetveline itiraz etmiş olup, itirazı Fon tarafından uygun görülmeyenler için alacaklılar cetvelinin ilanını takip eden dördüncü ayın sonuna kadar, garameten yapılacak ödemelerden itiraz konusu alacağa isabet eden miktar bloke edilir. Bu süre içinde söz konusu alacağa ilişkin yargı yoluna başvurulduğuna dair Fon'a bilgi ulaşmaması halinde bloke edilen tutar aracı kurum malvarlığına dahil edilir. Fon'a yargı yoluna başvurulduğuna ilişkin bilgi ulaştığı durumda blokaj yargı kararının kesinleşmesine kadar tutulur (AKTTUEHY 18/I).

#### **IV. Müşteri İsmine Saklama**

Saklamaya konu olan hisse senetleri, 1995 yılına kadar aracı kurumların Takas ve Saklama A.Ş. nezdindeki hesaplarında takip edilmekteydi. Bu sistemde bütün hisse senetleri aracı kuruluşların hesabında saklanmaktaydı. Gerek aracı kuruluşun portföyü gerekse müşterinin hisse senetleri aracı kuruluşun Takasbank'taki hesabında saklanmaktaydı. Hesap kayıtlarında hangi hisse senetlerinin müşterilere ait olduğunu gösteren ayırt edici bir bilgi bulunmuyordu. Bu sistemde müşteri, hesaptaki kendine ait hisse senetlerinin sahibi olduğunu ispatlayamamaktaydı. Bu durum müşterilerin mağduriyetine neden olabiliyordu<sup>692</sup>.

---

<sup>692</sup> **Kılıç: s.93; Ergincan: .33.**

Takasbank tarafından 6.2.1995 tarihinde “Müşteri Bazında Saklama” hizmeti verilmeye başlanmıştır. Aracı kuruluşların hesapları “müşteri” ve “havuz” olmak üzere iki bölüme ayrılmıştır. Bu sistemde aracı kuruluşların müşterilerine bir kod numarası tahsis etmeleri ve müşterilerine ait kıymetleri Takasbank nezdinde bu kod numarası altında takip etmeleri sağlanmıştır.

“Müşteri Bazında Saklama” sisteminde Takasbank nezdinde açılan aracı kuruluş saklama hesabında yer alan müşteri hesaplarındaki hisse senetleri müşterilere ait olmakla birlikte, müşteri hesapları saklama hesabının detayı şeklinde görülmüyordu. Bu nedenle ödeme güçlüğüne düşen aracı kuruluşların alacaklıları, saklama hesabı altında yer alan müşteri hesabındaki hisse senetlerinin aracı kuruluşa ait olduğunu kabul ederek haczedebiliyorlardı<sup>693</sup>. Yatırımcı varlıklarının aracı kuruluş alacaklıları tarafından haczedilmesini önlemek amacıyla Kurul, 5.4.1996 tarihinde bir ilke kararı aldı. Bu karar ile sermaye piyasası faaliyetleri durdurulan aracı kuruluşların saklama yetkisine son verilerek, müşteri bazında saklanan hisse senetleri Takasbank nezdinde müşteriler adına açılan hesaplara aktarılmaya başlandı. Talep edilecek olursa müşterilerin belirledikleri hesaplara virman yoluyla transfer de yapılıyordu.

Saklama sisteminin temel riski, müşterilere ait menkul kıymetlerin, müşteri izni olmaksızın aracı kuruluşlar tarafından kullanılması oluşturmaktadır. Müşterilere ait hesaplarda bulunan kıymetler üzerinde tasarruf edebilme imkânına sahip olmak, emniyeti suiistimal riskini de beraberinde getirmektedir. Aracı kuruluşların müşterilerine şifre dağıtımında gerekli özeni göstermemeleri, müşterilerin yeterince bilgilendirilmiş olmamaları nedeniyle hesaplarını kontrolde gerekli duyarlılığa sahip olmamaları, aracı kuruluşların yetkisiz işlemleri nedeniyle ortaya çıkan hesaplardaki uyumsuzlukların Kurul’a yansımadan aracı kuruluş tarafından giderilmesi nedeniyle “Müşteri Bazında Saklama” sistemi beklentilere cevap vermekte yetersiz kalmıştır<sup>694</sup>.

---

<sup>693</sup> Kılıç: s.94.

<sup>694</sup> Kılıç: s.95.

Kurul'un 25.09.1997 tarihli toplantısında alınan 27/1546 sayılı kararıyla Takasbank sisteminde müşteri kod numaralarıyla takip edilen saklama alt hesaplarının müşteri ismine çevrilmesi hükme bağlanmıştır. 31.5.1999 tarihinden itibaren ise "Müşteri İsmine Saklama Sistemi" uygulamaya konulmuştur. "Müşteri İsmine Saklama Sistemi", Takasbank sisteminde müşteri kodlarıyla takip edilen alt hesapların Takasbank'ın yapacağı düzenleme ile isme çevrilmesini, her bir yatırımcı için verilecek sicil numarası ile takip edilerek yatırımcının kimlik bilgilerinin tespitinin mümkün hale getirilmesini ve müşterilerin menkul kıymetlerini bloke edebilmesini amaçlayan bir sistemdir. Bu yeni sistemde her bir yatırımcı için tek Takasbank numarası olmakta ve yatırımcı farklı aracı kuruluşlar nezdinde de tutuyor olsa da, tüm hisse senetlerini toplu olarak bu numara ile izleyebilmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A maddesinde 18.12.1999 tarihinde getirilen değişiklik ile sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların özel hukuk tüzel kişiliğini haiz Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kayden izlenmesi hükme bağlanmıştır. Merkezi Kayıt Kuruluşu, kadrosunun 01.06.2002 tarihinden itibaren oluşturulmaya başlamasıyla faaliyete geçmiştir. Sermaye piyasası işlemlerinin güvenli, hızlı ve etkin bir şekilde yürütülebilmesi amacıyla, sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kayden izlenmesini teminen 22.12.2002 tarih ve 24971 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri:IV, No:28 sayılı "Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ" çıkarılmıştır. Bu Tebliğ uyarınca menkul kıymetlerini kaydileştirmekle yükümlü kuruluşlar; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeleri ve yatırım fonu kurucuları olup, kaydi sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin haklarla ilgili kayıtlar, MKK'da bilgisayar ortamında üyeler itibariyle tutulmaktadır. 28 Kasım 2005 tarihi itibariyle kaydi sisteme tamamen geçilmiştir.

Seri:IV, No: 28 sayılı Tebliğ'in "Kayıtların Devri" başlıklı Geçici 4. maddesi gereği İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdinde tutulmakta olan ve

kaydileştirilen sermaye piyasası aracının bulunduğu mislen saklama hesaplarından MKK'ca gerekli görülenlere ilişkin bakiye, kimlik bilgisi, müşteri sicil numarası ve şifre bilgileri MKK'ya aktarılmıştır<sup>695</sup>. Takasbank'ta tutulmakta olan 1.011.495 adedi bakiyeli, toplam 2.296.735 adet yatırımcı hesabı ve bu hesaplardaki 11,3 milyar TL nominal değerli mislen saklamadaki hisse senetleri 26-27 Kasım 2005 tarihlerinde Merkezi Kayıt Kuruluşu sistemine aktarılmıştır.

MKK, her bir kaydi sermaye piyasası aracını ilgili hak sahibi bazında kaydedip izlemektedir. Hak sahibi adına hesabın açılması ve hesaba giriş ve çıkışlar ise, MKK üyesi aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılmaktadır. Hak sahibi yatırımcıların doğrudan MKK'da hesap açtırma ve işlem yapma imkânı bulunmamaktadır. Aracı kuruluşların yatırımcı adına ve hesabına yaptıkları işlemler elektronik sistem üzerinden işlemin türüne göre, İMKB, Takasbank veya aracı kuruluşun kendisi tarafından MKK'ya bildirilmektedir (Seri:IV, No:28 sayılı Tebliğ, m.10/II).

Yatırımcılar, MKK İletişim Merkezine ulaşarak kendi adlarına üye hesaplarını kontrol edebilmektedirler. MKK üyesi aracı kuruluşlar, kendi nezdlerinde açtıkları menkul kıymet hesaplarının karşılığını MKK'da da açmak zorundadırlar. Yatırımcıya MKK'da ilk kez hesap açıldığında, bir MKK Sicil Numarası tahsis edilmekte ve bir şifre oluşturulup bildirilen adresine gönderilmektedir. Yatırımcı, bu şifre ile MKK İletişim Merkezine ulaşarak, hesabının bulunduğu tüm aracı kuruluşlardaki işlemleri hakkında, hesap hareketi ve bakiye bazında takip ve kontrol amaçlı bilgilerini alabilmektedir.

Aracı kuruluşların, müşterinin iradesi ve bilgisi dışında müşteri varlıklarını kullanmalarını önlemek, yatırımcı bilinci ve otokontrol alışkanlığı sağlamak ve denetimi kolaylaştırmak amacıyla yatırımcılara, hesapların bloke koyma imkânı getirilmiştir. Yatırımcılar "Alo-MKK" adı ile ifade edilen Sesli Yanıt Sistemini veya Çağrı Merkezini 444 0 655 nolu telefon numarası ile arayarak, hesap durumlarını inceleyebilir ve hesaplarına bloke koyup çözebilmektedirler. Aynı işlemler MKK'nın

---

<sup>695</sup> Takasbank, hesap işlemlerinin kaydi ortamda yürütülmesi amacıyla bu işlemlerle ilgili bilgilerini MKK'ya devretmiş olmakla birlikte, saklama ve takas görevlerini halen yürütmeye devam etmektedir.

web sayfasında “www.mkk.com.tr/yatirimci” linki kullanılarak internet vasıtasıyla da yapılabilir.

MKK, yatırımcının korunması amacıyla Takasbank’tan farklı olarak yeni bazı hizmetler de getirmektedir. Yatırımcı talep edecek olursa, MKK yatırımcının hesap ekstresini e-mail adresine gönderecektir. Ayrıca yatırımcının hesaplarında gerçekleşen işlemlerle ilgili olarak yatırımcı SMS yoluyla cep telefonundan da bilgilendirilecektir. Dolayısıyla yatırımcının hesaplarını kontrol etmesi, aracı kuruluşun talimatsız yaptığı işlemlerden anında haberdar olması bakımından getirilen bu hizmetler yatırımcının korunması açısından faydalı olmuştur.

## **V. Sermaye Yeterliliği**

Aracı kuruluşların ödeme güçlüğüne düşmeleri veya iflas etmeleri halinde, bu kuruluşlarda hesabı bulunan yatırımcıların da varlıkları riske girmektedir. Yatırımcı varlıklarının korunmasına yönelik tedbirler getirilmiş olmakla birlikte, bunların her zaman yatırımcıyı korumakta yeterli olduğu söylenemez. Bu nedenle sermaye piyasasında faaliyet gösterecek aracı kuruluşların güçlü yapıya ve sermayeye sahip olması gerekmektedir.

Bu amaçla aracı kurumlar için sermaye yeterliliği şartı getirilmiştir. Aracı kurumların mali açıdan güçlü olmaları için getirilen sermaye yeterliliği şartı ile piyasaların daha güvenli ve istikrarlı faaliyet göstermesi sağlanarak, riskler azaltılabilecektir.

Risk kontrolünü hedefleyen benzer düzenlemeler para ve sermaye piyasalarında faaliyet gösterecek bankalar için de bulunmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde bulunacak bankalar için ayrıca bir sermaye yeterliliği şartı getirilmemiştir.

5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun “Sermaye Yeterliliği” başlıklı 45. maddesine göre, “Bu Kanunun uygulanmasında maruz kalınan riskler nedeniyle oluşabilecek kararlara karşı yeterli özkaynak bulundurulması sermaye yeterliliğini



ifade eder. Bankalar, Kurum tarafından düzenlenecek yönetmelikte öngörülen usûl ve esaslara göre yüzde sekiz oranından az olmamak üzere belirlenecek sermaye yeterliliği oranını hesaplamak, tutturmak, idame ettirmek ve raporlamak zorundadır.

Bankaların iç sistemleri, aktif ve malî yapıları dikkate alınarak asgarî sermaye yeterliliği oranını artırmaya, bankalar bazında farklılaştırmaya, kaynağı katılma hesabı olan aktiflerin risk ağırlıklarının belirlenmesinde bu hesapların özelliklerini dikkate almak suretiyle düzenleme yapmaya Kurul yetkilidir.”.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, bankaların maruz kalınan riskler nedeniyle oluşabilecek zararlara karşı konsolide ve konsolide olmayan bazda yeterli özkaynak bulundurmalarının sağlanmasına ilişkin usul ve esaslarını düzenlemek amacıyla “Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik”i çıkarmıştır.

Aracı kurumların sermaye yeterliliğine ilişkin ilk düzenleme Kurul’un Seri:V, No:19 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapılmıştır. Kurul, 13.2.1997 tarihli aldığı ilke kararı ile aracı kurumların asgari özsermayeleri ve bunların kullanımına ilişkin esasları yeniden düzenlemiştir. Kurul, son olarak Seri:V, No:34 sayılı “Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği”ni<sup>696</sup> çıkarmıştır.

Seri:V, No:34 sayılı Tebliğin 7. maddesinde aracı kurumların asgari özsermaye yükümlülüğü düzenlenmiştir. Bu hükme göre, “Aracı kurumların alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olmaları gereken özsermaye tutarı 90.000 TL'dir. Ayrıca, aracı kurumlar yapılan her bir sermaye piyasası faaliyeti için özsermayelerini aşağıda belirtilen oranlarda artırmak zorundadırlar.

a) Halka arza aracılık faaliyeti için, alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken özsermaye tutarının % 50'si,

---

<sup>696</sup> 26.6.1998 tarihli ve 23384 sayılı mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

b) Menkul kıymetlerin geri alma veya satma taahhüdü ile alım satımı faaliyeti için, alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken özsermaye tutarının % 50'si,

c) Portföy yöneticiliği faaliyeti için, alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken özsermaye tutarının % 40'ı,

d) Yatırım danışmanlığı faaliyeti için, alım satım aracılığı faaliyeti için sahip olunması gereken özsermaye tutarının % 10'u.

Bu maddeye göre belirlenen asgari özsermaye tutarları, Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının % 20 sinin altına inmemek kaydıyla her yıl Kurul'ca belirlenir. Aracı kurumlar, belirlenen yeni özsermaye tutarlarını ilgili yılın en geç 6 ncı ayının sonu itibarıyla sağlamak zorundadır. Ancak bu şekilde hesaplanmış özsermayenin en az % 25'inin ödenmiş veya çıkarılmış sermaye olarak sağlanması zorunludur.”

## **VI. Teminat Yatırma Yükümlülüğü**

Aracı kuruluşların, borsalara üye olabilmeleri bakımından üyelik teminatı yatırımları zorunlu tutulmuştur. Teminat yatırma yükümlülüğü, borsa üyesi olacak aracı kuruluşların ileride gerçekleştirecekleri işlemler ile kendi müşterilerine, diğer borsa üyelerine, Borsa'ya ve Takasbank'a verebilecekleri muhtemel zararlara karşılık getirilmiştir. Üyelik teminatının getirilmesindeki amaçlardan birisi de borsa üyesi aracı kuruluşların yaptıkları işlemlerde yatırımcıların korunması olmuştur. Üyelik teminatı ile aracı kuruluşun kendi müşterileri gibi, diğer borsa üyeleri ve onların müşterileri de korunmaktadır.

Borsa üyesi aracı kuruluşlar, borsa işlemleri dolayısıyla müşterilerine ve borsaya verebilecekleri zararlara karşılık olmak üzere Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'na veya bu bankanın şubesinin bulunmadığı yerlerde muhabiri olan bir kamu bankasına, borsa tüzel kişiliği adına, nakit veya her an paraya çevrilebilir devlet tahvili ya da vadesiz ve kayıtsız şartsız ödeme taahhüdünü muhtevi banka teminat mektubu şeklinde teminat yatırmak zorundadır (91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, m.12/I, Menkul Kıymetler

Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, m.12/I; VOB-KÇEY, m.24/I).

Aracı kuruluşların yatırabilecekleri borsa üyelik teminat türleri; nakit veya her an paraya çevrilebilir devlet tahvili ya da vadesiz ve kayıtsız şartsız ödeme taahhüdünü muhtevi banka teminat mektubu olarak sayılmıştır. VOBY 132/I'de kabul edilebilecek teminat türlerinde "devlet tahvili" yerine "nakde çevrilebilir kamu menkul kıymeti" kabul edilmiştir. İMKBY 12/VI'da ise 91 sayılı KHK, MKB-KÇEHY ve VOB-KÇEY'de sayılan teminat türlerine ilâve olarak "hazine bonoları" ve "Yönetim Kurulunca belirlenecek TC. Merkez Bankasınca serbestçe alım satımı yapılan yabancı paralar" da sayılmıştır. Ünal'a göre 91 sayılı KHK, MKB-KÇEHY ve VOB-KÇEY hükümlerini genişletir mahiyette olması sebebiyle, İMKBY 12/VI'de ilave edilen teminat türleri geçerli değildir<sup>697</sup>.

Yatırılacak borsa üyelik teminatının miktarı, her borsa için borsadaki iş hacmi dikkate alınarak ilgili borsanın teklifi üzerine Kurul tarafından belirlenir. Borsa üyesi aracı kuruluşların belirlenecek teminatı vermeksizin borsada işlem yapmaları mümkün değildir (91 sayılı KHK, m.12/II; MKB-KÇEHY, m.12/II; VOB-KÇEY, m.24/II). İMKBY'de ise yatırılacak teminatların ve aidatların miktarının Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirleneceği ve Kurul onayı ile yürürlüğe gireceği düzenlenmiştir. Ayrıca Borsa Yönetim Kurulu, borsa üyesinin işlem hacmini, faaliyet türlerini, malî durumunu ve risk unsurlarını dikkate alarak gerektiğinde, ilgili yönetmeliklerde belirlenen teminat tutarlarının 10 katını aşmamak üzere daha yüksek tutarda teminat yatırılmasını zorunlu kılabilecektir (İMKBY 12/II,V). İMKBY'nin bu hükümleri hem 91 sayılı KHK hem de SPK'ya aykırıdır. Zira SPK 34/V'de aracı kuruluşların, sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle yatıracakları teminatların türü, miktarı, kullanım alanı ve şeklinin Kurul tarafından belirleneceği açıkça düzenlenmiştir. Bu nedenle İMKBY 12/II ve V hükümleri SPK 34/V'e aykırılığı sebebiyle geçerli değildir.

---

<sup>697</sup> Ünal: s.505.

Borsa üyesi aracı kuruluşların, müşterilerine veya borsaya verebilecekleri zararlara karşılık, üye tarafından kabul edildiği; borsa uyuşmazlık komitesinin tavsiyesi üzerine Borsa Yönetim Kurulu'nca kararlaştırıldığı; Yönetim Kurulu'nun kararına itiraz üzerine Kurul tarafından ödeme kararı verildiği ve anlaşmazlık bir yargı organınca nihai karara bağlandığı takdirde, anlaşmaya varılan veya kararlaştırılan meblâğ kendilerinden tahsil edilir. Üye aracı kuruluştan tahsil edilememesi halinde, müşterinin zararları üyelik teminatından mahsup edilerek karşılanır. Müşterinin zararı, teminattan da karşılanamaması halinde genel hükümler uygulanır (MKB-KÇEHY, m.12/III, IV, 13).

Borsa yönetim kurulu, eksilen teminatın tamamlanması için ilgili üye aracı kuruluşa, en çok iki aya kadar süre verebilir (MKB-KÇEHY, m.12/IV). Borsa üyelik teminatının yükseltilmesi veya tamamlanması gerektiği durumlarda, ilâve veya eksik teminatını Yönetim Kurulunca belirlenecek süre içinde tamamlamayan aracı kuruluşun üyeliği söz konusu yükümlülüğü tamamlayıncaya kadar geçici olarak askıya alınır. Bu süre içerisinde üye aracı kuruluş, borsada işlem yapamaz (İMKBY, m.12/VII).

Aracı kuruluşların, borsa üyelik teminatı dışında, aracılık faaliyeti yetki belgesi alabilmeleri için aracılık teminatı yatırma yükümlülüğü de bulunmaktadır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.6/b, 9/i). Aracılık teminatını isteyemeye ve kullanım esaslarını belirlemeye de Kurul yetkili kılınmıştır (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.14). Faaliyet izni alındıktan sonra aracılık teminatının yükseltilmesi veya tamamlanması gerektiği durumlarda, ilave veya eksik teminatın, bu durumun ortaya çıktığı tarihten itibaren en geç 3 ay içinde yatırılmamış olması halinde Kurul, aracı kuruluşların faaliyetlerini temsil eden yetki belgelerini tamamen veya belirli faaliyet alanları itibarıyla iptal edebilir ya da faaliyetlerini geçici olarak durdurabilir (Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.64/d).

Aracılık teminatı olarak, borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçları, borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görsün veya görmesin devlet tahvili, hazine bonosu gibi kamu menkul kıymetleri,

yatırım fonu katılma belgeleri, varlığa dayalı menkul kıymet, banka bonosu ve banka garantili bono, Hazine Müsteşarlığı'nca belirlenen rafineriler tarafından işlenmiş ve uluslararası ticarete konu olan altın ve diğer kıymetli madenler, nakit, konvertibl yabancı para ve banka teminat mektubu getirilebilir (Seri:V, No:34 sayılı Tebliğ, m.21/I). Bu sayılanların dışındaki varlıkların, aracılık teminatı olarak getirilmesi mümkün değildir (Seri:V, No:34 sayılı Tebliğ, m.17/II).

Aracı kuruluşlar tarafından yatırılan teminatların eşit ve amaca uygun biçimde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla, rehnedilmeleri, haczedilmeleri, kullanılma amaçları dışında tasarruf edilmeleri ve üçüncü kişilere devredilmeleri yasaklanmıştır (SPK 34/V).

#### **§ 4 SERMAYE PİYASASI ARACILIK FAALİYETLERİNDEN DOĞAN UYUŞMAZLIKLARIN ÇÖZÜMÜ**

##### **I. Genel Olarak**

Aracı kuruluşlar ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların en kısa sürede çözümlenmesi önem taşımaktadır. Zira sermaye piyasasının dinamik ve değişken bir yapıya sahip olması, yatırımcının uyuşmazlık konusu maddi kayıplarının kısa sürede ve hızla büyüme riskini beraberinde getirmektedir. Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların bir an evvel çözümlenmesi, hem yatırımcının menfaatlerinin korunması, hem de sermaye piyasalarına duyulan güvenin sürdürülmesi bakımından zorunludur.

Aracılık faaliyetleri sebebiyle aracı kuruluşların eylemlerinden zarar gören yatırımcılar, yargı mercilerine başvurabilirler. Ancak sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler sonucunda yeni sermaye araçları ortaya çıkması, faaliyet türlerinin ve borsaların çeşitlenmesi ve gelişen teknolojinin getirdiği yenilikler, uyuşmazlık türlerinin de değişmesine neden olmuştur. Bu durum sermaye piyasalarında yaşanan

uyuşmazlıklarda özel uzmanlık bilgisi gerektirmiş ve ihtisas mahkemelerine olan ihtiyacı da ortaya çıkarmıştır.

Hukukumuzda sermaye piyasası ile ilgili davalara bakmakla görevli ihtisas mahkemeleri bulunmamaktadır. Ayrıca bu davalara bakan mahkemelerin iş yükünün ağır olması ve sermaye piyasası uyuşmazlıklarının özel uzmanlık gerektiren davalar olması sebebiyle bilirkişilere başvurulması, dava sürecinin uzamasına ve yatırımcının mağduriyetinin artmasına neden olmaktadır. Dava süresi boyunca uyuşmazlık konusu sermaye piyasası araçları ile ilgili sermaye piyasasında yaşanan gelişmeler karşısında, yatırımcının herhangi bir işlem yapamaması, uğranılan zararı daha da artırmaktadır. Bunların yanında yatırımcı bir de yüklü dava masraflarına katlanmak zorunda kalabilmektedir. Benzer sorunların hakem mahkemelerinde de yaşandığı görülmektedir.

Sermaye piyasasının dinamik yapısı nedeniyle, uyuşmazlıkların kısa bir zaman diliminde çözülmesinin ve hak kayıplarının önüne geçilmesinin gerekliliği ve güvenli bir piyasa oluşturulması ihtiyacı, etkin bir uyuşmazlık çözüm sistemini zorunlu kılmıştır. Bu amaçla sermaye piyasası aracılık (borsa) işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklar için 91 sayılı KHK ile borsa yönetmeliklerinde özel bir çözüm yolu düzenlenmiştir.

91 sayılı KHK'nın 13. maddesinin 2. fıkrasına göre, borsa üyesi aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında doğan ihtilaflar için Borsa Yönetim Kurullarına başvurulabilir. Borsa üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümü ile ilgili İMKBY ile VOBY'de benzer düzenlemelere yer verildiği görülmektedir (İMKBY 42 vd; VOBY 108 vd). Borsa üyeleri ile müşterileri arasında sadece borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklar için Borsa Yönetim Kuruluna başvurulabilmektedir (İMKBY 42; VOBY 108/I). Hâlbuki 91 sayılı KHK'da borsa üyeleri ile müşterileri arasında çıkan uyuşmazlıklarda bir ayırım yapılmaksızın hepsi için Borsa Yönetim Kurullarına başvurulabileceği belirtilmiştir.

Borsada işlem yapmak amacıyla emir verilmesi, işlemlerin gerçekleşmesi, takası, sözleşme nedeniyle teslimat yapılması, bu işlemler nedeniyle teminat verilmesi, teminatların nemaları gibi borsada kote edilen sözleşmelerin alım satımı için üyeler ile müşterileri arasında mutad olarak gerçekleşmesi beklenen iş ve işlemler, borsa işlemi kabul edilmiştir (VOBY 108/II). Aracı kuruluşlara verilen alım veya satım emirlerinin kısmen veya tamamen yerine getirilmemesi ya da talimata aykırı yerine getirilmesi, müşteri hesabından talimatsız alım veya satım yapılması, müşterinin nakit veya menkul kıymet teslim borcunu yerine getirmemesi gibi uyuşmazlıkların borsa işlemlerinden kaynaklandığı kabul edilmiştir. Dolayısıyla borsa işlemleri, sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık faaliyeti kapsamında borsada gerçekleştirilen işlemlerdir<sup>698</sup>.

Borsa üyeleri arasında borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların borsada çözümü zorunlu tutulmuştur (İMKBY 43/I; VOBY 110/I). Hâlbuki borsa üyeleri ile müşterileri arasında çıkan uyuşmazlıkların borsada çözümlenebilmesi için, müşterinin borsaya başvurusu aranmıştır. Müşterilerin adli yargıya başvuru hakları ise saklıdır (İMKBY 44/I, II; VOBY 111/II, III).

Aracı kuruluşlar, müşterileri ile imzaladıkları aracılık çerçeve sözleşmelerinde, “çıkacak ihtilafların çözümünde borsa yönetim kurulu yetkilidir” hükmüne yer vermektedirler. Yargıtay bir kararında bu hükmü, tahkim şartı olarak yorumlamış ve “... taraflar arasındaki sözleşmenin 24. maddesindeki tahkim şartı gereğince davanın hakem yolu ile çözülmesi gerektiği gerekçesi ile görevsizlik kararı...” veren ilk derece mahkemesinin kararını onamıştır<sup>699</sup>.

---

<sup>698</sup> Aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında borsa dışındaki aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların da ortaya çıkması mümkündür. Bu uyuşmazlıklar için müşteriler adli yargıya başvurabilirler. Bu tür uyuşmazlıkların çözümüne Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği de yardımcı olmaktadır. TSPAKB, aracı kuruluşlar arasında veya aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında borsa işlemleri dışındaki işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak amacıyla, hakem listesi oluşturarak, tarafların mutabakatı halinde hakem veya hakemleri atamak suretiyle Hukuk Usul Muhakemeleri Kanunu çerçevesinde tahkim hizmeti vermektedir (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Statüsü, m.6/g).

<sup>699</sup> Yargıtay 11. HD, T.2.3.1996, E.1996/1902, K.1996/2336) **Konuralp / Konuralp**: s.606.

Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin bu kararı hukuki dayanaktan yoksun olduğu kabul edilmektedir. Zira borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin 91 sayılı KHK’de ve borsa yönetmeliklerinde “tahkim”den hiç söz edilmemiştir. Ayrıca İMKBY 45 hükmünde bu özel çözüm yolu için “idari yoldan çözüm” ifadesine yer verilmiştir. Borsa yönetmeliklerinde özel bir tahkim yolu düzenlenmek istenseydi, açıkça tahkimden söz edilebileceği gibi, kısmen veya tamamen HUMK’un tahkime ilişkin hükümlerine de yollama yapılabilirdi<sup>700</sup>.

Bu hususta Danıştay 10. Dairesi, 91 sayılı KHK ve borsa yönetmeliklerinde düzenlenen özel çözüm yolunun tahkim olmadığına ilişkin karar vermiştir. Danıştay bu kararında, “91 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin 13. maddesi de (...) kanun hizmeti gereği davalı (Sermaye Piyasası Kuruluna) tanınan yetkinin kapsamını belirlemekte; herhangi bir şekilde tahkim usulü öngörmemektedir. Esasen tahkim usulünün olabilmesi yasal düzenlemede bu usulün açıkça yer almasına ve ayrıntılı biçimde düzenlenmesine bağlı olup, adli yargının yetkisini de kısmen sınırlar nitelikte olan bu usul söz konusu yasal düzenlemede yer almamaktadır.” denilmiştir<sup>701</sup>.

## II. Uyuşmazlığın Çözümünde Yetkili Mercii

Borsa üyesi aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümünde ilgili borsaların yönetim kurulları yetkilendirilmiştir (İMKBY 44/I; VOBY 111/I). Borsada, genel kurul tarafından gösterilecek adaylar arasından ikişer yıl için yönetim kurulunca seçilecek bir başkan ve iki üyeden meydana gelen bir uyuşmazlık komitesi bulunur. Uyuşmazlıkların çözümünde uyuşmazlık komitesi, yönetim kurullarına yardımcı olur (İMKBY 47/I, II; VOBY 119/I, II).

Borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümlenmesi amacıyla borsa yönetim kurulu tarafından alınan kararlara karşı aracı kuruluş müşterilerinin,

---

<sup>700</sup> **Konuralp / Konuralp:** s.606.

<sup>701</sup> Danıştay 19. Dairesi 25.11.1996 tarih ve E.1995/6927, K.1996/7741 sayılı karar. **Konuralp / Konuralp:** s.606-607.



Sermaye Piyasası Kurulu'na itiraz hakları vardır. Kurul'un itiraz konusu uyuşmazlıkların çözümü hususundaki alacağı kararlar nihaidir<sup>702</sup>. Bu kararlara karşı idari yargı yoluna başvurulabilir (İMKBY 43/II, 46/II; VOBY 113/II).

Aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında özel hukuk ilişkisi bulunmaktadır. Bu nedenle tarafların uyuşmazlıklar için adli yargıya başvurmaları gerekmektedir. Ancak taraflar 91 sayılı KHK ve borsa yönetmeliklerinde düzenlenen özel çözüm yoluyla uyuşmazlığın çözümlenmesini talep ederlerse, Kurul'un nihai kararına karşı artık idari yargı yoluna başvurulabilirler. Dolayısıyla başlangıçta özel hukuk ilişkisinden kaynaklanan bu uyuşmazlık, 91 sayılı KHK ve borsa yönetmeliklerinde öngörülen borsa uyuşmazlıklarının özel çözümüne ilişkin idari usul süreci sonucunda, idari yargının da denetimine konu olmaktadır. Benzer uyuşmazlıkların hem adli yargı hem de idari yargıda görülmesi, farklı kararların ortaya çıkmasına neden olmaktadır<sup>703</sup>.

Adli yargı kararı, aracı kuruluş ile müşterisi arasındaki uyuşmazlığı doğrudan çözümlenmeye ilişkin olmasına karşın, idari yargı kararı ise aynı uyuşmazlığa ilişkin olsa dahi, Kurul'un idari nitelikteki kararının denetimine ilişkindir. Aynı uyuşmazlığa ilişkin olarak hem adli hem de idari yargılama yapılmasının artık çözümlenmesi gereken bir karmaşık duruma neden olduğu kabul edilmektedir<sup>704</sup>. Kanaatimizce bu karmaşık durumun giderilmesi bakımından, borsa uyuşmazlıklarının çözümleneceği ihtisas mahkemelerinin kurulması yerinde olacaktır.

---

<sup>702</sup> 91 sayılı KHK'nın 13. maddesinde ve İMKBY 46/II; VOBY 113/II'de Kurul'un vereceği kararların "nihai" olduğu belirtilmiştir. Kurul kararlarının "nihai" olduğuna ilişkin ifade kesin hüküm anlamına gelmemektedir. **Gürsel**, Meltem Kutlu: "Sermaye Piyasası Kurulu'nun Denetimi", Prof. Dr. İrfan Baştuğ'a Armağan, İzmir 2005, s.542.

<sup>703</sup> **Gözübüyük**, A. Şeref / **Tan**, Turgut: İdare Hukuku, İdari Yargılama Hukuku, C.II, Ankara 2004, s.120.

<sup>704</sup> **Gürsel**: s.540-541.

### III. Başvuru ve Uyuşmazlığın Çözümü

Borsa üyeleri ile müşteriler arasında borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların borsada çözümlenebilmesi için, taraflardan birinin borsaya yazılı bir dilekçeyle başvurması gereklidir<sup>705</sup>. Başvuru dilekçesinin şekli borsa yönetim kurulu tarafından belirlenir. Dilekçede tarafların isim ve adresleri, uyuşmazlığın konusu, maddi olaylar, hukuki sebepler, ispatlayıcı deliller, alım satım emirlerine ilişkin bilgiler belirtilmelidir. Borsa üyesi tarafından verilen makbuz ile uyuşmazlıkla ilgili belgeler dilekçeye eklenir (İMKBY 45/I,II; VOBY 112).

Uyuşmazlığa ilişkin başvurunun alınmasını takiben VOB'da genel müdürlük, İMKB'de ise borsa başkanlığı, cevabını vermesi için dilekçe örneğini karşı tarafa tebliğ eder<sup>706</sup>. Karşı tarafın cevabı için tebellüğ tarihinden itibaren 5 iş günü beklenir. Cevap geldikten veya 5 iş günlük süre geçtikten sonra dosya incelenmek üzere uyuşmazlık komitesine havale edilir (İMKBY 46/I; VOBY 113/I).

Uyuşmazlık komitesi, konu ile ilgili her türlü incelemeyi yapmaya, tarafları ve tanıkları dinlemeye, borsa başkanlığından bilirkişi tayinini istemeye yetkilidir. Gerekli incelemeyi tamamladıktan sonra, uyuşmazlık konusunda bulduğu çözüm yoluna ilişkin görüşünü, dayanağını teşkil eden belgelerle birlikte, yazılı olarak İMKB başkanlığına, VOB'da genel müdürlüğe sunar. Uyuşmazlık komitesinin raporunun hazırlanmasından sonra ya da konunun yeterince açık olduğu kanaatine varılır ise uyuşmazlık komitesi incelemesi aranmaksızın dosya ilk yönetim kurulu toplantısına sunulur. Yönetim kurulu toplantısında dosya görüşülüp karara bağlanır (İMKBY 46/I, 47/IV; VOBY 113/I, 119/V).

---

<sup>705</sup> Borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklar için borsaya başvuru hakkı konusunda bir ayırım yapılmamıştır. Başvuru hakkı hem borsa üyelerine hem de müşterilere tanınmıştır.

<sup>706</sup> VOB'da dilekçenin karşı tarafa tebliğine ilişkin belirli bir süre belirlenmemiş, tebligatın ivedilikle yapılması gerektiği belirtilmiştir (VOBY 113). Hâlbuki İMKB'de başvuru dilekçesinin karşı tarafa 3 iş günü içerisinde tebliğ edilmesi gerekmektedir. Ayrıca başvuru dilekçesi yerine komite raportörlüğü tarafından hazırlanan talep özeti de karşı tarafa tebliğ edilebilmektedir (İMKBY 46).

Borsaların yönetim kurulu kararlarına karşı, kararın taraflara tebliğini izleyen 10 iş günü içinde borsa kanalıyla Kurul'a itiraz edilebilir. Kurul'un uyuşmazlıkları çözümlenmeye ilişkin nihai kararlarına karşı idari yargı yoluna başvurulabilir (İMKBY 46/II; VOBY 113/II).

Uyuşmazlığın borsaya intikal ettirilmesinden sonra, taraflar her zaman sulh yoluyla anlaşabilirler. Anlaşma halinde taraflar durumu derhal İMKB'de borsa başkanlığına, VOB'da genel müdürlüğe bildirmek zorundadırlar. Borsa uyuşmazlığı için başvuruda bulunan taraf, incelemenin her safhasında talebinden kısmen veya tamamen feragat edebilir. Bu durumda, yönetim kurulu uyuşmazlık dosyasının işlemde kaldırılmasına karar verir. Feragat edilmesi halinde aynı uyuşmazlık, tekrar şikâyet konusu yapılamaz (İMKBY 48/I, II, III, IV; VOBY 114/I, II, III, IV)<sup>707</sup>.

Uyuşmazlık nedeniyle borsaya başvuru yapılmasından sonra, taraflardan biri adli yargı yoluna başvuracak olursa, dava sonuçlanıncaya kadar dosya borsada işlemde kaldırılır. Adli yargı yoluna gidilmesi durumunda, borsa üyesi durumu öğrendiği tarihten itibaren üç iş günü içinde borsaya bildirmekle yükümlüdür. Borsa üyesinin adli yargıda alınacak nihai kararı da aynı süre içinde ibraz etmesi zorunludur (İMKBY 44/III, IV; VOBY 111/III, IV).

Uyuşmazlık konusunda verilen kararlar, tarafların başvuru dilekçelerinde gösterilen adreslerine gönderilecek iadeli taahhütlü mektupla veya tutanağa bağlanarak imza karşılığı elden tebliğ edilir. Uyuşmazlıklarla ilgili borsada tutulan kayıt ve dosyaların, en az beş yıl süreyle düzenli olarak saklanması zorunludur (İMKBY 49/I, III; VOBY 115/I, II).

---

<sup>707</sup> Her ne kadar başvurudan feragat edilmesi halinde aynı uyuşmazlık için şikâyette bulunulamayacağı düzenlenmiş olsa da, bu imkânsızlığın başvuruda bulunan taraf için kabul edilmesi gerekir. Zira aynı uyuşmazlık için karşı tarafın, borsaya başvuru hakkının devam ettiğinin kabul edilmesi gerekir.

## SONUÇ

Sermaye piyasaları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları vasıtasıyla küçük tasarrufların üretken yatırımlara aktarılmasını sağlayan, bunun için fon arz edenler ile talep edenleri buluşturan ve bunlar arasındaki ilişkileri düzenleyen bir finansman sistemidir. Sermaye piyasalarının bir tarafında yatırımları için kaynak arayan ekonomik birlikler olmasına karşın, diğer tarafında gelirlerinin tamamını tüketmeyen ve tasarruf eden bir kesim yer almaktadır. Tasarruf eden bu kesim, gelecekte daha fazla kazanç sağlamak amacıyla, kaynak ihtiyacında bulunanların ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarını satın alarak yatırım yapar. Küçük tasarruflar büyük işletmeler için bir araya getirilerek yeni kaynaklar sağlanmakta ve toplumun bu ekonomik birimlere ortak veya alacaklı olarak katılması ile üretim araçlarının mülkiyeti geniş kitlelere dağılmakta ve sonuçta gelir dağılımında adalet gibi birçok fayda elde edilmektedir.

Sermaye piyasalarında, tasarrufların ihtiyaç sahibi ekonomik birimlere iletilmesinde karar mercii yatırımcılardır. Yatırımcının sermaye piyasasına duyduğu güvenin kaybedilmesi, bu piyasanın işlerliğine de engel olmaktadır. Sermaye piyasasına duyulan güvenin sağlanması ve tasarrufların sermaye piyasasında ihtiyaç sahibi ekonomik birimlere aktarımının sürdürülmesi bakımından yatırımcının hak ve menfaatlerinin korunması önem taşır.

Yatırımcıyı koruma amaçlı düzenlemelerin sebepleri içerisinde piyasa başarısızlığı ve asimetrik bilgi problemleri yanında, aracı kuruluşların varlığından kaynaklanan riskler de bulunmaktadır. Piyasa başarısızlığından kaynaklanan problemlerin giderildiği, etkin kaynak dağılımının sağlandığı ve bilginin herkese tam ve doğru bir şekilde ulaştığı durumlarda bile, sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler ile yatırımcılar arasındaki işlemlerde aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan riskler ortaya çıkmaktadır.

Sermaye piyasasında aracılık, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası

hesabına ticari amaçla alım satımıdır (SPK 30/II, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ, m.3/I). Sermaye piyasalarında aracılık yapmaya sadece aracı kuruluşlar yetkili kılınmıştır. Aracı kuruluş kavramı ile aracı kurum ve bankalar ifade edilmektedir (SPK 3/i). Sermaye piyasası aracılık faaliyetleri, SPK 30'da düzenlenen sermaye piyasası faaliyetleri arasında sayılmıştır. Bu anlamda sermaye piyasası aracılık faaliyetleri, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık; daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımına aracılık; 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 aracılıktan ibarettir.

Sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmelerinin şekline ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu'nda bir düzenleme bulunmamaktadır. Seri:V, No:46 sayılı Tebliği'nin 13 ve 45/II hükümleri gereği sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde yazılı bir "aracılık sözleşmesi"nin imzalanması gerekmektedir. Yazılı şekil şartının Tebliğ ile getirilmesi isabetli olmamıştır. Zira, Borçlar Kanunu'nun 11.maddesine göre sözleşmenin geçerliliği kanunda açıklık olmadığı sürece hiçbir şekle tabi değildir. Kanuni şekil şartı ancak kanun ile getirilebilecek olup, Tebliğ hükmü ile düzenlenmesi mümkün değildir.

Yargıtay, vermiş olduğu kararlarda Tebliğ, Yönetmelik ve Genelge gibi Kanun dışındaki düzenleme yolları ile getirilen şekil şartlarının geçerli olmadığı görüşündedir. Ayrıca sözlü olarak yapılan aracılık sözleşmelerinin de geçerli olacağını kabul etmiştir. Tebliğ ile getirilen yazılı şekil şartının geçerli olmaması sebebiyle, aracılık sözleşmelerinde halen bir şekil şartının bulunmadığı kabul edilmelidir. Ancak aracılık sözleşmelerinin taşıdığı önem ve yatırımcıların korunması bakımından yazılı şekil şartının aranmasının yerinde olacağı kanaatindeyiz. Bu sebeple aracılık faaliyetlerinde yazılı şekil şartının Sermaye Piyasası Kanunu'nda bir an evvel düzenlenmesi gerekmektedir.

Aracı kuruluşlar, halka arza aracılık faaliyetlerinde ihraççılar ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası araçlarının satışını sağlamaktadır. Her ne kadar halka arza aracılık sözleşmesi aracı kuruluşlar ile ihraççılar arasında imzalanırsa da, bu faaliyetten doğrudan veya dolaylı olarak yatırımcılar etkilenmektedir. Bu sebeple halka arza aracılık sözleşmelerinde üçüncü kişi konumunda bulunan yatırımcıların korunması gerekmektedir.

Halka arza aracılık faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler incelendiğinde, çoğu hükmün yatırımcıların korunması amacıyla getirildiği görülmektedir. Bu düzenlemeler içerisinde kamunun aydınlatılması en önemli yeri almaktadır. Sermaye piyasası araçları ve bunları ihraç eden ortaklıklar hakkında ortaya çıkan bilgiler, yatırımcıların alacakları kararlarda belirleyici olmaktadır. Yatırımcıların yanlış tercihlerde bulunmalarının ve zarara uğramalarının önlenmesi bakımından kamunun aydınlatılması önem taşımaktadır.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, asıl olarak ihraççı ortaklığa aittir. SPK 7/II’de izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumlu tutulmuşlardır. SPK 16’ya göre ise ihraççılar, mali tablo ve raporları, belirli şekil ve esaslara, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uygun olarak düzenleme, ayrıca bunları bağımsız denetim raporu ile birlikte Kurul’a gönderip, kamuya duyurmakla yükümlüdürler. İhraççı ortaklıkların yanında aracı kuruluşların da kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmaktadır.

Yatırımcılar, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtması sebebiyle uğradıkları zararları ihraççı ortaklıklara tazmin ettirebilirler. İhraççı ortaklıklara tazmin ettirilemeyen zararlardan dolayı aracı kuruluşlar da kendilerinden beklenen özeni göstermemeleri sebebiyle sorumludurlar. İzahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından doğan zararlardan bağımsız denetleme kuruluşları da sorumludur. Bağımsız denetleme kuruluşları, denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgiler sebebiyle doğabilecek zararlardan sorumlu tutulmuşlardır (SPK 16/IV). Aracı kuruluşlar, yatırımcıların

uğradıkları zararların, bağımsız denetleme kuruluşlarının kusurlarından kaynaklandığını ispat ederek sorumluluktan kurtulabilirler (Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ, m.23.).

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yatırımcılar arasında eşitlik sağlanması ve ayrımcılık yapılmasının önlenmesi amacıyla ihraççı ortaklıkların yöneticileri ile aracı kuruluş çalışanlarına işlem yasağı getirilmiştir. Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışlarında; sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhrî hısımları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamazlar (Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ, Ek m.1).

Halka arzda işlem yasağının uygulanmasında, aracı kuruluşlar sorumlu tutulmuştur. Aracı kuruluşun kullanılmadığı hallerde ise ihraççı ortaklık sorumlu kabul edilmiştir (Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ, Ek m.1/II). Kanaatimizce ihraççı ortaklığın görevlilerinin veya bu görevlilerin yakınlarının ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını dolaylı olarak satın almalarının denetlenmesi, aracı kuruluş bakımından zordur. Bu nedenle aracı kuruluşun, ihraççı ortaklığın yöneticilerinin veya yakınlarının işlemlerinden sorumlu tutulması isabetli değildir. Aracı kuruluş ile ihraççı ortaklığın sadece kendi yöneticilerinin ve yakınlarının işlemlerinden sorumlu tutulması, halka arzda işlem yasağının uygulama kabiliyetinin artırılması bakımından yerinde olacaktır.

Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliğ'de halka arzda işlem yasağının bir müeyyidesinin düzenlenmemesi de kanaatimizce büyük bir eksiklik olarak görülmektedir. Zira, aracı kuruluşun veya ihraççı ortaklığın yöneticilerinin veya bu kişilerin yakınlarının yaptıkları işlemlerin yatırımcılar tarafından bilinmesi ve ispat edilmesi güçtür. Yasaklı kişilerin yaptıkları yasağa aykırı işlemlerden dolayı yatırımcıların uğradıkları zararın varlığının ve miktarının da belirlenmesi çok zor

görülmektedir. Bu nedenle halka arzda işlem yasağına aykırı işlemlere karşı ayrıca bir müeyyidenin düzenlenmesi zorunludur. Aksi halde bu yasağı ilişkin düzenlemenin uygulama kabiliyeti oldukça zayıf kalacaktır.

Serbest piyasa sisteminde fiyat arz ve talebe göre oluşmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına etki edecek müdahaleler, yatırımcılar bakımından aldatıcı nitelikte kabul edilmektedir. Yatırımcılar piyasada oluşan fiyata göre yatırım kararlarını almaktadır. Bu sebeple kural olarak aracı kuruluşların, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatları sabitlemek, artırmak ya da azaltmak amacıyla yapacakları işlemleri yasaklanmıştır (SPK 47/A-2). Ancak halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının değerlerinin, ihraç fiyatının altına düşmesini ve yatırımcıların zarara uğramalarını engel olmak amacıyla, halka arz aşamasından sonra belli bir süre fiyat istikrarına ilişkin işlem yapılmasına izin verilmiştir.

Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık sözleşmelerinde, aracı kuruluşlar, çerçeve sözleşmenin imzalanmasından sonra alım satım emirlerini kabul etmeye başlayabilir. Ancak aracı kuruluşlar, bu emirleri kabul etmek zorunda değildir. Gerek alım satım aracılık sözleşmeleri için İMKBY 28/III'te, gerekse türev araçların alım satımına aracılık sözleşmeleri için VOBY 60'ta aracı kuruluşların, müşterilerinin emirlerini kısmen veya tamamen kabul etmeyebilecekleri açıkça belirtilmiştir. Bu düzenlemelere göre aracı kuruluşlar nedenini açıklama zorunluluğu olmamakla birlikte, durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine hemen bildirmekle yükümlüdürler. Ancak bu düzenleme tarzı, küçük yatırımcının menfaatlerini korumaktan uzak ve aracı kuruluşların kötü niyetli işlemlerine açıktır.

Kanaatimizce yatırımcının hesabında verilen emrin yerine getirilmesine yetecek miktarda sermaye piyasası aracı veya nakit bulunması ve borsada işlem yapılması için düzenlenen süreler içerisinde veya öncesinde emir verilmiş olması halinde, aracı kuruluş müşterisinin emrini geçerli bir sebebi bulunmaksızın reddedememelidir. Zira müşterinin borsada kendi başına alım veya satım işlemi yapması mümkün değildir. Müşterinin vermiş olduğu emri bir sebep göstermeksizin



aracı kuruluşun reddetmesi, yatırımcının telafisi güç zararlara uğramasına neden olur. Bu nedenle aracı kuruluşların emri reddedebilmesi, yatırımcıyı korumasız bırakmaktadır.

Aracı kuruluşun müşteri emirlerini yerine getirebilmesi için hesapta yeterli sermaye piyasası aracı ya da nakit para bulunmuyor; alım satım işlemlerinin yapılabilmesi için emrin verilebileceği süreler geçmiş veya İMKB belli bir süre kapalı olabilir. İlgili sermaye piyasası araçlarının bazıları da işleme kapatılmış olabilir. Buna benzer sebeplerle aracı kuruluşun müşteri emirlerini kısmen veya tamamen yerine getirmemesi mümkündür. Ancak bu durumların yönetmelikte tek tek sayılarak, hangi hallerde emrin kabul edilmeyebileceği açıkça düzenlenmelidir. Aracı kuruluşa genel olarak emri kabul etmeme yetkisinin verilmesi, suistimale ve yatırımcının zarara uğramasına neden olabilecek niteliktedir. Aracı kuruluşun, herhangi bir gerekçe göstermeksizin müşteri emirlerinin bir kısmını ya da tamamını kabul etmeyebileceklerine ilişkin düzenlemenin gerek yatırımcıların korunması, gerekse sermaye piyasalarına duyulan güvenin sağlanması bakımından bir an evvel düzeltilmesi gerekmektedir.

Aracı kuruluşların, yatırımcılara imzalattıkları aracılık çerçeve sözleşmelerinde yatırımcıları mağdur edecek genel işlem şartı niteliğini haiz çok sayıda hükme yer verdikleri görülmektedir. Bu düzenlemelerde aracı kuruluşlar, ekonomik ve entelektüel üstünlüklerini kullanarak kendi menfaatlerini korumaktadırlar. Seri:V, No:46 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”in 13. maddesinin 4. fıkrasına göre, 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.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’in 13/IV hükmünün uygulanabilmesi için iki unsurun bir arada bulunması aranmıştır. Bunlar çerçeve sözleşmeye konulacak hükmün “müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici” olması ve aracı kuruluş

lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlamasıdır. Kanaatimizce Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 13/IV hükmünün uygulanmasında her iki unsurun bir arada aranması yerinde değildir. Çünkü müşterilerin hak ve menfaatlerini ciddi surette zedeleyen bir hükmün varlığı halinde, bu hüküm aracı kuruluş lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlamamış olabilir. Bu durumda Tebliğ hükmünün uygulanması ve yatırımcının söz konusu genel işlem şartları karşısında korunması mümkün olmayacaktır. Bu durum söz konusu Tebliğ hükmünün getiriliş amacına da uygun düşmemektedir.

Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmünde, sözleşmelerde belirli özellikteki hükümlere yer verilemeyeceği belirtilmiş, ancak bu hükme aykırılığın yaptırımının ne olacağı açıkça düzenlenmemiştir. Hakim görüşe göre, Tebliğ hükmü emredici kabul edilmeli ve buna aykırı çerçeve sözleşmelerde yer alan düzenlemeler BK 20/II gereğince butlan yaptırımına tabi tutulmalıdır. Ayrıca Seri:V, No:46 sayılı Tebliğin 13/IV hükmüne aykırı hükümler aynı zamanda kamu düzenini de ihlal eder nitelikte olduğundan, yine butlan yaptırımı ile karşılaşacaktır.

Aracı kuruluş, müşteri ile sermaye piyasası aracılık çerçeve sözleşmesini imzaladıktan sonra, yatırılan nakit para ile Takasbank nezdinde saklanan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmaya yetkili hale gelmektedir. Aracı kuruluş kendi menfaati doğrultusunda müşteriye ait nakit para ve menkul kıymetleri şirket portföyünde, aracı kuruluşun yöneticisi, ortakları ve diğer müşterilerinin hesaplarında, ödünç ve kredi işlemlerinde, giderlerini karşılamada haksız ve yetkisiz kullanabilmektedir. Aracı kuruluş, daha sonra mali olarak kötü duruma düştüğünde, yatırımcının bu varlıklarını da iade edememektedir. Aracı kuruluşların müşteri varlıklarını yetkisiz kullanımları yanında, ödeme güçlüğüne düşmeleri veya iflas etmeleri hallerinde de müşteri varlıklarını korumaya yönelik bir takım mekanizmalara ihtiyaç duyulmuştur. Kanun koyucu yatırımcı varlıklarının korunması ve sermaye piyasalarına duyulan güvenin devam ettirilmesi amacıyla bir takım düzenlemeler yapma yoluna gitmiştir.

Yatırımcı varlıklarının korunması amacıyla, Sermaye Piyasası Kanunu'nda 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle eklenen 46/A maddesi

uyarınca "Yatırımcıları Koruma Fonu" kurulmuştur. Fon, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'nin 21.10.2001 tarihinde kurulması ile faaliyete geçmiştir. Fon'un koruma kapsamında, sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle hisse senedi işlemlerinden doğan ve gerçek ve tüzel kişi yatırımcı tarafından satılmak, saklanmak, yönetilmek, virman edilmek, ödünç işlemlerine konu edilmek üzere veya diğer nedenlerle aracı kuruluşlara tevdi edilen veya müşteri emrine istinaden alınan hisse senetleri ile yatırımcı tarafından hisse senedi satın alınmak üzere veya satın alınan hisse senetleri karşılığında tevdi edilen nakit ya da gerçek ve tüzel kişi yatırımcıya ait hisse senedinin satılmasından sağlanan nakit yer almaktadır. Ayrıca hisse senetlerinin sağladığı temettü, bedelsiz pay alma ve bedeli ödenen yeni pay alma gibi mali haklardan kaynaklanan hisse senedi ve nakit ile hisse senedini temsilen ihraççı ortaklıklar tarafından verilen belgeler de bu koruma kapsamındadır. Ancak nemalandırma ve diğer amaçlarla hisse senedi işlemleri dışında herhangi bir işleme konu edilen nakitler, koruma kapsamında kabul edilmemiştir (Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği, m.4/I, II, III).

Haklarında tedrici tasfiye veya iflas kararı verilen aracı kurumların ve faaliyetleri durdurulan bankaların yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerinin 2009 yılı için 57.874,00 TL'ye kadar olan bölümü Fon tarafından karşılanır. Bu tutar, her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır.

Yatırımcı varlıklarının korunması amacıyla, aracı kurumlar bakımından tedrici tasfiye prosedürü düzenlenmiştir. Tedrici tasfiye yöntemine ihtiyaç duyulmasının nedeni, genel hükümlerdeki tasfiye prosedürünün sermaye piyasasının yapısına uymaması, piyasada güven ilkesinin zedelenmesine yol açmasıdır. 1997 yılına kadar aracı kurumların tasfiyesinde genel hükümlerdeki tasfiye prosedürü uygulanmış, ancak hiçbirinin tasfiyesi sonuçlandırılmamıştır. Bu durum karşısında binlerce yatırımcı mağdur olmuş ve sermaye piyasası kurumlarına duyulan güven kaybedilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 46/B maddesinde aracı kurumların tedrici tasfiyesi düzenlenmiştir. Aracı kurumlar, anonim şirket olmaları sebebiyle, Türk Ticaret Kanunu hükümlerine göre tasfiye edilir. Aracı kurumların tedrici tasfiyesi ise istisnai bir durumdur. Kurul, SPK 46/I,h hükmü uyarınca yetkileri kaldırılan aracı kurumların tedrici tasfiyesine karar verebilir (SPK 46/B/I). Aracı kurumların tedrici tasfiye karar ve işlemlerinde Türk Ticaret Kanunu, İcra ve İflas Kanunu ve diğer mevzuatın tasfiye ile ilgili hükümleri uygulanmaz.

Kurul'un 25.09.1997 tarihli toplantısında alınan 27/1546 sayılı kararıyla Takasbank sisteminde müşteri kod numaralarıyla takip edilen saklama alt hesaplarının müşteri ismine çevrilmesi hükme bağlanmıştır. 31.5.1999 tarihinden itibaren ise "Müşteri İsmine Saklama Sistemi" uygulamaya konulmuştur. "Müşteri İsmine Saklama Sistemi", Takasbank sisteminde müşteri kodlarıyla takip edilen alt hesapların Takasbank'ın yapacağı düzenleme ile isme çevrilmesini, her bir yatırımcı için verilecek sicil numarası ile takip edilerek yatırımcının kimlik bilgilerinin tespitinin mümkün hale getirilmesini ve müşterilerin menkul kıymetlerini bloke edebilmesini amaçlayan bir sistemdir. Bu yeni sistemde her bir yatırımcı için tek Takasbank numarası olmakta ve yatırımcı farklı aracı kuruluşlar nezdinde de tutuyor olsa da, tüm hisse senetlerini toplu olarak bu numara ile izleyebilmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A maddesinde 18.12.1999 tarihinde getirilen değişiklik ile sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların özel hukuk tüzel kişiliğini haiz Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kayden izlenmesi hükme bağlanmıştır. Merkezi Kayıt Kuruluşu, kadrosunun 01.06.2002 tarihinden itibaren oluşturulmaya başlamasıyla faaliyete geçmiştir. Sermaye piyasası işlemlerinin güvenli, hızlı ve etkin bir şekilde yürütülebilmesi amacıyla, sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kayden izlenmesini teminen 22.12.2002 tarih ve 24971 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri:IV, No:28 sayılı "Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ" çıkarılmıştır. Bu Tebliğ uyarınca menkul kıymetlerini kaydileştirmekle yükümlü kuruluşlar; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi

teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeleri ve yatırım fonu kurucuları olup, kaydi sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin haklarla ilgili kayıtlar, MKK'da bilgisayar ortamında üyeler itibariyle tutulmaktadır. 28 Kasım 2005 tarihi itibariyle kaydi sisteme tamamen geçilmiştir.

Aracı kuruluşlar ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların en kısa sürede çözülmesi yatırımcıların korunması bakımından önem taşımaktadır. Zira sermaye piyasasının dinamik ve değişken bir yapıya sahip olması, yatırımcının uyuşmazlık konusu maddi kayıplarının kısa sürede ve hızla büyüme riskini beraberinde getirmektedir. Sermaye piyasasının dinamik yapısı nedeniyle, uyuşmazlıkların kısa bir zaman diliminde çözülmesinin ve hak kayıplarının önüne geçilmesinin gerekliliği ve güvenli bir piyasa oluşturulması ihtiyacı, etkin bir uyuşmazlık çözüm sistemini zorunlu kılmıştır. Bu amaçla sermaye piyasası aracılık (borsa) işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklar için 91 sayılı KHK ile borsa yönetmeliklerinde özel bir çözüm yolu düzenlenmiştir.

91 sayılı KHK'nın 13. maddesinin 2. fıkrasına göre, borsa üyesi aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında doğan ihtilaflar için Borsa Yönetim Kurullarına başvurulabilir. Borsa üyeleri ile müşterileri arasında borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümü ile ilgili İMKBY ile VOBY'de benzer düzenlemelere yer verildiği görülmektedir (İMKBY 42 vd; VOBY 108 vd). Borsa üyeleri ile müşterileri arasında sadece borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklar için Borsa Yönetim Kuruluna başvurulabilmektedir (İMKBY 42; VOBY 108/I). Hâlbuki 91 sayılı KHK'da borsa üyeleri ile müşterileri arasında çıkan uyuşmazlıklarda bir ayırım yapılmaksızın hepsi için Borsa Yönetim Kurullarına başvurulabileceği belirtilmiştir.

## ÖZET

Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, Mustafa Sencer Kara

Sermaye piyasası aracılık faaliyetleri, sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır. Sermaye piyasası faaliyetleri, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık, daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı, 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 aracılıktan oluşmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre sermaye piyasası aracılık faaliyetleri sadece aracı kuruluşlar, yani aracı kurum ile bankalar tarafından yürütülebilir.

Sermaye piyasası aracılık işlemlerinde, aracı kuruluşların mesleki dikkat ve özenin gösterilmesi, müşteri menfaatlerinin korunması, çıkar çatışmalarının önlenmesi, sırların saklanması, müşteriye bilgilendirme ve aydınlatma, risk açıklama gibi yükümlükleri bulunmaktadır. Aracı kuruluşlar, hazırlamış oldukları 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 veremezler. Sermaye piyasası aracılık faaliyetlerinde hata, hile ve gabin şeklinde ortaya çıkan irade sakatlığı halleri, Borçlar Kanunu'nun genel hükümleri çerçevesinde çözülecektir.

Aracılık faaliyetlerinde yatırımcının aracı kuruluşların mali risklerine karşı da korunması gereklidir. Küçük yatırımcıların aracı kurumların mali durumlarının bozulması nedeniyle zarara uğramalarının önlenmesi, bu piyasadaki yatırımcıların aracı kuruluşlardan kaynaklanan risklere karşı korunması ve bu sayede sermaye piyasalarına olan güvenin artırılması amacıyla Yatırımcıları Koruma Fonu kurulmuştur. Ayrıca aracı kuruluşların mali risklerine karşı müşteri ismine saklama, sermaye yeterliliği ve tedrici tasfiyeye ilişkin düzenlemeler getirilmiştir.

## SUMMARY

Investor Protection In The Capital Market Intermediation Operations,  
Mustafa Sencer Kara

Capital market intermediation operations are the buying and selling of capital market instruments by authorized institutions in their own name and for their own account, in the name and for the account of another, and in their own name for the account of another. It consists of intermediation to the public offering or issuance of capital market instruments that are to be registered with the Board, the trading of previously issued capital market instruments for the purpose of intermediation, intermediation to the trading of all kinds of derivative instruments including futures and options contracts based on economic and financial indicators, capital market instruments commodities, precious metals and foreign currency. According to Capital Market Law, intermediation operations can only performed by “Intermediary Institutions” i.e. brokerage firms and banks.

Intermediary institutions have obligations such as acting with care and honestly, protecting the interests of customers, preventing the conflicts of interests, keeping customers secrets, informing customers and explaining the risks. Framework agreements prepared by intermediary institutions cannot contain provisions against capital market legislation, provisions seriously violating the interests of customers, provisions providing extraordinary unilateral rights to the intermediary institution and provisions obliging the customers to prove their orders. Defective intentions such as mistake, fraud can also be seen in intermediation operations and these have to be solved according to the general principles of Law of Obligations.

In intermediation operations, investors should also be protected for the financial risks of intermediary institutions. Investor Protection Fund was established especially to prevent the losses of small investors resulting from financial crisis of intermediary institutions, to protect the investors from the risks resulting from intermediary institutions and therefore to increase the confidence over capital markets. Principles are also set down such as hiding the name of the customers,

capital adequacy and gradual liquidation for the fiscal risks of the intermediary institutions.



## ZUSAMMENFASSUNG

Kapitalmarktvermittlungstätigkeiten enthalten An- und Verkauf der Kapitalmarktinstrumente durch autorisierte Vermittler auf eigenem Namen und auf eigene Rechnung, im Namen eines Andern und für fremde Rechnung und auf eigenem Namen und für fremde Rechnung. Die Kapitalmarktstätigkeiten bestehen aus Vermittlung von dem Verkauf der Aktien bei dem öffentlichen Zeichnungsangebot oder von dem Handeln der vorher herausgegebenen Kapitalmarktinstrumente und aller Arten derivativer Kapitalmarktinstrumente, die auf den ökonomischen und finanziellen Anzeigen, Gütern, kostbaren Metallen und ausländischer Währung basieren. Nach dem Kapitalmarktgesetz dürfen die Vermittlungsgeschäfte nur von Brokerfirmen und Bänke durchgeführt werden.

Die Brokerfirmen haben Verpflichtungen, wie das Schützen der Interessen der Kunden, das Verhindern der Interessenkonflikte, das Halten der Kundengeheimnisse, das Informieren der Kunden und das Erklären der Risiken. Die von den Brokerfirmen vorbereiteten Rahmenverträge können nicht Bestimmungen gegen Kapitalmarktvorschriften, Bestimmungen die Interessen der Kunden ernsthaft verletzend, die Bestimmungen, die außerordentliche einseitige Rechte zur Brokerfirma bereitstellen und die Bestimmungen enthalten, welche die Kunden verbinden, ihre Aufträge zu prüfen. Defekte Absichten in den Vermittlungsgeschäften wie Fehler, Betrug und Übervorteilung sind entsprechend den allgemeinen Rechtsgrundsätzen von BGB zu lösen.

In den Vermittlungsgeschäften sollten die Investoren gegen die finanziellen Gefahren der Brokerfirmen auch geschützt werden. Investor-Schutz-Fonds wurde besonders hergestellt, um die Verluste der kleinen Investoren zu verhindern, um gegen die Finanzkrise der Brokerfirmen die Investoren vor den Gefahren zu schützen und damit das Vertrauen auf Kapitalmärkte zu erhöhen. Außerdem wurden gegen die finanziellen Risiken der Brokerfirmen, für das Aufbewahren im Namen der Kunden, für die Kapitaltauglichkeit und für die stufenweise Liquidation erforderliche Maßnahmen ergriffen.