

YEDİTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA
YAPAY ZEKÂ TABANLI YATIRIM FAALİYETLERİ:
ROBO-DANIŞMANLAR VE ALGORİTMİK ALIM SATIM

Yiğit Türker ÇOBAN

İstanbul - 2024

YEDİTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA
YAPAY ZEKÂ TABANLI YATIRIM FAALİYETLERİ:
ROBO-DANIŞMANLAR VE ALGORİTMİK ALIM SATIM

Hazırlayan

Yiğit Türker ÇOBAN

Doktora Tezi

Özel Hukuk Anabilim Dalı

Danışman

Prof. Dr. Mehmet BAHTİYAR

Jüri Üyeleri

Prof. Dr. Mehmet BAHTİYAR

Doç. Dr. Levent BİÇER

Doç. Dr. Esra HAMAMCIOĞLU

Dr. Öğr. Üyesi R. Cem DİNAR

Dr. Öğr. Üyesi Mehmet F. ŞUA

İstanbul - 2024

ETİK BEYANNAMESİ

Bu tezin kendi çalışmam olduğunu ve bu tezde yer alan tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde toplandığını ve sunulduğunu beyan ederim. Bu kuralların gerektirdiği şekilde tüm materyal ve sonuçlara tam olarak atıfta bulundum ve referans gösterdim. Tezde kullanılan materyallerin telif hakkı gerektirmesi halinde gerekli izinler alınmış olup, bu tez çalışması herhangi bir intihal içermemektedir.

Bu tezin daha önce başka bir kişi tarafından yazılmış ya da yayımlanmış hiçbir materyali ya da metnini gerekli bilgilendirmenin yapıldığı durumlar dışında hiçbir bölümünü bu üniversitede ya da başka bir üniversitede başka bir tez çalışması olarak sunmadığımı beyan ederim.

Bu durumların aksi halinde ortaya çıkabilecek her türlü yasal sorumluluğu kabul ediyorum.

Yiğit Türker ÇOBAN

ÖZET

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA YAPAY ZEKÂ TABANLI YATIRIM FAALİYETLERİ: ROBO-DANIŞMANLIK VE ALGORİTMİK ALIM SATIM

Bu tezde, yapay zekâ tabanlı yatırım faaliyetleri sermaye piyasası hukuku çerçevesinde incelenmektedir. Söz konusu yatırım faaliyetleri robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım olarak iki ana kategoride ele alınmıştır. Tez üç bölümden oluşmakta olup, ilk bölümde robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım faaliyetlerinin içeriğine, ikinci bölümde bunların hukuki niteliğine, üçüncü bölümde bu faaliyetler bakımından uygulama alanı bulan hükümlere -özellikle hukuki sorumluluğa- odaklanılmıştır. Çalışmamızda işaret ettiğimiz uygulama örnekleri yalnızca konunun daha iyi anlaşılması ve bilimsel araştırma amaçlı olup, hiçbir kurumun faaliyetleri ve hizmetleri hakkında hukuki görüş veya yorumumuzu bildirmemektedir. Ülkemizde de yaygın biçimde uygulama alanı bulan algoritmik yatırım faaliyetleri bağlamında, özellikle robo-danışmanlık bakımından, açık düzenlemeler henüz mevcut değildir. Bu itibarla, tezde, robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım faaliyetlerinin sermaye piyasası hukukundaki yeri karşılaştırmalı biçimde incelenmekte; boşluk bulunan hâller için de lege lata çözüm ve de lege ferenda düzenleme önerileri getirilmektedir.

Anahtar Kelimeler: algoritmik yatırım; robo danışmanlar; robo danışmanlık; algoritmik alım satım; yatırım faaliyetleri; yatırım hizmetleri; yatırım kuruluşları; yapay zekâ hukuku; sermaye piyasası hukuku

ABSTRACT

ARTIFICIAL INTELLIGENCE-BASED INVESTMENT ACTIVITIES IN CAPITAL MARKETS LAW: ROBO-ADVISORS AND ALGORITHMIC TRADING

In this thesis, artificial intelligence-based investment activities are analyzed within the framework of capital markets law. Such investment activities are approached under two main categories: robo-advisory and algorithmic trading. The thesis consists of three chapters; the first chapter focuses on the content of robo-advisory and algorithmic trading services, the second chapter on their legal nature, and the third chapter focuses on the applicable provisions to these services, particularly civil liability. The examples of practices being pointed out in this thesis are only for the purpose of better understanding the topic and scientific research, and do not express our legal opinion or interpretation on the activities and services of any institution. In the context of algorithmic trading activities, as widespread practices in Turkey, there are not yet clear regulations, especially regarding robo-advisory. In this respect, this thesis comparatively analyzes the position of robo-advisory and algorithmic trading services in capital markets law, and proposes *de lege lata* solutions and *de lege ferenda* regulations in case of legal gaps.

Keywords: algorithmic trade; algorithmic trading; robo-advisors; robo-advisers; robo-advisory; investment activities; investments services; investment firms; artificial intelligence law; financial markets law; capital markets law



*Sabâhat DALAN EKER'İN
aziz hatırasına ithafen...*

TEŞEKKÜR

Bu teşekkür metni, akademideki yolculuğumda en keyifli biçimde kaleme aldığım satırlar olsa dahi; bu yolculukta bana destek olan her bir kişiye olan minnet borcumu, yalnızca birkaç cümle ile nasıl yerine getireceğimin endişesi içindeyim. Nitekim hazırlama ve yazım süreci her ne kadar yalnız yürünen bir yol olsa dahi, her tez gibi bu çalışma da kolektif bir emeğin meyvesidir.

Bu noktada öncelikle kıymetli danışmanım ve asistanlığımı yürütmekten onur duyduğum Hocam **Prof. Dr. Mehmet BAHTİYAR**'ı anmam gerekir. Tezime olan çok değerli katkıları bir yana, nasıl bir hukukçu, hoşgörüsü ve mütevazılığıyla nasıl bir insan olunması gerektiği hususlarında yoluma ışık tutmuştur. Hem akademik kariyerimde hem de hayat yolcuğunda kendisinin yanında yetiştirme fırsatına sahip olmaktan büyük bir mutluluk duymaktayım. Jürimin kıymetli üyeleri; hiçbir zaman emek ve yardımlarını esirgemeyen **Doç. Dr. Levent BİÇER** ve **Doç. Dr. Esra HAMAMCIOĞLU**'na, hem akademik hem manevi desteğini her daim hissettiğim **Dr. Öğr. Üyesi Cem DİNAR**'a ve değerli kürsü Hocam **Dr. Öğr. Üyesi Mehmet ŞUA**'ya içten teşekkürlerimi sunarım. Yine jürimde bulunmayı kabul ederek şeref veren **Dr. Öğr. Üyesi Argun KARAMANLIOĞLU**'na ve **Dr. Öğr. Üyesi Tuğçe TEKBEN**'e teşekkürü bir borç bilirim.

Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi lisans programına birinci olarak başlayıp doktor sıfatıyla mezun olduğum güne kadar, her bir aşamada üzerimde çok emeği bulunan, bu yuvada yetişmeme vesile olan **İSTEK Vakfı ve Yeditepe Üniversitesi Kurucu ve Onursal Başkanı Sn. Bedrettin DALAN**'a en derin şükranlarımı arz ederim. Tez yazım sürecimin son aşamalarındaki zor süreçte, gösterdikleri anlayış için **Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dekanlığımıza** teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca hem öğrencisi olmaktan hem de dekanlık görevi boyunca yanında araştırma görevlisi olarak çalışmaktan onur duyduğum **Prof. Dr. Sultan TAHMAZOĞLU ÜZELTÜRK**'ü anmadan geçmem. Kıymetli Hocam, her karanlık anda adeta bir meşale olmuştur.

Asistanlığımı yürütmekten onur duyduğum **Dr. Öğr. Üyesi Dominik BRAUN** ve öğrencisi olmaktan gurur duyduğum **Dr. Öğr. Üyesi Cihan AVCI BRAUN**'a minnetimi ifade etmemek haksızlık olur. Değerli Hocalarım hem ülkemizde hem de tez araştırması

yapmak üzere Almanya’da bulunduğum dönemde hep yanımda olmuşlardır. Bu itibarla doktora sürecinde araştırmacıların desteklenmesi açısından imkân sağlayan **Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu’na (TÜBİTAK)** da teşekkürlerimi arz ederim. **TÜBİTAK**’ın tarafıma sağlamış olduğu burs sayesinde (2214-A Yurt Dışı Doktora Sırası Araştırma Bursu), Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht’ta, 2022 yılı şubat ilâ temmuz aylarında, altı ay süreyle doktora araştırmalarımı sürdürme imkânı buldum. Bu süre zarfında, değerli vaktini ayırmaktan ve görüşlerini paylaşmaktan imtina etmeyip tezime değerli katkılar sunan, yalnızca birkaç cümlelik bir sohbetle dahi kendisine hayran bırakan kıymetli Hocam **Prof. Dr Dr h.c. mult. Peter-Christian MÜLLER-GRAFF**’a şükranlarımı sunarım. Keza, sayesinde Almanya’da bulunduğum süreci etkin bir biçimde geçirdiğim **Frau Ursula HARTENSTEIN**’a da teşekkürlerimi bildiririm.

Özellikle yapay zekâ hukukuna dair kıymetli görüşlerinden yararlandığım ve bu husustaki çalışmalarında yer almaktan onur duyduğum kıymetli Hocam **Prof. Dr. Erdem BÜYÜSKAĞIŞ**’e, ayrıca sermaye piyasası hukukuna ilişkin bilgilerinden istifade ettiğim değerli kürsü Hocam **Dr. Öğr. Üyesi Özlem ATA POLAT**’a da gönülden teşekkür ederim. Ek olarak, **Dr. Öğr. Üyesi Murat TİNİÇ**’in finans alanındaki bilgi ve görüşlerinden yararlanmak tezimin pratik yönünü geliştirdiği gibi, tarafıma da yer verdiği TÜBİTAK projesinde araştırma yapmak, multidisipliner yöntemlere dair bakış açımı genişletmiş olup, kendisini minnetle anarım. Robo-danışmanlık ve algoritmik alım satımına dair uygulama noktasında, görüşme taleplerimi kabul eden ve sorularımı içtenlikle yanıtlayan **Prof. Dr. Serra EREN SARIOĞLU**, **Dr. Nazlı KALFA BAŞ** ile **Sn. Oğuz KIRMAN**’a teşekkürü bir borç bilirim.

Esasen, her eserde olduğu gibi bu tez de yalnızca doktora eğitimi boyunca yaptığım çalışmaların değil, lisans eğitiminden itibaren şekillenen bir serüvenin nihai ürünüdür. Bu itibarla minnet borcum olan her ismi bu kısıtlı alana sığdırmam ne yazık ki mümkün olmasa da üzerimde pek emeği bulunan kıymetli Hocalarım **Prof. Dr. Abdülkadir ARPACI** ve **Prof. Dr. Hakan ÜZELTÜRK**’ü anmadan geçemeyeceğim.

Akademik serüvenim boyunca her derdime katlanan ve her mutlu anı paylaşabildiğim çok değerli meslektaşlarım ve dostlarım **Arş. Gör. Dr. Eşref Barış BÖREKÇİ**, **Av. Saba Şahika Tahmaz ÜZELTÜRK** ve **Arş. Gör. Dr. Elif Ceren**

TÜRKOĞLU iyi ki varlar. Keza ihtiyaç duyduğumda hep orada olan **Av. Ahmet Efe SABIRSIZ** ve **Av. Deniz BİLGE**'yi, tez sürecindeki bazı sıkıcı vakitleri daha keyifli hâle getiren **Av. Ezgi ERSOY**, **Arş. Gör. Defne DENİZ KISMALI** ve **Av. Dr. Alperen Asım KORUK**'u da anmamak olmaz.

En büyük teşekkürü pek kıymetli aileme ayırmaktayım. Onlara karşı olan saygı ve sevgimi, bana kattıkları her şey için teşekkürlerimi burada ifade etmek zaten mümkün değildir. Ancak bu satırları kaleme alabilmemdeki en büyük pay şüphesiz annem **Süriye ÇOBAN**'a aittir. Araştırmaya, öğrenmeye ve öğretmeye olan tutkumun kaynağı, aynı zamanda ilkokul öğretmenim olan kıymetli annemdir. Bugüne kadarki her eserimde onun parmak izleri bulunduğu gibi, bundan sonraki her çalışmamda da kendisinin gölgesi yer alacaktır. Tüm hevesim, azmim, her düştüğümde kalkma isteğim ise elbette muhterem babam **Muammer ÇOBAN**'dan ileri gelmektedir. Ne olursa olsun yanımda olduğunu bilmek, arkamda hep bir ağacın olduğunu hissetmek en büyük gücümdür. Uzun ince bu yolda hep önümde olan, her engeli önce kendisi tecrübe edip, patikamı aydınlık bir yola dönüştüren ve akademiye ilgi göstermemi sağlayan ise şüphesiz ağabeyim **Öğr. Gör. İlker ÇOBAN**'dır. Bu itibarla hiçbir zaman anlayışlarını, desteklerini, emeklerini esirgemeyen, geniş ailem **Nurten GÜMÜŞ**, **Ahmet GÜMÜŞ**, **Talat Emre GÜMÜŞ**'e ve **Özüm KURU ÇOBAN**'a da içten teşekkürlerimi sunarım.

Kendisine nasıl teşekkür edeceğimi bilemediğim bu son satırlarım ise elbette eşim **Ece GÜMÜŞ ÇOBAN**'a aittir. Birlikte çıktığımız yolda, karşılaştığımız her keskin yamacı naif bir esintiyle, her sıkıntımızı kadife bir anlayışla karşılayan ve her bir günümüzü mutlu anlarla süsleyen, biricik eşime teşekkür etmenin bir yolu mevcut olmasa dahi; biliyorum ki elini tuttuğum her gün yaşamak daha keyifli her an sonsuzluğa bir adım daha yakın olacak...

İÇİNDEKİLER

ÖZET	İV
ABSTRACT	V
TEŞEKKÜR	Vİİ
İÇİNDEKİLER	X
KISALTMALAR	XVI
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	5
ALGORİTMİK YATIRIM FAALİYETLERİNE GENEL BAKIŞ	5
§1. ALGORİTMİK YATIRIM KAVRAMI	5
I. ALGORİTMİK YATIRIMIN KISA TARİHÇESİ	5
II. ALGORİTMİK YATIRIM KAVRAMININ SINIRLARI	8
A. Terminoloji.....	8
B. Karşılaştırmalı Hukukta Algoritmik Yatırıma (Algorithmic Trading) Dair Tanımlamalar	11
C. Algoritmik Yatırıma İlişkin Ara Değerlendirme.....	16
§2. ROBO-DANIŞMANLIK KAVRAMI.....	18
I. ROBO-DANIŞMANLIK KAVRAMININ SINIRLARI	18
A. Karşılaştırmalı Hukukta Robo-Danışmanlığa ve Robo-Danışmanlara Dair Tanımlamalar	19
B. Türk Hukukundaki Durum.....	21
II. ROBO-DANIŞMANLARIN İŞLEVLERİ VE İŞLEYİŞİ	23
A. Varlık Sınıfı veya Yatırım Araçlarının Belirlenmesi	24
B. Müşteri Profilinin Belirlenmesi.....	26
C. Finansal Tavsiye Sunulması.....	28
1. Finansal Bilgi veya Genel Tavsiye Sunulması	28
2. Yatırım Tavsiyesi Sunulması.....	29
D. Portföyün İzlenmesi ve Yeniden Dengelenmesi	30
E. Algoritmik Alım Satım	30
III. ROBO-DANIŞMANLARIN SINIFLANDIRILMASI.....	31
A. Robo-Danışmanların Gelişmişlik Düzeyine Göre Sınıflandırılması.....	31
B. Robo-Danışmanların İş Modellerine Göre Sınıflandırılması.....	33
C. Robo-Danışmanların Müşteri ile Etkileşimli Olup Olmamasına Göre Sınıflandırılması	36
D. Robo-Danışmanların Otonom Olup Olmamasına Göre Sınıflandırılması	36
IV. ROBO-DANIŞMANLARIN FAYDALARI VE RİSKLERİ	39
A. Yatırım Hizmetlerinin Maliyeti ve Asgari Yatırım Tutarı	39
B. Erişilebilirlik	41
C. Robo-Danışmanların Kararlarının Yerindeliği ve Denetlenebilirliği	42
§3. ALGORİTMİK ALIM SATIM KAVRAMI.....	45
I. ALGORİTMİK ALIM SATIM KAVRAMININ SINIRLARI	45

A.	Karşılaştırmalı Hukukta Algoritmik Alım Satım Dair Tanımlamalar.....	45
B.	Türk Hukukundaki Durum.....	47
II.	ALGORİTMİK ALIM SATIMIN İŞLEYİŞİ	49
A.	Algoritmik Alım Satım ile Bağlantılı Önemli Kavramlar.....	49
1.	Borsada İşlem Yapma Yetkisi ve Borsa Üyeliği	49
2.	Doğrudan Piyasa Erişimi (Doğrudan Elektronik Erişim).....	51
3.	Eş Yerleşim (Co-location)	53
4.	Yüksek Frekanslı Alım Satım (High-Frequency Trading)	54
B.	Borsa İçi Algoritmik Alım Satımın İşleyişi	56
1.	Algoritmik Emir İletim Sistemlerinin Kurulumu	56
2.	Algoritmik Emir İletim Sistemlerinin Test Edilmesi.....	56
3.	Algoritmik Emirlerin Borsa'ya İletilmesi.....	57
4.	Risk Yönetimi	58
a.	İşlem Öncesi Risk Yönetimi (PTRM).....	58
b.	Algoritmik İşlemlere Özel Tedbirler	59
5.	Yüksek Frekanslı İşlemlere İlişkin Özel Süreçler	59
III.	ALGORİTMİK ALIM SATIMIN FAYDALARI VE RİSKLERİ	60
	İKİNCİ BÖLÜM.....	62
	ALGORİTMİK YATIRIM FAALİYETLERİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ.....	62
§1.	BİRİNCİ NESİL ROBO-DANIŞMANLIK HİZMETLERİNİN NİTELENDİRİLMESİ	63
I.	GENEL OLARAK	63
A.	Temel Düzenlemeler	63
B.	Terminoloji.....	64
C.	İnceleme ve Değerlendirme Metodu.....	65
II.	ROBO-DANIŞMANLAR TARAFINDAN YÖNLENDİRİCİ NİTELİKTE YORUM, ARAŞTIRMA, DİĞER TÜR BİLGİ VEYA TAVSİYE SUNULMASI	67
A.	Bilgi, Araştırma, Yorum veya Tavsiye Sunulması	67
1.	Bilgi, Araştırma, Yorum ve Tavsiye Arasındaki Farklılıklar	67
2.	Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme	68
B.	Yönlendiricilik Unsuru.....	71
1.	Genel Olarak	71
2.	Yönlendirici Nitelikte Araştırma veya Diğer Tür Bilgiler.....	72
C.	Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme.....	74
III.	ROBO-DANIŞMANLAR TARAFINDAN TAVSİYE SUNULMASININ TİCARİ VEYA MESLEKİ FAALİYET ÇERÇEVESİNDE OLMASI	76
A.	Tavsiyenin Düzenli Bir Uğraşı, Ticari veya Mesleki Faaliyet Kapsamında Sunulmuş Olması Gerekliği 76	
B.	Tavsiye Karşılığında Maddi Menfaat Sağlanmasının Kural Olarak Gerekli Bulunmaması.....	78
C.	Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme.....	80
IV.	ROBO-DANIŞMANLAR TARAFINDAN SUNULAN TAVSİYELERİN SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI VEYA İHRAÇÇILAR HAKKINDA OLMASI	82
A.	Sermaye Piyasası Araçları veya İhraççılara İlişkin Tavsiyeler.....	82

B.	Aracın veya İhraççının Somutlaştırılması (Jenerik Tavsiyelerin Durumu)	84
C.	Mal, Para veya Kıymetli Maden Piyasalarına İlişkin Tavsiyeler	86
D.	Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme	88
V.	ROBO-DANIŞMANLAR TARAFINDAN SUNULAN TAVSİYELERİN BELİRLİ BİR MÜŞTERİYE VEYA GRUBA YÖNELİK OLMASI	89
A.	Ana Ölçüt: Müşterinin Kişisel Durumuna İlişkin Bilgilerin Dikkate Alınması	91
1.	Müşterinin Risk ve Getiri Tercihlerine İlişkin Olarak	93
a.	i-SPK.37.1 Rehberi'ndeki İlgili İlkeler	93
b.	i-SPK.37.1 Rehberi'ndeki İlkelerin Değerlendirilmesi	94
aa.	i-SPK.37.1 Rehberi'nde Yer Alan Çelişkiler	94
bb.	SPL'nin Yorumu	97
c.	Görüşümüz	99
2.	Müşterinin Mali Durumuna İlişkin Olarak	99
3.	De Lege Lata Değerlendirmelerimiz	101
4.	De Lege Ferenda Düzenleme Önerilerimiz	102
5.	Yatırım Fonlarına İlişkin Muafiyet	103
a.	Avrupa Birliği ve Alman Hukukundaki Durum	103
b.	i-SPK.37.1 Rehberi Kapsamında Alınan İlke Kararı	105
c.	Muafiyetin III.37.1 Tebliği'ne İşlenmesi	108
d.	Muafiyet Kapsamındaki Tavsiyelerin Niteliği	109
e.	Karma Tavsiyelerin Muafiyet Kapsamında Olup Olmadığı Sorunu	111
f.	Tebliğ m. 45/6 Hükmünde Yatırımcının Portföyünü Saklama veya Yönetme Yasağının Bulunmaması	112
B.	Alternatif Ölçüt: Tavsiyenin Yatırımcı için Yerinde Olarak Sunulması	113
C.	Sunulan Hizmetin Yatırım Danışmanlığı Olmadığına İlişkin Uyarı Notlarının Tavsiyenin Kişiselliğine Etkisi 117	
D.	Tavsiyenin Yatırımcı, Potansiyel Yatırımcı ve Bunların Temsilcisi Niteliğini Haiz Kişiye Sunulması. 118	
E.	Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme	122
§2.	İKİNCİ NESİL ROBO-DANIŞMANLIK VE ALGORİTMİK ALIM SATIM HİZMETLERİNİN NİTELENDİRİLMESİ	126
I.	İNCELEME – DEĞERLENDİRME METODUMUZ	126
II.	ROBO-DANIŞMANLIK HİZMETLERİNİN PORTFÖY YÖNETİCİLİĞİ OLARAK NİTELENDİRİLMESİ	127
A.	Robo-Danışmanlık Hizmetlerinin Bireysel Portföy Yöneticiliği Olarak Nitelendirilmesi	128
1.	Portföyün Müşteri Adına Yönetilmesi	129
a.	Portföy Yönetimi Kapsamındaki İş ve İşlemler	129
b.	Portföyün Vekil Sıfatıyla Yönetilmesi	130
aa.	Portföy Yöneticisinin Tasarruf Yetkisi	130
bb.	Sözleşmesel İlişkinin Gerekliği	131
cc.	Portföy Yöneticisinin Takdir Yetkisi	132
dd.	Türk Hukukunda İlgili Tartışmalar ve Takdir Yetkisine İlişkin Görüşümüz	133
c.	Portföy Bireysel Olarak Yönetilmesi	135
aa.	Yatırım Kopyalama Yöntemiyle Bireysel Portföy Yöneticiliği	136

bb. Model Portföye Dayalı (Standart) Yönetim	136
2. Portföyün Maddi Menfaat Karşılığında Yönetilmesi	137
3. Yönetilen Portföyün Finansal Varlıklardan Oluşması.....	138
4. Diğer Hususlar	139
a. Portföyün Saklanması.....	139
b. Yatırım Fonlarının Durumu.....	140
5. Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme	142
B. Robo-Danışmanlık Hizmetlerinin Kolektif Portföy Yöneticiliği Çerçevesinde Değerlendirilmesi	144
1. Kolektif Yatırım Kuruluşları	144
2. Kolektif Yatırım Kuruluşu Portföylerinin Yönetilmesi (Portföy İşletmeciliği)	146
a. Kolektif Portföy Yöneticiliğinin Tanımı	146
b. Bireysel Portföy Yöneticiliği ile Ortak Unsurlar.....	148
c. Bireysel Portföy Yöneticiliğinden Farklı Unsurlar	148
aa. Portföyün Kolektif Niteliği	148
bb. Portföyün Kolektif Yönetimi	149
3. Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme	150
III. ALGORİTMİK ALIM SATIM HİZMETLERİNİN NİTELENDİRİLMESİ	152
A. Aracılık Faaliyeti Olarak Algoritmik Alım Satım	153
1. Genel Olarak Aracılık Faaliyetleri.....	153
2. Algoritmik Alım Satım Çerçevesinde Ara Değerlendirme.....	155
B. Yatırım Fonu Paylarının Algoritmik Alım Satımı	157
1. III-52.1 Tebliği Kapsamındaki Yatırım Fonu Katılma Paylarının Alım Satımı.....	158
a. Kolektif Yatırım Sözleşmesi	158
b. Yatırım Fonu Katılma Payı Pazarlama ve Dağıtım Faaliyeti	159
2. Borsa Yatırım Fonu Katılma Paylarının Alım ve Satımı.....	160
3. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonu Paylarının Alım Satımı.....	161
4. Algoritmik Alım Satım Çerçevesinde Ara Değerlendirme.....	163
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	165
ALGORİTMİK YATIRIM FAALİYETLERİ BAĞLAMINDA HUKUKİ VE İDARİ	
SORUMLULUK	165
§1. ALGORİTMİK YATIRIMA İLİŞKİN BAŞLICA ESASLAR	165
I. ALGORİTMİK YATIRIMIN TARAFLARI.....	165
II. ALGORİTMİK YATIRIM HİZMETİ SUNAN KURULUŞLARIN BAŞLICA	
YÜKÜMLÜKLERİ	168
A. Algoritmik Yatırıma İlişkin Başlıca Organizasyonel Yükümlülükler	168
1. Bilgi Sistemlerine İlişkin Yükümlülükler.....	168
a. Genel Olarak.....	168
b. Yatırım Algoritmalarına İlişkin Standartlar	171
2. Algoritmik Alım Satıma Özgü Organizasyonel Yükümlülükler	173
3. Çıkar Çatışmalarına İlişkin Organizasyonel Yükümlülükler.....	174
4. Organizasyonel Yükümlülükler Karşısında FinTek'lerin Durumu	177
B. Birinci Nesil Robo-Danışmanlara İlişkin Başlıca Davranışsal Yükümlülükler.....	178

1.	Doğrudan Uygulanabilir Esaslar.....	178
2.	Özen Yükümlülüğü.....	179
3.	Yerindelik Yükümlülüğü.....	181
a.	TEFAS veya BEFAS Fonlarına İlişkin Tavsiye Sunulması Bağlamında Yerindelik Testinin Gerekli Olmaması.....	183
b.	Bireysel Emeklilik Şirketleri Tarafından Uygulanmak Üzere Risk Profili Anketi.....	183
c.	Robo-Danışmanlık Hizmetleri Bağlamında Yerindelik Yükümlülüğünün Yerine Getirilmesi.....	184
4.	Robo-Danışmanlığın Niteliğine Uygun Olmayan Esaslar.....	186
5.	Genel Tavsiyelere İlişkin Esaslar.....	187
6.	Davranışsal Yükümlülükler Karşısında FinTek'lerin Durumu.....	188
C.	İkinci Nesil Robo-Danışmanlara ve Algoritmik Alım Satıma İlişkin Başlıca Davranışsal Yükümlülükler	188
D.	Robo-Danışmanlara İlişkin Davranışsal Yükümlülükler Dair Çözölmeyi Bekleyen Bir Sorun: Kripto Varlıklara İlişkin Robo-Danışmanlık.....	190
§2. ALGORİTMİK YATIRIM ÇERÇEVESİNDE SORUMLULUĞA İLİŞKİN SORUNLAR.....		191
I.	ALGORİTMİK YATIRIMDA YAPAY ZEKÂNIN SORUMLULUĞA ETKİSİ.....	191
A.	Yapay Zekâ Düzenlemelerine Genel Bakış.....	191
B.	Algoritmik Yatırım Bağlamında Yapay Zekânın Yarattığı Temel Problem: İsnadiyet.....	195
1.	Otomatik Sistemler Çerçevesinde İsnat Sorunu.....	196
2.	Otonom Sistemler Bakımından İsnat Sorunu.....	197
3.	Hibrit Sistemler Çerçevesinde İsnat Sorunu.....	200
II.	ALGORİTMİK YATIRIM BAĞLAMINDA SÖZLEŞMESEL YÜKÜMLÜLÜKLERİN VE SORUMLULUĞUN İSNADI.....	203
A.	Genel Olarak.....	203
B.	Sözleşmelerin Kurulma Aşaması Bakımından İsnat Sorunu.....	204
1.	Algoritmik Yatırım Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği.....	204
2.	Algoritmik Yatırım Sözleşmelerinin Elektronik Ortamda Kurulması.....	205
3.	Birinci Nesil Robo-Danışmanlık Sözleşmelerinin Örtülü Olarak Kurulması Sorunu.....	207
4.	Sözleşmelerin Kurulma Aşaması Bakımından İsnat Sorununun Kısıtlı Olarak Gündeme Gelmesi.....	209
C.	Sözleşmelerin İfa Aşaması Bakımından İsnat Sorunu.....	210
1.	Edime Uygun Algoritmik Fiilin İfa Sayılması.....	210
a.	Temsile İlişkin Hükümlerin Uygulanabilirliği.....	212
b.	Görüşümüz.....	213
2.	Borca Aykırılıktan Kaynaklanan Sorumluluğun İsnadı.....	214
a.	Algoritmik Kusur Kavramı ve Kusurun İsnadı Sorunu.....	215
b.	İfa Yardımcısının Fiilinden Sorumluluk Hükümlerinin Uygulanabilirliği.....	217
aa.	Algoritmik Yatırım Faaliyetleri Çerçevesinde Özen Yükümlülüğünün Konumlandırılması.....	218
bb.	İfa Yardımcısının Fiilinden Kaynaklanan Sorumlulukta Kurtuluş Kanıtı Getirilip Getirilemeyeceği Sorunu.....	220
cc.	Tüzel Kişiler Bakımından TBK m. 507/2 Hükümünün Uygulama Alanı.....	222
dd.	Algoritmik Yatırım Sistemleri Çerçevesinde İfa Yardımcısının Fiilinden Sorumluluk Hükümlerinin Kıyasen Uygulanması.....	223
c.	İlliyyet Bağının İspatı Sorunu.....	224

d.	Sözleşmesel Sorumluluğun Kaldırılması ya da Daraltılması	225
D.	Sözleşmesel Sorumluluğun İsnadına İlişkin Görüş ve Önerilerimiz	226
1.	De Lege Lata Çözüm Önerimiz: Yatırımcının Tüketici Olarak Korunmasına Dair Görüşlerin Yansımaları.....	226
a.	Yatırımcının Tüketici Sıfatı ve TKHK Hükümlerinin Uygulanabilirliği.....	227
b.	Sermaye Piyasası Mevzuatının Özel Hukuk Uyuşmazlıklarında Uygulanabilirliği	228
c.	Yansımaya Etkilerin Güven Teorisi Çerçevesinde İsnat Probleminde Kullanılması	229
aa.	Edime Uygun İfanın ve Borca Aykırılığın İsnadı Bakımından Güven Teorisinin Uygulanması 230	
bb.	Kusurun İsnadı Bakımından Yansımaya Etkilerin Uygulanması	232
d.	De Lege Ferenda Düzenleme Önerimiz	234
III.	ALGORİTMİK YATIRIM ÇERÇEVESİNDE SÖZLEŞME DIŞI SORUMLULUĞUN İSNADI 236	
A.	Haksız Fiili Hükümlerinin Uygulanabilirliği	237
1.	Saf Ekonomik Zararların Tazmini Sorunu.....	237
2.	Sözleşmesel Sorumluluk ile Ortak Problemler: Algoritmik Fiillerin ve Kusurun İsnadı ile İliyet Bağının İspatlanması Sorunları	240
B.	Gözetim Sorumluluğunun Uygulanabilirliği.....	240
C.	Dürüstlük Kuralı Zeminine Dayalı Sorumluluk Teorilerinin Uygulanabilirliği	242
1.	Birinci Nesil Robo-Danışmanlara İlişkin Olarak Güven Teorisi Çerçevesinde Sorumluluk	244
2.	Birinci Nesil Robo-Danışmanlar Bakımından Güven Sorumluluğunun İsnadına ve İliyet Bağına İlişkin Görüşümüz	246
IV.	ALGORİTMİK YATIRIM ÇERÇEVESİNDE İDARİ YÜKÜMLÜLÜKLERİN VE SORUMLULUĞUN İSNADI	248
A.	İdari Yükümlülüklerin Muhatabının Tespiti	248
B.	İdari Sorumluluğun İsnadı.....	250
	SONUÇ	253
	KAYNAKÇA	263
I.	LİTERATÜR, REHBER VE RAPORLAR.....	263
II.	İNTERNET SAYFALARI.....	276

KISALTMALAR

i-SPK.37.1 Rehberi	i-SPK.37.1 Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber
III-37.1 Tebliği	III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 11.07.2013 28704)
III-39.1 Tebliği	III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği (RG. 17.12.2013 28854)
III-52.1 Tebliği	III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 09.07.2013 28702)
III.55.1 Tebliği	III.55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 02.07.2013 28695)
III.56.1 Tebliği	Portföy Saklama Hizmetine ve Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 02.07.2013 28695)
V/55 (mülga) Tebliği	Seri: V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği (RG. 22.04.2022 24734)
V/59 (mülga) Tebliği	Seri:V, No: 59 Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 21.01.2003 25000)
VII-128.9 Tebliği	VII-128.9 sayılı Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği (RG. 05.01.2018 30292)
2017/21 Genelgesi	Fon Tercihi, Fon Dağılımı Değişikliği ile Bu Hakların Devrine İlişkin Genelge (SEDDK)
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AES	Algoritmik Emir İlerim Sistemi
a.g.e.	adı geçen eser
AIFMD	Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations

(EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 [OJ L 174, 01.07.2011, 1-73]

Algoritmik Yatırıma İlişkin Komisyon Tüzüğü	Commission Delegated Regulation (EU) 2017/589 of 19 July 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the organisational requirements of investment firms engaged in algorithmic trading [OJ L 87, 31.03.2017, 417-448]
ASIC	Australian Securities & Investments Commission
API	Application Programming Interface
Elektronik Bankacılık Yönetmeliği	Bankaların Bilgi Sistemleri ve Elektronik Bankacılık Hizmetleri Hakkında Yönetmelik, RG. 15.03.2020 31069
B2B	Business-to-business / İşletmeden işletmeye
B2C	Business-to-customer / İşletmeden müşteriye
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BEFAS	Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu
BES Yönetmeliği	Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik (RG. 09.11.2012 28462)
BISTECH Prosedürü	Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasasında Algoritmik İşlemler ve BISTECH PTRM/İşlem Öncesi Risk Yönetimi Prosedürü, Kod: 02.PRO.02
Bkz.	Bakınız
BoE	Bank of England
Borsa İstanbul Yönetmeliği	Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği (RG. 19.10.2014 29150).
Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği	Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik (RG. 19.07.2013 28712)
C2C	Customer-to-customer / Müşteriden müşteriye
C.	Cilt
CESR	The Committee of European Securities Regulators
CFTC	U.S. Commodity Futures Trading Commission
dn.	dipnot

ed.	Editör / Editörler
Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği	Sigortacılık ve Özel Emeklilik Sektörlerinde İç Sistemlere Dair Yönetmelik, RG. 25.11.2021 31670.
ESMA	European Securities and Markets Authority
E.T.	Erişim Tarihi
FCA	Financial Conduct Authority
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FinTek	Finansal Teknoloji(ler) veya finansal teknoloji kuruluşu
FMA	Financial Markets Authority
HKMA	Hong Kong Monetary Authority
Karş.	Karşılaştırınız
KWG	Kreditwesengesetz (Gesetz über das Kreditwesen)
MAD	Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Criminal Sanctions For Market Abuse [OJ L 173, 12.06.2014, 179-189]
MAR	Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC [OJ L 173, 12.06.2014, 1-61]
MAS	Monetary Authority of Singapore
MiFID I	Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC
MiFID II	Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU [OJ L 173, 12.06.2014, 349-496]

MiFID II Komisyon Tüzüğü	Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive [OJ L 87, 31.03.2017, 1-83]
MiFIR	Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 [OJ L 173, 12.06.2014, 84-148]
NASDAQ	The National Association of Securities Dealers Automated Quotations / Ulusal Menkul Kıymet Satıcıları Otomatik Fiyat Teklifleri Birliği
NZX	New Zealand's Stock Exchange
OJ	Official Journal of the European Union
UCITS Yönergesi	Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) [OJ L 302, 17.11.2009, 32-96]
para.	paragraf / kenar numarası
PTRM	Pre-Trade Risk Management / İşlem Öncesi Risk Yönetimi
RG	T.C. Cumhurbaşkanlığı Resmî Gazete
S.	Sayı
s.	Sayfa / Sayfa aralığı
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SEDDK	Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu
SerPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SFC	Securities and Futures Commission
Sorumluluk Yönergesi Taslağı	Proposal for a Directive of The European Parliament And Of The Council on adapting non-contractual civil liability rules to artificial intelligence (AI Liability Directive), COM/2022/496 final, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0496 , (E.T. 15.06.2024)

SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPL	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
TBK	6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TMK	4721 sayılı Türk Medeni Kanunu
TEFAS	Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu
TKYD	Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
TSPB	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TTK	Türk Ticaret Kanunu
Vadeli İşlem Prosedürü	Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Prosedürü, Kod: 30.PRO.01
vd.	ve devamı
Yapay Zekâ Tüzüğü	Regulation (EU) 2024/1689 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024 laying down harmonised rules on artificial intelligence and amending Regulations (EC) No 300/2008, (EU) No 167/2013, (EU) No 168/2013, (EU) 2018/858, (EU) 2018/1139 and (EU) 2019/2144 and Directives 2014/90/EU, (EU) 2016/797 and (EU) 2020/1828 (Artificial Intelligence Act), [OJ L 2024/1689, 12.07.2024].

GİRİŞ

Geçtiğimiz yetmiş yıl içinde, finansal piyasaların işleyişinde, özellikle yatırım yöntemleri ve yatırımcı davranışları noktasında önemli gelişmeler yaşanmış ve yaşanmaktadır. Bu gelişmelerin bir ucu finans diğer ucu ise bilgisayar bilimlerine ilişkindir. Nitekim 1950’li yıllardan itibaren süregelen, pasif portföy yönetim modelleri ile yapay zekâ teknolojilerindeki birbirine paralel gelişmeler, yatırım faaliyetlerini yeni bir yöne doğru sürüklemiştir. Zira pasif portföy yönetimi stratejileri ile daha geniş kitlelerin daha uzun vadeli yatırımlara erişme imkânı doğmuştur. Elektronik hizmetler ile internetin gelişimi bu erişilebilirliği daha da artırmıştır. Nihayet yatırım faaliyetlerinde otomasyon da yerini almış, hatta günümüzde otonom veya hibrit sistemler sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır. 1990’lı yıllardan itibaren borsa işlemlerinin algoritmik olarak gerçekleştirilmesi olağan bir hâl almış; alım satım emirlerinin elektronik yollarla veya otomatik olarak gerçekleştirilmesi, genel itibariyle “algorithmic trading”, olağan bir hâl almıştır. Algoritmik işlemler elbette düzenleyici otoritelerin de dikkatini çekmiş, fakat 2010 sonrasına dek pek önemli adımlar atılmamıştır.

Öte yandan, 2008 finansal krizinin piyasalarda yarattığı güvensizlik, gerek pasif ve objektif yatırım yöntemlerinin yaygınlaşmasında gerek düzenleyici otoritelerin konuya ilgisi bakımından dramatik bir etkiye sahip olmuştur. Hem küçük yatırımcının sermaye piyasasına yönelmesi hem de profesyonel müşterilerin daha güvenilir yatırım yöntemleri arayışı, robo-danışmanlık adı verilen uygulamaların hayata geçirilmesinde etkili olmuştur. Robo-danışmanlık uygulamaları ile finansal piyasalarda yatırım yapmayı amaçlayan müşterilere tavsiye veya varlık yönetimi hizmetleri sağlanmaya başlanmış; söz konusu uygulamalar gün geçtikçe daha yaygın bir hâl almıştır.

Bunların yanında, 2010 yılı Mayıs ayında Amerikan piyasalarında yaşanan “flash crash”, algoritmik araçların özellikle borsa işlemlerinde kullanılması bakımından düzenleyici otoritelerin harekete geçmesine neden olmuştur. Şöyle ki, bilgisayar kapasitelerindeki artış, saniyede yüzlerce emrin iletilmesini sağlayan “yüksek frekanslı” işlemlerin yapılmasına olanak tanımıştır. Ne var ki, yüksek frekanslı işlemlerin 2010 flash crash krizinde önemli bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Fiyatı düşüşe geçen çeşitli

araçlara ilişkin olarak, bazı algoritmaların yüksek frekanslı satış emirleri göndermesi adeta kartopu etkisi yaratmış ve işlemlerin durdurulmasına yönelik olarak yeterince hızlı bir müdahalede bulunulmamasına binaen piyasa oynaklığı oldukça dramatik seviyelere yükselmiştir. Bu itibarla 2010 krizi, düzenleyici otoritelerin dikkatini algoritmik işlemlere yoğunlaştırmıştır. Öğretide de paralel biçimde, hem robo-danışmanlık olarak adlandırılan yeni yatırım uygulamalarına hem de algoritmik işlemlere ilişkin olarak, 2010 sonrasında önemli bir ilgi gösterilmeye başlanmıştır.

Bu sırada yapay zekâ teknolojilerindeki gelişmeler ve yapay zekânın otonomi düzeyindeki artış geçtiğimiz beş yılda, yine öğreti ve düzenleyici otoritelerin dikkatine mazhar olmuştur. Elbette robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım uygulamalarında da yapay zekâ önemli bir etkiye sahip olmuş; otonom veya hibrit yatırım uygulamaları, piyasada yer almaya başlamıştır.

Ülkemizde de hem robo-danışmanlık hem de “algorithmic trading” adı verilen uygulamalar yaygın bir kullanım alanına sahiptir. Bankalar, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, bireysel emeklilik şirketleri, hatta finansal teknoloji şirketleri tarafından söz konusu isimler altında, erişilebilirliği yüksek hizmet sunulmaktadır. Karşılaştırmalı hukuk bağlamında, söz konusu hizmetlerin yabancı hukuk literatüründe çalışmalara konu olduğu, finansal piyasalarda birçok idari otoritenin de bu hizmetleri inceleyen rehber veya raporlar oluşturduğu görülmektedir. Esasen “algorithmic trading” hizmetlerine ilişkin incelemeler görece daha eski tarihlere, 2000’li yılların başına, hatta 1990’lara kadar uzanmaktadır. Lâkin 2008-2010 krizlerinin etkisi ve bu krizlerin kaynaklarına dair araştırmalara binaen “algorithmic trading” yeniden gündeme gelmiş; hem “algorithmic trading” hem de görece yeni bir kavram olan “robo-danışmanlık”, 2015 sonrasında paralel biçimde birçok incelemeye konu olmuştur. Şu var ki, literatür taramamızda, bu hizmetlerin yabancı öğretide çoğunlukla ayrı çalışmalarda ele alındığını, ülkemizdeki çalışma sayısının ise oldukça sınırlı kaldığını tespit etmiş bulunmaktayız. Hatta dilimizde “algorithmic trading” kavramı üzerinde uzlaşılmış bir terimin dahi bulunmadığını ifade etmek hatalı olmaz.

Bu itibarla çalışmamızın ilk bölümünde, sermaye piyasası hukuku çerçevesinde, “algotihmic trading” ve “robo-danışmanlık” kavramları üzerinde duracak, bu kavramların neyi ifade ettiğini belirleyecek, söz konusu hizmetlerin içeriğini tanıttak ve yatırım faaliyetlerinde algoritmaların hangi amaçlarla kullanıldığını göstereceğiz. Bu kapsamda dar

anlamda “algorithmic trading” kavramına karşılık olarak “algoritmik alım satım” terimine yer verecek, gerek Türk gerek yabancı öğretilerde eksik olduğunu düşündüğümüz algoritmik alım satım ve robo-danışmanlık arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya gayret edeceğiz. Bu bağlamda her iki faaliyeti kapsayacak biçimde “algoritmik yatırım” kavramının uygun olduğunu düşünmekteyiz.

Literatürde tespit ettiğimiz başka bir boşluk ise söz konusu hizmetlerinin, özellikle robo-danışmanlığın, hukuki niteliğine ve tabi olacağı esaslara ilişkindir. Gerçekten de hem sermaye piyasası kurumlarının hem de finansal teknoloji şirketlerinin “robo-danışmanlık” adı altında sunduğu hizmetlere rastlanmaktadır. Robo-danışmanlık hizmetlerinin hangi kurumlarca sunulabileceği, bunun yanında hangi esaslara tabi olacağı hususlarının belirlenmesi için öncelikle bu hizmetlerin hukuki niteliğinin belirlenmesi icap eder. Algoritmik alım satım daha çok Borsa İstanbul’da gerçekleştirildiği için esasen bu hususta bazı düzenlemelere rastlanmaktadır. Lâkin bir yatırım faaliyeti olarak nasıl nitelendirilmesi gerektiği tam anlamıyla açıklığa kavuşturulmalıdır. Bu itibarla çalışmamızın ikinci bölümünde, robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım olarak ikiye ayırdığımız algoritmik yatırım faaliyetlerinin hukuki niteliğini açıklığa kavuşturmayı amaçlamaktayız.

Son olarak, üçüncü bölümde ise algoritmik yatırım faaliyetleri bağlamında, hukuki ve idari sorumluluğu inceleyeceğiz. Önemle vurgulayalım ki burada sorumluluğu geniş anlamda kullanmaktayız. Başka bir ifadeyle hem algoritmik yatırım faaliyetinde bulunanların yükümlülüklerini hem de algoritmik yatırım faaliyetlerinden doğan zarardan ötürü sorumluluğu kastetmekteyiz.

Çalışmamızın sınırlarına ve metodolojimize gelince, geleneksel yatırım faaliyetlerine ilişkin olarak literatürde daha önce incelenmiş bulunan ve farklı bir perspektif sunmak gayesinde olmadığımız hususları tekrar etmekten mümkün olduğunca kaçınacağız. Öte yandan, özellikle ikinci bölümdeki hukuki nitelendirme problemi çerçevesinde, elbette sıklıkla geleneksel yatırım faaliyetlerinin unsurlarına dair incelemelerde bulunacağız. Fakat bu noktada da eksik veya hatalı olduğunu düşündüğümüz inceleme ve düzenlemelere daha çok yer ayıracağız. Özellikle yatırım danışmanlığı faaliyetinin, algoritmik yatırımdan bağımsız ve geleneksel olarak sunulmasına ilişkin düzenlemelerde dahi katılmadığımız birçok husus bulunmasına ve bu hususların nitelendirme probleminde etkili olmasına binaen, yatırım danışmanlığı kapsamındaki değerlendirmelere daha geniş yer vereceğiz. Şu da var ki,

ilerleyen bölümlerde görüleceği üzere, çalışmamızı noktaladığımız tarihlerde kripto varlıkların Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında düzenlenmesine ilişkin 7518 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Resmi Gazete’de yayınlanmış ve yapay zekâya dair bir kanun teklifi TBMM’ye sunulmuştur. Kripto varlıklar kural olarak sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmemekle birlikte, bunlara ilişkin yatırım danışmanlığı ve bireysel portföy yöneticiliği faaliyetlerine ilişkin ikincil mevzuat düzenlemelerinin yapılması beklenmektedir. Öte yandan, anılan ikincil mevzuatın sınırlarının dahi belirginleşmemiş olmasına binaen, ilgili kanun değişikliğine, ayrıca yaptığımız eklemelerle işaret etmekle yetineceğiz. Başka bir ifadeyle, kripto varlıklara ilişkin algoritmik yatırım faaliyetleri, çalışmamızın sınırları dışında kalmaktadır.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde de aynı düşünceler hâkimdir. İkinci bölümde görüleceği üzere, algoritmik yatırım faaliyetlerini finansal bilgi sunulması, genel tavsiye sunulması, yatırım danışmanlığı, (kısmi olarak) kolektif portföy yöneticiliği, alım satım aracılığı ve yatırım fonu payı dağıtım faaliyeti olmak üzere oldukça geniş bir yelpaze içinde nitelendirmekteyiz. Her bir faaliyete ilişkin tüm esasların, algoritmik yatırım bakımından ayrı ayrı, özellikle öğretiyi tekrar eden biçimde ele alınması, çalışmamızın amacını ve sınırlarını aşmaktadır. Bu itibarla, bilgi sistemlerine ilişkin esaslar başta olmak üzere algoritmik yatırım bakımından özel bir uygulama alanına sahip olan veya özen yükümlülüğü gibi algoritmik yatırım bağlamında yeniden ve farklı bir perspektifle değerlendirilmesi gerektiğini tespit ettiğimiz esaslara odaklanacağız. Şu da var ki sorumluluk bahsini, hukuki ve idari sorumluluk ile sınırlandırmaktayız. Zira algoritmik yatırım faaliyetleri bağlamında sorumluluk bahsini yeniden ele almamızın sebebi, yapay zekânın yarattığı hukuki problemlerdir. Bu problemlerin temel olarak “isnat” sorunu çerçevesinde bir araya getirilebileceği kanaatinde olup, açıklamalarımızı bu ekseninde şekillendireceğiz. Özellikle sermaye piyasası hukukuna ilişkin kamu hukuku karakterli düzenlemelerin özel hukuk bağlamındaki uygulama alanı sorunu ekseninde, geniş anlamda sorumluluğun hukuki ve idari boyutlarını, yeknesak ve bütüncül bir bakış açısıyla ele alma niyetindeyiz. Buna karşın, yapay zekâ ve isnat probleminin ceza hukuku çerçevesinde başlı başına ayrı bir değerlendirme gerektirmesine binaen, sınırlarımızı hukuki ve idari sorumluluk ile çizmekteyiz.

BİRİNCİ BÖLÜM

ALGORİTMİK YATIRIM FAALİYETLERİNE GENEL BAKIŞ

§1. ALGORİTMİK YATIRIM KAVRAMI

I. ALGORİTMİK YATIRIMIN KISA TARİHÇESİ

Finans profesyonellerinin, sigortacılık, bankacılık, konut finansmanı, yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi gibi birçok alanda, uzun yıllardan beri yazılımlardan faydalandıkları bilinmektedir. Bununla birlikte, finans alanındaki yazılımların geniş ölçüde dikkat çekmesi otomasyon ve yapay zekâda yaşanan gelişmeler ile yakından ilişkilidir.

Esasen borsalarda algoritmik karar verme yöntemlerinin kullanılması, Harry Markowitz'in, kendisine 1990 yılı Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazandıracak olan, 1952 tarihli "Portfolio Selection" (Portföy Seçimi) isimli makalesine¹ dek uzanmaktadır. Daha önce hakim konumda olan Geleneksel Portföy Teorisi'ne göre, bir portföyün maksimum getiriye elde edecek şekilde seçimi ve yönetimi, çoğunlukla, yatırımcının bilgi ve deneyimi gibi sübjektif unsurlara bağlıydı. Buna karşın, Markowitz'in özellikle 1950'li yıllarda yaptığı çalışmalar neticesinde şekillenen Modern Portföy Teorisi ise bir portföy seçimini ve yönetimi objektif ve matematiksel bir yöntem olan Ortalama-Varyans Modeli'ne dayandırmaktadır. Başka bir ifadeyle, bir portföye dahil edilecek yatırım araçlarının seçiminin ve portföy yönetiminin "algoritmik" biçimde yapılması, finans alanında yazılımların kullanılmasından önce gerçekleşmiştir.

1960'lı yıllarda, Markowitz'in bulguları birçok yazarın ilgisine mazhar olmuş, portföy seçimi ve yönetiminin basitleştirilmesi üzerine çalışmalar yapılmıştır. Nitekim 1964-1966 yılları arasında yapılan çalışmalar neticesinde, Ortalama-Varyans Modeli'ne nazaran daha basit fakat etkin bir yöntem olarak Finansal Varlık Fiyatlama Modeli oluşturulmuştur.

¹ Bkz. **Harry M. MARKOWITZ**, "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, 1952, C. 7, S. 1, 77-91.

1960'lı yılların sonuna geldiğinde, bilgisayar teknolojilerin gelişmesiyle birlikte borsalarda elektronik iletişim ağları kullanılmaya başlanmış; 1971'de dünyanın ilk elektronik borsası olan NASDAQ kurulmuştur. Böylece “otomatik ticaret” (automated trade) veya “algoritmik ticaret” (algorithmic trading) de borsalarda yerini almaya başlamıştır². 1970'li yılların ortalarında, ticari amaçlı ve görece yaygın bir kullanıma sahip olduğu kabul edilen ilk portföy optimizasyonu yazılımı, Barr Rosenberg'in öncülüğünde kurulan BARRA (Barr Rosenberg and Associates) şirketi tarafından pazara sürülmüştür³.

Yukarıda özetlenen gelişmeleri takiben, 1980'li yıllarda küçük yatırımcılara da hitap eden çevrimiçi işlem platformlarının doğmaya başladığı, 1990'lı yıllarda ise gün içi ve otomatik işlemlere olanak sağlayan ilk çevrimiçi araçların hayata geçirildiği ifade edilmektedir⁴. Otomasyonun gelişmesiyle birlikte, söz konusu yazılımlar müşteri ile doğrudan etkileşimli hale gelmiştir.

Otomasyon sayesinde müşteriler, sermaye piyasası araçlarına ilişkin alım satım emirlerini yazılımlar aracılığıyla yürütme ve hatta belirli parametreler dahilinde emrin takibini ve iletilmesini yazılım üzerinden otomatik olarak gerçekleştirme imkânlarına sahip olmuşlardır. Bu süreçte “automated trade” kavramının yerine “algorithmic trading” teriminin kullanımı giderek daha yaygın hale gelmeye başlamıştır. Sonraki başlığımızda açıklayacağımız üzere geniş anlamda “algorithmic trade” kavramına karşılık olarak “algoritmik yatırım” teriminin kullanılması kanaatimizce yararlı olur.

²Phil MACKINTOSH, *Nasdaq: 50 Years of Market Innovation*, 2021, <https://www.nasdaq.com/articles/nasdaq%3A-50-years-of-market-innovation-2021-02-11>, E.T. 15.06.2024).

³Bkz. Andrei A. KIRILENKO / Andrew W. LO, “Moore’s Law versus Murphy’s Law: Algorithmic Trading and Its Discontents”, *Journal of Economic Perspectives*, 2013, C. 27, S. 2, s. 55. Görülmektedir ki 1950’li yıllarda başlayan süreç, 1970’lerde, isimleri tam olarak konulmuş olmasa dahi, algoritmik yatırım ile robot danışmanlığın doğumunu tetiklemiştir.

⁴Roland SCHWINN / Ernie G.S. TEO, “Inclusion or Exclusion? Trends in Robo-advisory for Financial Investment Services”, *Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion*, C. 2, ed. David Lee Kuo CHUEN & Robert DENG, 2018, Elsevier Academic Press, s. 482-483. Tilen ĆUK, Arnaud VAN WAEYENBERGE, “European Legal Framework for Algorithmic and High Frequency Trading (Mifid 2 and MAR) A Global Approach to Managing Risks of the Modern Trading Paradigm”, *European Journal of Risk Regulation*, 2018, C. 9, S. 1, s. 148. Interactive Brokers LLC bu bağlamdaki ilk örneklerden biri olarak vurgulanabilir. Bkz. INTERACTIVE BROKERS, “Interactive Brokers History”, <https://www.interactivebrokers.com/en/general/about/about.php>, E.T. 15.06.2024). 1990’lardan 2010’lara kadar otomatik ticaret modellerinin gelişimi hakkında tablo için bkz. Peter GOMBER, Kai ZIMMERMANN, “Algorithmic Trading in Practice”, *The Oxford Handbook of Computational Economics and Finance* (ed. CHEN Shu-Heng, KABOUDAN Mak, DU Ye-Rong), 2018, Oxford University Press, s. 314.

Buna karşılık, yazılımların müşteri ile etkileşiminde yeni bir dönemi başlatan olay ise yapay zekânın bu yazılımlar ile bütünleşmesi olmuştur. Çünkü, yapay zekânın gelişimi, otomasyonun yanında -sınırlı olsa dahi- otonomiye de beraberinde getirmiştir. Örneğin, yapay zekâlı yazılımlar artık finansal tavsiye üretebilmekte ve doğrudan doğruya müşterilere sunabilmektedir. Yapay zekâlı ve müşteri ile doğrudan etkileşime giren yazılımlara, özellikle yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği alanlarında başvurulmaktadır. “Robo-danışman” kavramı da söz konusu gelişmeler üzerinde kullanılmaya başlanmıştır.

Öğretide, müşteri ile etkileşimli robo-danışmanların ilk olarak ABD’de, 2008 finansal krizi dolayısıyla ortaya çıktığı belirtilmektedir⁵. Özellikle düşük faiz oranları, yüksek maliyetli aktif varlık yönetimi stratejilerinin düşük getiri ile sonuçlanması⁶, bunların yanında banka ve yatırım kuruluşlarına karşı oluşan güvensizlik⁷ nedenleriyle, yatırımların pasif yönetimine olan ilginin arttığı ileri sürülmektedir. Bu bağlamda, 2008 krizinin hemen ardından faaliyete başlayan, ABD merkezli Betterment ve Wealthfront şirketleri, müşteri ile etkileşimli robo-danışmanlık hizmeti sunan ilk örnekler olarak vurgulanmaktadır⁸.

⁵ **Dominique PAYETTE**, “Regulating Robo-Advisers in Canada”, *Banking & Finance Law Review*, 2018, C. 33, S. 3, s. 425; **Serra EREN SARIOĞLU**, *Portföy Yönetiminde Yeni Yaklaşımlar – Dijital Varlık Yönetimi ve Robo Danışmanlık*, 2018, Nisan Kitabevi, s. 53, 55. **Suna ÖZYÜKSEL & Hanifi Yunus İGÇİ**, “Robo Danışmanlıktan Hibrid Dnışmanlığa”, *Working Paper Series – Tartışma Metinleri*, S. 235 / 2019-12, 2019, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Enstitüsü, İstanbul, s. 3.

⁶ **SCHWINN & TEO**, s. 484.

⁷ **Philipp MAUME**, “Regulating Robo-Advisory”, *Texas International Law Journal*, 2019, C. 55, S. 1, s. 60; **Peter SCHOLZ & Michael TERTILT**, “Robo-Advisory: The Rise of Investment Machines”, *Robo-Advisory: Investing in the Digital Age*, ed. Peter SCHOLZ, 2021, s. 7.

⁸ **EREN SARIOĞLU**, s. 57; **Wolf-George RINGE & Christopher RUOF**, “A Regulatory Sandbox for Robo Advice”, *ILE Working Paper Series*, S. 14, 2018, University of Hamburg, Institute of Law and Economics, Hamburg, s. 5; **Philipp MAUME**, *Robo-Advisors: How do they fit in the existing EU regulatory framework, in particular with regard to investor protection?*, 2021, Avrupa Parlamentosu, Lüksemburg, s. 14; **Robin Hui HUANG, Charles Chao WANG, Olivia Xin ZANG**, “The development and regulation of robo-advisors in Hong Kong: emprical and comparative perspectives”, *Journal of Corporate Law Studies*, 2022, C. 22, S. 1, Routledge, s. 234; **Arne LORDT**, *Das Recht der digitalen Kapitalanlage – Eine Untersuchung ausgewählter zivil- und aufsichtrechlicher Probleme bei der Erbringung von Robo Advice*, 2022, Peter Lang: Berlin, s. 23.

Bunun yanında **FISH / LABOURÉ / TURNER**, Wealthfront’un ilk başta insan danışmanlar ile teknoloji topluluğuna düşük maliyetli ve iyileştirilmiş varlık yönetimi hizmetleri sağlamayı amaçladığının altını çizmektedir. Yazarlar, Wealthfront kurucularının odağının sonradan değiştiğini ve yazılımların yatırım tavsiyesi üretmesi ile daha çok kişiye daha ucuz maliyetle erişim sağlama potansiyelini fark ettiklerini belirtmektedirler. **Jill E. FISCH, Marion LABOURÉ, John A. TURNER**, “The Emergence of the Robo Advisor”, *Pension Research Council Working Paper PRC WP2018-12*, 2018, University of Pennsylvania, s. 8, <https://pensionresearchcouncil.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2018/12/WP-2018-12-Fisch-et-al.pdf> (E.T. 28.10.2023).

ABD'nin ardından Avrupa'da benzer gelişmeler yaşanmış, 2010 yılı sonrasında İngiltere ve Almanya başta olmak üzere, Avrupa'da da müşteri ile etkileşimli robo-danışmanlar faaliyet göstermeye başlamıştır⁹. Aynı yönde, uzak doğu ülkelerinde de robo-danışmanlara olan ilgi giderek artmaya başlamıştır¹⁰.

Robo-danışmanların gelişimi sırasında, algoritmik yatırımın kullanım alanlarında, hatta tanımlanmasında dahi değişiklikler yaşanmıştır. 1970'lerden itibaren paralel ve etkileşim içinde ilerleyen bu iki kavram, günümüzde iç içe geçmiş durumdadır. Zira algoritmik yatırım kavramı günümüzde, piyasa aktörleri tarafından bağımsız olarak gerçekleştirilebilecek bir yöntem olmasının yanı sıra, robo-danışmanlığın bir türü veya bir işlevi olarak da konumlanmaktadır. Robo-danışmanlık ile algoritmik yatırım bakımından ortaya çıkan bu çakışma, yapay zekâ tabanlı algoritmik yatırımın uygulama alanını da günden güne genişletmektedir.

II. ALGORİTMİK YATIRIM KAVRAMININ SINIRLARI

A. Terminoloji

İngilizce literatürde ve resmi dili İngilizce olan çoğu ülkenin mevzuatında, finansal piyasalardaki yatırım faaliyetlerini işaret etmek üzere genel bir terim olarak “trade” veya “trading” kavramlarına yer verilmektedir. Söz konusu işlemlerin bilgisayar algoritmaları

⁹ RINGE & RUOF, s. 5; SCHOLZ & TERTILT, s. 7. Almanya'da robo-danışmanlık pazarı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Tobias B. MADEL, *Robo Advice: Aufsichtsrechtliche Qualifikation und Analyse der Verhaltens- und Organisationspflichten bei der digitalen Anlageberatung und Vermögensverwaltung*, 2019, Nomos, s. 33 vd; LORDT, s. 24 vd.

¹⁰ Asya'da robo-danışmanlar tarafından yönetilen portföy büyüklüğü bakımından ilk sırada Çin'in yer aldığı belirtilmektedir. EREN SARIOĞLU, s. 58. Güncel sayılabilecek gelişmelerin başında, 2016 yılında, Chloe isimli uygulamanın Hong Kong merkezli ilk robo-danışman olarak nitelendirilmesi; bu uygulamanın Japonya'dan da yatırım alması gösterilebilir. HUANG / WANG / ZANG, s. 241; Francis Nikolai ACOSTA, “Nomura buys into HK robo-advisor”, *Fund Selector Asia*, 2018, <https://fundselectorasia.com/nomura-buys-into-hk-robo-advisor/>, E.T. 15.06.2024). 2017 yılında Singapur Mali Otoritesi, robo-danışmanlık hizmetlerinin düzenlenmesine ilişkin olarak kamuoyu görüşü araştırması başlatmış, 2018'de ise “Sanal Danışmanlık Hizmetlerinin Gözetilmesine Dair Kılavuz” yayınlamıştır. Kılavuz için bkz. MAS, *Guidelines on Provision of Digital Advisory Services* [CMG-G02], 2018, <https://www.mas.gov.sg/regulation/guidelines/guidelines-on-provision-of-digital-advisory-services>, E.T. 15.06.2024). Hong Kong Mali Otoritesinin de 2019 tarihli yapay zekâ ve bankacılık ilişkisine dair raporunda robo-danışmanlara yer verildiği görülmektedir. Rapor için bkz. HKMA, *Reshaping Banking with Artificial Intelligence*, 2019, s. 45 vd., [https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/financial-asastructure/Whitepaper on AI.pdf](https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/financial-asastructure/Whitepaper%20on%20AI.pdf), E.T. 15.06.2024).

aracılığıyla yürütülmesi ise genellikle “algorithmic trading” olarak adlandırılmaktadır. Resmi dilin İngilizce olmadığı temel hukuk sistemlerine de “algorithmic trading” kavramının dilbilimsel karşılıklarına rastlanmaktadır. Nitekim, Alman hukukunda “*algoritmischer Handel*”, Fransız hukukunda “*trading algorithmique*” terimleri kullanılmaktadır.

Türk literatüründe “algorithmic trading” kavramının karşılığı olarak, “algoritmik ticaret”¹¹ veya “algoritmik işlem”¹² gibi kavramların kullandığı görülmektedir. Söz konusu kavramın Türkçemizdeki karşılığı olarak genel kabul gören veya resmi bir terim henüz oluşmamıştır. “Algorithmic trading” kavramına ilişkin olarak, hem yabancı hukuk sistemlerindeki gelişmelerin mevzuatımıza olan etkileri hem de ülkemizde piyasadaki uygulamalar göz önüne alındığında, bu kavramı karşılayan bir terimin tespit edilmesi yararlı olur.

“Algoritmik ticaret” kavramı kanımızca uygun değildir. “Trade” ya da “trading” kavramlarının dilbilimsel karşılığı olan “ticaret” terimi, dilimizde sermaye piyasalarında yapılan işlemler bakımından tercih edilmemektedir. Bu nedenle “algorithmic trade” kavramı, “algoritmik ticaret” şeklinde dilimize çevrildiğinde, sermaye piyasalarında gerçekleştirilen algoritmik işlemlerin yanı sıra, “algoritmik ticari iş” olarak da anlamlandırılabilir. Zira algoritmaların kullanımı sermaye piyasaları, hatta finansal piyasalar ile sınırlı değildir.

“Algoritmik işlem” kavramı da kanaatimizce uygun değildir. “İşlem”, daha ziyade borsacılık faaliyeti kapsamında kullanılan bir terimdir. Nitekim, Borsa İstanbul Yönetmeliği¹³ m. 4/1-h hükmünde “işlem görme” şu şekilde tanımlanmaktadır: “*Yatırım araçlarının Borsada alım satıma konu olması*”. Bu itibarla, “algoritmik işlem” kavramı da yine Borsa’daki işlemlerin “algoritmik” biçimde gerçekleştirdiğini ifade etmekte olup, Borsa İstanbul tarafından şu şekilde tanımlanmıştır: “*Algoritmik Emir İletim Sistemleri tarafından*

¹¹ Bkz. **Aysema SERT**, Sermaye Piyasası Yatırımlarında Yeni Yatırımcı Davranışı “Algoritmik Trade”, 2022, Çorum: Hitit Üniversitesi (Yüksek Lisans Tezi), s. 25 vd.

¹² **Mehmet ONUR, Onur KALKAN**, “Sermaye Piyasalarında Yüksek Frekanslı İşlemler”, *Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan* (ed. İsmail KIRCA, Başak ŞİT İMAMOĞLU, Murat GÜREL, Ufuk TEKİN, İbrahim BEKTAŞ, Merve İrem YENER), 2019, İstanbul: On İki Levha, s. 883.

¹³ Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği, RG. 19.10.2014 29150.

*üretilen emirler ile gerçekleştirilen tüm işlemlerdir*¹⁴. Halbuki, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde görüleceği üzere, “algorithmic trade” kavramı borsacılık faaliyetinin sınırlarını aşmaktadır. Ayrıca, düzenleyici perspektifte, adeta bağımsız bir faaliyet gibi konumlandırılmalıdır. Zira bir yatırım faaliyetinin algoritmik olarak gerçekleştirilmesi, geleneksel yatırım yöntemlerine nazaran daha farklı riskler oluşturmakta ve daha özel düzenlemeler gerektirmektedir. Örneğin bir alım satım işleminin algoritmik olarak yapılması, geleneksel alım satım faaliyetinden sadece usuli olarak değil, maddi esaslar bakımından ayrılmaktadır. Dolayısıyla “algoritmik işlem” terimi, “algorithmic trading” karşısında dar kapsamlı kalmaktadır. Kaldı ki “trading” kavramının karşılığı da “işlem” değildir. “İşlem” terimi, çoğunlukla “transaction” kavramına tekabül etmektedir.

“Algoritmik alım satım” kavramı uygun olmakla birlikte, dar kapsamlıdır. Nitekim “trading” kavramı dar anlamda alım satımı işaret etmektedir. Ancak “algorithmic trading” altındaki hizmetlerin kapsamı finansal araçların alım satımı ile sınırlı değildir. “Algoritmik alım satım”, ancak dar anlamda “algorithmic trading” kavramına karşılık gelebilir.

Kanaatimizce “algoritmik yatırım” terimi isabetli olur. Öncelikle, hemen aşağıda açıklanacağı üzere, “algorithmic trading” kavramının içeriği hukuk sistemine göre değişmektedir. Algorithmic trading bazen genel itibariyle yatırım faaliyetinin algoritmik olarak icra edilmesini ifade eden biçimde bazen de özel bir yatırım faaliyetine işaret eden bir anlamda kullanılmaktadır. Bu nedenle, “yatırım” gibi geniş kapsamlı bir terimin tercih edilmesi yararlı olur. İkinci olarak, “algoritmik yatırım” terimi, “algorithmic trading” kavramının dilbilimsel karşılığı olmasa dahi, kurumsal olarak buna en yakın olan terimdir. Nitekim, “algorithmic trading” altında sunulan hizmetler de esasen III-37.1 ve III-55.1 sayılı Tebliğlerde düzenlenen yatırım faaliyetleri kapsamındadırlar.

O halde, çalışmamız kapsamında “algoritmik yatırım” kavramını, aksi belirtilmediği sürece; herhangi bir hukuk sistemine özgü olmamak üzere, karşılaştırmalı hukukta farklı görünüşleri bulunan, en geniş haliyle *bilgisayar algoritmaları vasıtasıyla icra edilen yatırım faaliyetlerini* işaret etmek üzere kullanılmaktadır. Dolayısıyla aşağıda incelenecek

¹⁴ Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasasında Algoritmik İşlemler ve BISTECH PTRM/İşlem Öncesi Risk Yönetimi Prosedürü, Kod: 02.PRO.02, <https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasinda-algoritmik-islemler-ve-bistech-ptrm-islem-oncesi-risk-yonetimi-proseduru.pdf>, (E.T. 15.06.2024), para. 3.

olan robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım faaliyetlerinin her ikisi de algoritmik yatırım kavramının sınırları içinde kalmaktadır.

B. Karşılaştırmalı Hukukta Algoritmik Yatırıma (Algorithmic Trading) Dair Tanımlamalar

Algoritmik yatırım, bazı hukuk sistemlerinde tanımlanmış bazılarında ise henüz bir tanıma kavuşmamıştır. Avrupa Birliği'nde, algoritmik yatırım, kural olarak, geleneksel yatırım faaliyetlerinin yürütülmesi bakımından özel bir yöntem olarak ele alınmaktadır. Bunun yanında yüksek frekanslı işlemler gibi algoritmik yatırımın bazı alt türleri ise ayrı bir faaliyet türü gibi düzenlenerek, özel esaslara tabi tutulmaktadır. MiFID II¹⁵ çerçevesinde algoritmik yatırım (algorithmic trading) şu şekilde tanımlanmaktadır: “*Yalnızca, bir veya birden fazla borsaya emir iletimi, herhangi bir değişkenin belirlenmediği emirlerin işlenmesi, emirlerin onaylanması ya da gerçekleşen işlemlerin tasfiyesi için kullanılan sistemler hariç olmak üzere; emirlerin, gönderilip gönderilmeyeceği, zamanlaması, fiyatı veya miktarı gibi bireysel değişkenlerinin, sınırlı bir insan müdahalesiyle veya insan müdahalesi bulunmaksızın, bir bilgisayar algoritması tarafından belirlenmesi suretiyle, finansal araçların işlem görmesidir*”¹⁶. MiFID II Komisyon Tüzüğü¹⁷ m. 34'e göre “*herhangi bir emir veya teklif belirleme prosedürü ya da emir gerçekleştirme optimizasyonuna yönelik herhangi bir prosedür için; önceden belirlenmiş değişkenlere göre, emrin veya teklifin oluşturulması (generating), verilmesi (initiating), yönlendirilmesi/iletilmesi (routing) veya gerçekleştirilmesi (execution) aşamalarının herhangi birinde otomatik bir sistemin karar aldığı*” durumlarda, insan müdahalesi sınırlıdır veya bulunmamaktadır.

¹⁵ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU [OJ L 173, 12.06.2014, 349-496].

¹⁶ Bkz. MiFID II m. 4/1-(39). Ayrıca Yönerge'nin 59 numaralı resitalinde de şu ifadeler yer verilmiştir: “*Birçok piyasa katılımcısı artık, bir bilgisayar algoritmasının, asgari insan müdahalesiyle veya insan müdahalesi bulunmaksızın, emrin özelliklerini otomatik olarak belirlediği, algoritmik yatırımı kullanmaktadır*”. Yönerge'nin 17 vd. maddelerinde ise algoritmik yatırıma ilişkin esaslara yer verilmiştir.

¹⁷ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive [OJ L 87, 31.03.2017, 1-83].

Algoritmik Yatırıma İlişkin Komisyon Tüzüğü'nün¹⁸ beşinci resitalinde yatırım kararı algoritmaları ile işlem algoritmaları arasında ayırım yapılmıştır. Buna göre yatırım kararı algoritmaları, hangi finansal aracın alınması veya satılması gerektiğine ilişkin olarak otomatik biçimde karar üretmektedir. İşlem algoritmaları ise yatırım kararı alındıktan sonra devreye girmektedir. Bu algoritmalar otomatik olarak emir üreterek işlem sürecini optimize etmektedir. Resitalde, yatırım kararı algoritmalarının, piyasanın işleyişine olan genel etkileri itibariyle işlem algoritmalarından ayrıştırılmaları gerektiği ifade edilmiştir. Örneğin, yalnızca otomatik olmayan yollarla yani insan eliyle gerçekleştirilebilecek emirler üreten yatırım kararı algoritmaları, test yükümlülüklerinden muaf tutulmaktadır¹⁹.

Esasen, yatırım kararı algoritmaları, tavsiye sunulmasına yönelik robo-danışmanlığı; işlem gerçekleştirme algoritmaları ise portföy yönetimine ilişkin robo-danışmanlığı ve alım satım faaliyetlerini işaret etmektedir. Bu kapsamda, Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi ESMA, 2018 ve 2023 tarihli “*MiFID II Uyum Gereklilikleri Bakımından Belirli Hallere İlişkin Kılavuz*”larda²⁰ robo-danışmanlığı ele almış, 2021 yılında algoritmik alım satım konulu bir rapor²¹ yayınlamıştır.

ABD’de Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu SEC tarafından, yaklaşık on yıldır algoritmik yatırıma özel bir önem verildiği görülmektedir. SEC, 2014 yılında algoritmik yatırımın bir alt dalı olan yüksek frekanslı işlemler hakkında²², 2020 yılında ise doğrudan sermaye piyasalarında algoritmik yatırım (algorithmic trading) konulu²³ birer rapor

¹⁸ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/589 of 19 July 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the organisational requirements of investment firms engaged in algorithmic trading [OJ L 87, 31.03.2017, 417-448].

¹⁹ Bkz. Algoritmik Yatırıma İlişkin Komisyon Tüzüğü'nün altıncı resitali.

²⁰ **ESMA**, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, (ESMA35-43-1163), 06.11.2018, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_0.pdf, (E.T. 15.06.2024); **ESMA**, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, (ESMA35-43-3172), 03.04.2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements.pdf, (E.T. 15.06.2024).

²¹ **ESMA**, *MiFID II Review Report – MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*, (ESMA70-156-4572), 28.09.2021, <https://www.esma.europa.eu/document/mifid-ii-final-report-algorithmic-trading>, (E.T.17.03.2024).

²² **SEC**, *Equity Market Structure Literature Review – Part II: High Frequency Trading*, 18 Mart 2014, https://www.sec.gov/marketstructure/research/hft_lit_review_march_2014.pdf, (E.T. 15.06.2024).

²³ **SEC**, *Staff Report on Algorithmic Trading in U.S. Capital Markets*, 5 Ağustos 2020, https://www.sec.gov/files/algo_trading_report_2020.pdf, (E.T. 15.06.2024).

hazırlamıştır. Ne var ki SEC, her iki raporda da adeta algoritmik yatırım kavramının etrafından dolaşmış, keskin sınırları olan bir tanım ortaya atmaktan bilinçli olarak kaçınmıştır. SEC, 2014 tarihli raporunda, algoritmik yatırımın özellikle yüksek frekanslı işlemleri de içine alacak şekilde, geniş bir faaliyet yelpazesini kapsadığını belirtmekle yetinmiş ve yüksek frekanslı işlemlere dair ayrıntılara yer vermiştir²⁴. 2020 tarihli raporunda ise algoritmaya dair bir tanım vermiştir: “*En genel haliyle, bir algoritma, sınırlı/sonu olan (finite), belirlenimci/deterministik (deterministic) ve etkili olan, bilgisayar programı olarak uygulanmaya elverişli bir problem çözme metodudur*”²⁵. SEC, ilgili literatürü taramış, fakat öğretilen çok daha geniş bir bakış açısı ile Rapor’u kaleme almıştır. Zira Rapor kapsamının *algoritmaların kullanıldığı veya önemli olduğu alanlara ulaşması amaçlanmıştır*²⁶. Bu çerçevede SEC, algoritmik yatırımı doğrudan doğruya tanımlamamış olsa da şu ifadelerle yer vermiştir: “*Genel olarak, algoritmalar, piyasa durumunu çok hızlı bir şekilde değerlendirmek, ne zaman, nerede ve nasıl yatırım yapılacağını belirlemek ve sonrasında nihai yatırım kararlarını piyasada gerçekleştirmek için piyasaya dair zengin bir bilgi dizisinden istifade etmektedir*”²⁷. Bunların yanında, FINRA tarafından 2016 yılında robo-danışmanlığa özel olarak hazırlanmış bir rapor da bulunmaktadır²⁸.

Avustralya’da Menkul Kıymetler ve Yatırımlar Komisyonu ASIC, 2016 yılında robo-danışmanlık özelinde²⁹, 2022 yılında ise algoritmik yatırıma ilişkin bir kılavuz yayınlamış ve kavramı “elektronik yatırım” (electronic trading) olarak adlandırmıştır. Kılavuzda “algorithmic trading”, elektronik yatırımın bir alt türü olarak ele alınmıştır. ASIC’in electronic trading kavramının çalışmamız kapsamında algoritmik yatırıma, algorithmic trading kavramının ise algoritmik alım satıma karşılık geldiği söylenebilir. Bunların yanında, “algoritmik emir işleme” (algorithmic order processing / AOP) ve

²⁴ SEC, HFT Literature Review, s. 5.

²⁵ SEC, Algorithmic Trading, s. 5-6.

²⁶ a.g.e, s. 6-7.

²⁷ a.g.e, s. 6. SEC’e göre algoritmalar, yatırım araçlarının, fiyatın, emir büyüklüğünün, teklif taleplerine ilişkin cevapların, risk düzeyinin, aracının, zamanlamanın ve bunlar gibi birçok faktörün belirlenmesine işlev görmektedirler.

²⁸ FINRA, *Report on Digital Investment Advice*, Mart 2016, <https://www.finra.org/sites/default/files/digital-investment-advice-report.pdf>, (E.T. 15.06.2024), s. 2.

²⁹ ASIC, *Regulatory Guide 255: Providing digital financial product advice to retail clients*, 2016, <https://download.asic.gov.au/media/vbnlotqw/rg255-published-30-august-2016-20220328.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

“algoritmik program” (algorithmic program) kavramları önem arz etmektedir. AOP, yatırım mesajlarının elektronik biçimde işlenebildiği bir metottur³⁰. ASIC, AOP sistemlerinin, bu sistemler içinde veya bunlar aracılığıyla yatırım mesajlarının üretilmesi için kullanılabileceğini belirterek³¹, algoritmik programları şu şekilde tanımlanmıştır: “*Algoritmik programlar, programlanabilir mantığı, önceden belirlenmiş bir dizi değişkene, mantık kurallarına ve koşullara dayalı olarak (insan üretimi yerine) sistem tarafından üretilmiş mesajları kullanan otomatik stratejilerdir*”³². ASIC ayrıca, bu programların algoritmik yatırım (algorithmic trading), otomatik emir üretimi, otomatik/akıllı emir iletimi³³ ile yüksek frekanslı işlemler ve otomatik piyasa yapıcılığını³⁴ da kapsadığını vurgulamıştır³⁵.

Birleşik Krallık’ta Finansal Yönetim Otoritesi FCA, 2018 yılında algoritmik yatırım (algorithmic trading) konulu bir rapor hazırlamıştır. Bu yılda Birleşik Krallık henüz Avrupa Birliği üyesi olduğu için değerlendirmeler MiFID II kapsamında yapılmıştır. Raporda ilgi çekici olan kısım, algoritmik yatırım kavramı hakkındaki tanım ve kapsamın, faaliyette bulunan kuruluşun türüne ve stratejisine göre değiştiğinin belirtilmesidir³⁶. FCA, algoritmik yatırım stratejilerinin, yatırım kararları alınmasında ve işlemlerin gerçekleştirilmesinde kullanıldığını belirtmektedir³⁷. FCA’ın yanında, İngiltere Merkez Bankası BoE de aynı yıl içinde algoritmik yatırıma dair çalışmalarda bulunmuştur³⁸.

³⁰ Yatırım mesajları ise emirlerin gönderilmesi, değiştirilmesi veya iptal edilmesi ya da işlemlerin raporlanması ve iptal edilmesi gibi sistemin yatırım fonksiyonlarıyla ilgili mesajlar olarak tanımlanmaktadır. Bkz. **ASIC**, *Regulatory Guide 241: Electronic trading*, Ağustos 2022, <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-241-electronic-trading/>, E.T. 15.06.2024), para. RG 241.10 vd.

³¹ *a.g.e.*, para. RG 241.19.

³² *a.g.e.*

³³ *a.g.e.*

³⁴ **ASIC**, *Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets*, Ağustos 2022, <https://download.asic.gov.au/media/vy1bcvwt/rg265-published-2-august-2022.pdf>, E.T. 15.06.2024), s. 164.

³⁵ *a.g.e.*

³⁶ **FCA**, *Algorithmic Trading Compliance in Wholesale Markets*, Şubat 2018, <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/algorithmic-trading-compliance-wholesale-markets>, E.T. 15.06.2024), para. 2.7.

³⁷ *a.g.e.*

³⁸ Bkz. **BoE**, *Policy Statement | PS12/18 – Algorithmic trading*, Haziran 2018, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/policy-statement/2018/ps1218.pdf>, E.T. 15.06.2024); **BoE**, *Supervisory Statement | SS5/18 – Algorithmic trading*, Haziran 2018,

Hong Kong’ta algoritmik yatırım, “otomatik yatırım hizmetleri” kavramı altında ele alınmaktadır. Hong Kong SFO³⁹ yönetmeliğinin beş numaralı ekinin ikinci bölümünde otomatik yatırım hizmetleri oldukça detaylı ve uzun bir biçimde tanımlanmıştır. Otomatik yatırıma ilişkin esaslar ise Yönetmelik’in üçüncü bölüm yedinci kısmında belirlenmiştir. Söz konusu düzenlemelerin konusunu, genel itibarıyla, geleneksel yatırım faaliyetlerinin elektronik olarak sunulması halinde yetkili kuruluşların belirlenmesi, risk yönetimi, şeffaflık gibi esaslar oluşturmaktadır. Hong Kong Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu SFC ile Hong Kong Mali Otoritesi HKMA da algoritmik yatırım üzerine çalışmalar yayınlamışlardır. SFC, 2016 yılında “*Otomatik Yatırım Hizmetlerinin (Automated Trading Services) Düzenlenmesine İlişkin Kılavuz*”u yayınlamıştır⁴⁰. Kılavuz’da SFO’da düzenlenen otomatik yatırım faaliyetlerine ilişkin açıklamalara yer verilmiştir. SFC, 2019 yılına geldiğinde robo-danışmanlık konulu bir kılavuz paylaşmıştır⁴¹. HKMA ise 2020 yılında “*Algoritmik Yatırım (Algorithmic Trading) için Uygun Risk Yönetimi Uygulamaları*” konulu bir genel mektup yayınlamıştır⁴². Mektup’ta algoritmik yatırım kavramı özel olarak tanımlanmamıştır. Fakat HKMA’nın 2019’dan beri bu hususu inceleme altına aldığı vurgulanarak; algoritmaların yönetim ve gözetimi, test edilmesi, risk gözetimi, kayıt düzeni gibi konularda uyulması gereken esaslar hatırlatılmıştır.

Yeni Zelanda Borsası NZX 2018 yılında algoritmik yatırım üzerine çalışmalar yapmıştır. NZX, algoritmaları “*bir problemin çözülmesine ya da bir görevin icra edilmesine yönelik metotlar ve adım adım prosedürler*” olarak tanımlamıştır⁴³. Algoritmik yatırımın

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/supervisory-statement/2018/ss518>, E.T. 15.06.2024).

³⁹ Cap. 571 Securities and Futures Ordinance (Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Yönetmeliği), https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap571?xid=ID_1438403465457_001, E.T. 15.06.2024).

⁴⁰ SFC, *Guidelines for the Regulation of Automated Trading Services*, Eylül 2016, <https://www.sfc.hk/-/media/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidelines-for-the-regulation-of-automated-trading-services/guidelines-for-the-regulation-of-automated-trading-services.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

⁴¹ Bkz. SFC, *Guidelines on Online Distribution and Advisory Platforms*, 2019, <https://www.sfc.hk/-/media/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidelines/guidelines-on-online-distribution-and-advisory-platforms/guidelines-on-online-distribution-and-advisory-platforms.pdf?rev=689af636b3ad4077929d46a94631e458>, E.T. 15.06.2024).

⁴² Bkz. HKMA, *Sound risk management practices for algorithmic trading*, 6 Mart 2020, <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2020/20200306e1.pdf>, E.T. 15.06.2024); Mektup’un eki için ayrıca bkz. <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2020/20200306e1a1.pdf>, E.T. 15.06.2024).

⁴³ NZX, *NZX Thematic Review 2018 – Algorithmic Trading*, <https://www.nzx.com/announcements/328750>, E.T. 15.06.2024), s. 4.

(algorithmic trading) hem yatırım kararlarına hem de işlemlerin gerçekleştirilmesine yönelik algoritmaları kapsadığını belirterek, rapor kapsamında yalnızca ikinci hususa ilişkin algoritmaları incelemiştir⁴⁴. Bu çerçevede NZX, algoritmik yatırım kavramını, MiFID II ve ASIC RG 241 düzenlemelerine atıf yaparak, şu şekilde tanımlanmıştır: “*Algoritmik yatırım, bir algoritmanın, önceden belirlenmiş değişkenlere, kurallara ve şartlara göre; emrin zamanlama, fiyat ve miktar bakımından nasıl yönetileceğini otomatik olarak belirlemesi suretiyle finansal ürünlere yatırım yapılması olarak tanımlanabilir. Algoritmik yatırım ya sınırlı insan müdahalesi içermekte ya da hiç içermemektedir*”⁴⁵. Bunların yanında FMA da aynı yıl hazırladığı, NZX’in yükümlülüklerini değerlendirdiği raporda, algoritmik yatırım faaliyetlerinin yarattığı etkilere yer vermiştir⁴⁶.

C. Algoritmik Yatırıma İlişkin Ara Değerlendirme

Yukarıdaki açıklamalar göstermedir ki algoritmik yatırım kavramının sınırları her hukuk sisteminde az ya da çok farklılık göstermektedir. Fakat genellikle, hem tavsiye sunulması hem de sunulan tavsiyelere ilişkin işlemlerin borsalarda gerçekleştirilmesi algoritmik yatırım kavramının içinde görülmektedir.

Bu çerçevede, algoritmik yatırımın bir türü robo-danışmanlıktır. Robo-danışmanların temel fonksiyonları, finansal bilgi ya da genel tavsiye sunulması, yatırım danışmanlığı veya portföy yönetimidir. Bu itibarla robo-danışmanlık, algoritmik yatırım kavramının önemli bir alt dalını oluşturmaktadır.

Algoritmik yatırımın başka bir türü ise algoritmik alım satımdır. Borsalarda işlem gören finansal araçların en geniş tabirle alım veya satımı algoritmik olarak, otomatik veya akıllı sistemler üzerinden yapılabilmektedir. İşte bu faaliyet türü, çalışmamız kapsamında algoritmik alım satım olarak adlandırılmaktadır. Algoritmik alım satım iki şekilde gerçekleşebilir. İlk olarak, algoritmik alım satım, portföy yönetiminde kullanılan robo-danışmanlar tarafından icra edilebilir. Zira ikinci nesil veya tam hizmet platformu olarak da adlandırılan portföy yönetimi kapasitesine sahip robo-danışmanlar, müşterinin

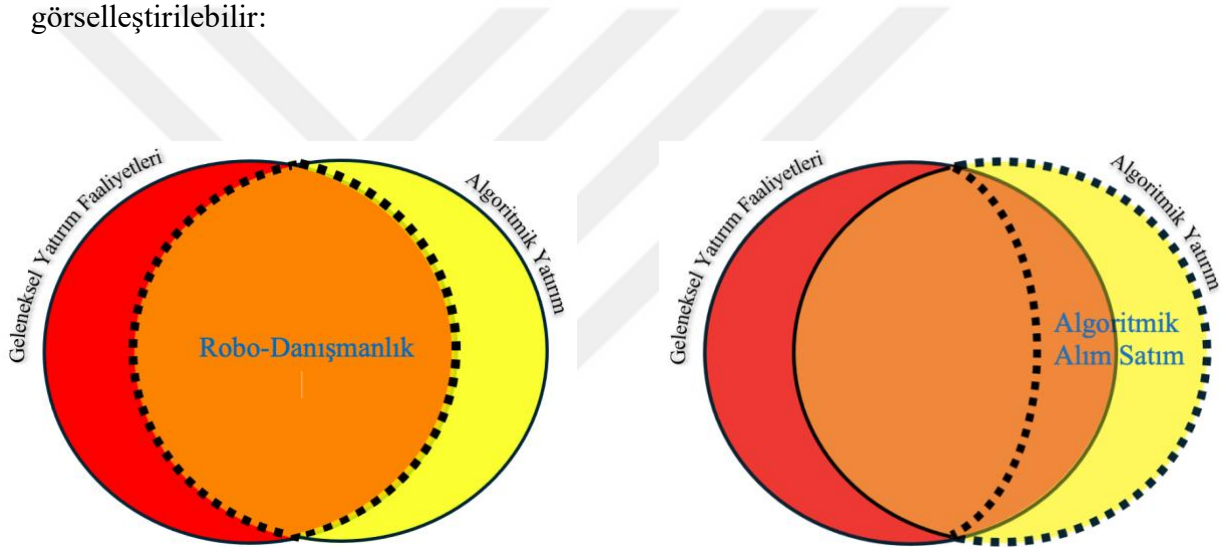
⁴⁴ a.g.e.

⁴⁵ a.g.e.

⁴⁶ Bkz. FMA, *Market Operator Obligations Review – NZX*, <https://www.fma.govt.nz/assets/Reports/NZX-Obligations-Review-2018.pdf>, E.T. 15.06.2024).

portföyündeki varlıkların alım satımını otomatik olarak gerçekleştirebilmekte veya alım satım için emir üretip iletebilmektedir. İkinci olarak, algoritmik alım satım, robo-danışmanlıktan bağımsız olarak da icra edilebilir. Özellikle aracı kurumlar, emirlerin algoritmik olarak üretilebileceği veya iletilebileceği, borsalar ile eşgüdümlü çalışan sistemleri müşterilerinin kullanımına sunmaktadır.

O hâlde, “algoritmik yatırım” kavramına ilişkin olarak *bilgisayar algoritmaları vasıtasıyla icra edilen yatırım faaliyetleri* şeklindeki tanımımız çerçevesinde; geleneksel yatırım faaliyetleri, algoritmik yatırım, robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım arasındaki ilişkiye dair çalışmamız dahilindeki bakış açımız şu grafikler ile görselleştirilebilir:



Önemle belirtmek isteriz ki “algorithmic trading” terimi, algoritmik alım satım faaliyetleri için de dar anlamda kullanılabilir.

Robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım faaliyetlerinin sınırlarını, çalışmamızın sonraki kısımlarında ayrı ayrı açıklayacağız. Türk hukukundaki düzenlemeler de yine robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım başlıkları altında işaret edilecektir. Zira hukukumuzda henüz “algoritmik yatırım” konulu genel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bunun yerine robo-danışmanlık uygulamalarına ilişkin veya algoritmik alım satımı konu edinen münferit kurallara rastlanmaktadır.

§2. ROBO-DANIŞMANLIK KAVRAMI

I. ROBO-DANIŞMANLIK KAVRAMININ SINIRLARI

Robo-danışmanlık kavramına ilişkin olarak öğretilerde, üzerinde uzlaşmış, genel geçer nitelikte bir tanım bulunmamaktadır⁴⁷. En basit haliyle, İngilizce’de “robo-advisory” olarak anılan, “robot” ile “advisory” kelimelerinin birleşiminden oluşan bu terimin, sözlük anlamı olarak “robot desteğiyle veya robot tarafından sunulan danışmanlık” şeklinde bir anlama geldiği söylenebilir⁴⁸.

Türk pozitif hukukunda söz konusu kavram mevzuatta tanımlanmış değildir. Yabancı hukuk sistemlerinde ise çoğunlukla, kanunda doğrudan doğruya bir düzenleme yapmak yerine, düzenleyici otoritelerin ikincil düzenlemelerle yahut kılavuzlarla robo-danışmanları veya robo-danışmanlık faaliyetini tanımlamaya yönelik girişimlerde bulunduğu görülmektedir.

Esasen, ana sorun, yatırım faaliyetlerine ilişkin hukuk kurallarının algoritmik tabanlı sistemleri dışlayıp dışlamadığı noktasında toplanmaktadır. Gerçekten de robo-danışmanlara ilişkin problemler, kanun düzeyinde esaslı değişikliklere gerek bulunmaksızın, çoğunlukla yorum yöntemiyle çözülebilmektedir; yeter ki yatırım faaliyetlerine ve kuruluşlarına ilişkin kurallar algoritmik tabanlı sistemleri dışlamasın. Örneğin, Alman Bankacılık Kanunu KWG §1 (1a) maddesinde yer alan “*finansal hizmetler*” (*Finanzdienstleistungen*) ile “*finansal*

⁴⁷ Benzer eleştiriler için bkz. **Mareike ALTMANN & Torsten BECKER**, *BaFinTech 2016 Workshop 3: Robo-Advice – Anforderungen der Aufsicht an die automatisierte Wertpapierberatung*, 2016, BaFin, s. 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rede_Vortrag/dl_160628_BaFin-Tech2016_Workshop_3.html, (E.T. 15.06.2024); **LORDT**, s. 40.

⁴⁸ “Robo-danışmanlık” kavramı her ne kadar yaygın biçimde kullanılsa da pek isabetli değildir. “Robo” kavramı aslında otomasyona işaret etmektedir (bkz. **Afan HASAN**, *Derin Öğrenme ve Makine Öğrenmesi Yöntemleriyle Borsa Alım Satım Davranışlarının Modellenmesi*, 2020, İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi [Doktora Tezi], s. 17). Fakat robo-danışmanlık salt otomasyondan ibaret değildir. Bu ibare yerine, sanal (digital), otomatik (automated) veya çevrimiçi (online) terimlerinin kullanıldığı da görülmektedir. Esasen bunlar da robo-danışmanlık bakımından tam anlamıyla kapsayıcı ve dışlayıcı sayılmazlar. Bunun dışında, robo-danışmanlık hizmetleri, danışmanlık ile sınırlı da değildir. Esasen robo-danışmanlık çerçevesinde genel tavsiye sunulması, yatırım danışmanlığı, bireysel portföy yöneticiliği ve kolektif portföy yönetimi faaliyetleri sunulabilmektedir.

Sayılan tüm faaliyetleri tek bir şemsiye kavram altında toplamanın zorluğu yanında, “robo-danışmanlık” kavramı artık hem mevzuatta hem literatürde hem de uygulamada artık özel bir anlam ifade etmektedir. Bu nedenlerle biz de çalışmamız kapsamında “robo-danışmanlık” kavramı tercih edeceğiz.

hizmet kuruluşları”na (*Finanzdienstleistungsinstitute*) ilişkin tanımlar bu şekildedir. Türk hukuku bakımından da benzer bir durum söz konusudur.

Buna karşılık, yatırım faaliyetlerine ilişkin hukuk kurallarının, algoritmik tabanlı sistemleri dışlaması halinde ise kanun düzeyinde çalışmalar gerekebilmektedir. Yeni Zelanda hukuku bu noktada örnek olarak verilebilir. Çünkü, yatırım tavsiyelerinin mutlaka gerçek kişiler tarafından hazırlanması gerektiğini öngören mevzuat, robo-danışmanlık faaliyetlerine engel oluşturmuş, daha sonra robo-danışmanlık için gerekli düzenlemeler ayrıca yapılmıştır⁴⁹.

A. Karşılaştırmalı Hukukta Robo-Danışmanlığa ve Robo-Danışmanlara Dair Tanımlamalar

Avrupa Birliği’nde ESMA, 2018 ve 2023 tarihli “*MiFID II Uyum Gereklilikleri Bakımından Belirli Hallere İlişkin Kılavuz*”lar çerçevesinde *robo-danışmanlık* faaliyetine ilişkin olarak şu tanıma yer vermiştir: “*Yatırım tavsiyesi veya portföy yönetim hizmetlerinin, tamamen ya da kısmen, müşteri ile etkileşimli bir araç olarak kullanılan otomatik ya da yarı-otomatik bir sistem aracılığıyla sunulması*”⁵⁰.

ABD’de FINRA, robo-danışmanlara ilişkin standart bir tanımın bulunmadığı, ancak incelediği araçlar bakımından, “*müşteri profili oluşturma, varlık dağılımı, portföy seçimi, emir iletimi/gerçekleştirilmesi, portföy yeniden dengelemesi faaliyetlerini bünyesinden*

⁴⁹ Yeni Zelanda Finansal Piyasalar Otoritesi (FMA), 2017 yılında robo-danışmanlık faaliyetlerine ilişkin olarak kamuoyu görüşü toplamıştır. Bu çerçevede, 2018 yılında yürürlüğe giren, LI 2018/67 sayılı, “*Financial Advisers (Personalised Digital Advice) Exemption Notice*” başlıklı tebliğ ile robo-danışmanlar, “*sanal tavsiye kuruluşu*” (*digital advice facility*) olarak tanımlanmış ve yatırım tavsiyelerinin algoritmik tabanlı otomatik sistemler tarafından sunulmasına istisnai olarak imkân verilmiştir. Bu tebliğ, 2019 tarihli, “*Financial Services Legislation Amendment Act 2019*” başlıklı kanun ile 2021 yılından itibaren yürürlükten kaldırılmıştır. Aynı kanun ile “*Financial Markets Conduct Act 2013*” yasasının 6. maddesi değiştirilmiş, 431C vd. hükümler eklenmiş ve “*finansal tavsiye sağlayıcı*” (*financial advisor provider*) kavramı kanuna derç edilmiştir. Söz konusu değişiklik ile (2018 tarihli mülga tebliğ ile istisnai bir imkân olarak düzenlenen) yatırım tavsiyesi sunma hizmetinin sanal olarak sağlanabilmesi, kanunun genel düzenlemelerine dahil edilmiştir. Yeni Zelanda idari kurumlarının bu husustaki açıklaması için bkz. **Ministry of Business, Innovation & Employment, New Zealand Companies Office, Financial Advice Code Working Group, FMA, What is the new regime for financial advice?**, 2018, <https://www.mbie.govt.nz/dmsdocument/3208-what-is-the-new-regime-for-financial-advise-pdf>, E.T. 15.06.2024).

⁵⁰ ESMA, Suitability Requirements 2018, s. 4; ESMA, Suitability Requirements 2023, s.4.

barındıran müşteri ile etkileşimli araçların” genellikle robo-danışman olarak adlandırıldığını belirtmektedir⁵¹.

Almanya’da BaFin, *robo-danışmanlık* faaliyetini ESMA gibi tanımlanmış ve bu bağlamda *“bir müşterinin yatırım yapmasına,(algoritma kullanan) kısmen ya da tamamen otomatik sistemlerle destek olunması”* ifadelerine yer vermiştir⁵².

Avusturalya ASIC, “digital tavsiye” terimini kullanmış ve digital tavsiye sunulması hizmetini *“insan danışmanın doğrudan katılımı olmaksızın, algoritmalar ve teknoloji kullanılarak, otomatik biçimde finansa ürün tavsiyesi sunulması”* olarak nitelendirmiştir⁵³. ASIC’e göre söz konusu tavsiye genel yahut kişisel olabilir. Bunun yanında, tavsiye, portföyün oluşturulmasına dair dar kapsamlı olabileceği gibi etraflı bir finansal planlamaya da karşılık gelebilir⁵⁴.

Hong Kong’da SFC, robo-danışmanlığı *“algoritmaların ve diğer teknolojik araçların kullanıldığı çevrimiçi bir ortamda finansal tavsiye sunulması”* olarak değerlendirmiştir⁵⁵. SFC’nin söz konusu değerlendirmeyi yaptığı kılavuzda robo-danışmanlara ilişkin geniş bir bölüme ve detaylı değerlendirmelere yer verilmiştir⁵⁶.

Singapur Mali Otoritesi (MAS) tarafından, diğer örneklere nazaran, daha detaylı bir tanımın yapıldığı görülmektedir. MAS, robo-danışmanları “dijital danışmanlar” olarak adlandırmakta⁵⁷ ve *“dijital danışmanlık hizmeti sunan kişiler”* olarak tanımlamaktadır⁵⁸. MAS, dijital danışmanlık hizmetlerini ise *“müşteri ile etkileşimli, insan müdahalesinin sınırlı olarak bulunduğu ya da hiç bulunmadığı, algoritma tabanlı, otomatik araçlar kullanılarak yatırım ürünleri hakkında tavsiye sunulması”* şeklinde tanımlamaktadır⁵⁹. İnsan müdahalesinin sınırlı olmasının ya da hiç olmamasının ne anlama geldiği de yine MAS’ın

⁵¹ **FINRA**, Digital Investment Advice, s. 2.

⁵² **BaFin**, “Robo-Advice – Automatisierte Anlageberatung und Finanzportfolioverwaltung”, https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/Finanzwissen/Fintech/RoboAdvice/robo_advice_node.html, (E.T. 15.06.2024).

⁵³ **ASIC**, Digital Advice, s. 4.

⁵⁴ *a.g.e.*

⁵⁵ Bkz. **SFC**, Advisory Platforms, s. 14 vd.

⁵⁶ *a.g.e.*

⁵⁷ **MAS**, *Guidelines on Provision of Digital Advisory Services*, s. 3.

⁵⁸ *a.g.e.*, s. 5.

⁵⁹ *a.g.e.*

kılavuzunda açıklanmaktadır. Bu bağlamda, teknik destek veya bilgi teknolojileri bakımından müşterilere yardım sağlanması ya da çelişkili durumların tespiti halinde yanıtlarının açığa kavuşturulması için müşterilere başvurulması ile sınırlı insan müdahaleleri, hizmetin robo-danışmanlık (dijital danışmanlık) olarak tanımlanmasını engellemektedir⁶⁰.

Yeni Zelanda’da FMA, 2018 tarih ve LI 2018/67 sayılı, “*Financial Advisers (Personalised Digital Advice) Exemption Notice*” (mülga) tebliğinin 4’üncü maddesinde, robo-danışmanları “*sanal tavsiye kuruluşları*” olarak adlandırmış ve “*herhangi bir bireyin katılımı olup olmadığına bakılmaksızın, algoritmalar kullanan bir bilgisayar programı üzerinden, otomatik biçimde kişisel finansal tavsiye veren veya otomatik biçimde kişisel yatırım planlama hizmeti sunan kuruluş*” olarak tanımlamıştır.

B. Türk Hukukundaki Durum

Türk hukukunda, robo-danışman veya robo-danışmanlık kavramları ne mevzuatta ne de düzenleyici kurumlar tarafından yayınlanan kılavuzlarda tanımlanmıştır. Buna karşılık, III.37.1 Tebliği m. 45/3 ve 37/3 hükümleri çerçevesinde copy-trade tekniği ile yatırım danışmanlığı ve bireysel portföy yöneticiliği faaliyetlerinin sunulabileceği düzenlenmiş olsa da bunlar robo-danışmanlık ile tam olarak örtüşmemektedir. Öte yandan, SEDDK’nın 2017/21 sayılı Genelgesi⁶¹ m. 2’de yapılan 2022 değişiklikleri çerçevesinde bireysel emeklilik şirketlerinin, katılımcılara “robo-danışmanlık” vasıtasıyla fon tavsiyesinde bulunabileceği öngörülmüştür.

Bunların dışında, robo-danışmanlık hem SPK’nın hem de TSPB’nin gündeminde olmaya devam etmektedir. SPK’nın 2019 ilâ 2022 yıllarına ilişkin faaliyet raporlarında, III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği’nde yapılacak değişiklikler ile “*robo danışmanlık uygulamaları ile yatırım danışmanlığı ve bireysel portföy yöneticiliği hizmetlerinin sunulmasına ilişkin ilke ve esasların belirlenmesinin*” planlandığı belirtilmektedir⁶². Ayrıca, SPK’nın 2022-2026 Stratejik Plan’ında da “*Finansal piyasalardaki teknolojik gelişmelere paralel olarak yatırım*

⁶⁰ a.g.e.

⁶¹ Fon Tercihi, Fon Dağılımı Değişikliği ile Bu Hakların Devrine İlişkin Genelge.

⁶² SPK, 2019 Yılı Faaliyet Raporu, s. 80, <https://spk.gov.tr/yayinlar/spk-faaliyet-raporlari>, (E.T. 15.06.2024); SPK, 2022 Yılı Faaliyet Raporu, s. 67, <https://spk.gov.tr/yayinlar/spk-faaliyet-raporlari>, (E.T. 15.06.2024).

danışmanlığı faaliyetinin sunumunda hız kazanan robo-danışmanlık uygulamalarının sermaye piyasası mevzuatındaki yerinin netleştirilmesi planlanmaktadır. Yatırım kuruluşu tarafından müşterilere robo-danışmanlık hizmeti sunulması durumunda yatırım kuruluşlarının müşterilere bildirim yapacağı asgari hususlara ve kurmaları gereken iç kontrol sistemine yönelik belirlemeler yapılacaktır.” şeklinde ibarelere yer verilmiştir⁶³. 2022 Faaliyet Raporu ve 2022-2026 Stratejik Plan çerçevesinde, robo-danışmanlığa ilişkin esasların 2023 yılı içinde belirlenmesi hedeflenmiş⁶⁴ ise de çalışmamızı hazırladığımız tarihte söz konusu esaslar henüz ortaya konulmamış, yalnızca yukarıda anılan 2022 değişiklikleri yürürlüğe girmiştir. Stratejik Plan’da ayrıca, bir tanım olmasa dahi, “... *robo-danışmanlık uygulamaları otomatikleştirilmiş yatırım tavsiyeleri sağlamakta ve sosyal alım-satım platformları bir sosyal ağ aracılığı ile yatırım hizmetleri sunmaktadır*” ifadeleri ile SPK, robo-danışmanların özelliklerini ana hatlarıyla vurgulamıştır⁶⁵.

TSPB bağlamında da SPK ile paralel gelişmeler mevcuttur. Başlıca örnekler olarak, 2018’de TSPB ve TKYD tarafından gerçekleştirilen bir çalıştayda, robo-danışmanlığa ilişkin esasların belirlenerek mevzuata eklenmesi önerilerek kısa, orta ve uzun vadeli hedefleri içeren yol haritası belirlenmiştir⁶⁶. TSPB, 2019’da ise Türkiye Sermaye Piyasaları Kongresi’ni “dönüşüm” temasıyla gerçekleştirmiş, Kongre’de robo-danışmanlık uygulamaları da tartışılmıştır. 2020 yılında Öneriver platformu ve TSPB iş birliği ile robo-danışmanlık hususunda eğitim düzenlenmiş; aynı yıl IOSCO, SPK, Borsa İstanbul ve TSPB iş birliği ile gerçekleştirilen IV. Dünya Yatırımcı Haftası’nda “*Robo-Danışmanlığı Uzmanına Sor*” başlıklı bir oturum gerçekleştirilmiştir. 2023 yılında yine TSPB tarafından Büyük Veri ve Yapay Zekâ ile Dijital Varlık Yönetimi başlıklı çevrimiçi bir seminer organize edilmiştir.

⁶³ SPK, 2022 – 2026 Stratejik Plan, s. 47, <https://spk.gov.tr/data/6371f6d71b41c60e747e608d/2022-2026%20STRATEJ%C4%B0K%20PLAN.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

⁶⁴ a.g.e., s. 49.

⁶⁵ a.g.e., s. 59. Ek olarak, robo-danışmanların SPK yeterlilik etütlerinde de ele alındığını vurgulamakta yarar vardır. Bkz. **Gökçen AKÇA**, *Online Finansal Platformlar Tarafından ROBO Advisor Hizmetlerinin Sunulması ve Finansal Teknoloji Hizmetlerinin Fon Dağıtım Kanallarında Kullanılması*, 2020, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu (Yeterlik Etüdü).

⁶⁶ Bkz. **TSPB/TKYD**, *İtici Güç Olarak Sermaye Piyasalarının Ekonomiye ve Reel Sektöre Katkısı, Fırsatlar ve Gelişmesi İçin Yapılacak Eylemler – Yol Haritası Çalıştay Raporu*, 2018, Antalya, s. 58-59, https://tspb.org.tr/wp-content/uploads/2023/08/TSPB_TKYD_VIZYON_TOPLANTISI_RAPORU-05122018_02.pdf, (E.T. 15.06.2024).

II. ROBO-DANIŞMANLARIN İŞLEVLERİ VE İŞLEYİŞİ

Sermaye piyasası bağlamında robo-danışmanların temel görevleri müşteri profillerinin oluşturulması, varlık dağılımı ve dağılımın uygulanması (yatırım stratejisinin belirlenmesi ve yatırım tavsiyesi sunulması), portföyün izlenmesi ve yeniden dengelenmesi şeklinde özetlenebilir⁶⁷. Robo-danışman algoritmaları bu aşamaların hepsinde aktif rol oynayabilecekleri gibi yalnızca bazı aşamalarda da görev alabilirler.

Hem tavsiye sunmakla yetinen hem de portföyü aktif bir şekilde izleyen ve yeniden dengeleyen robo-danışmanlar için gerekli ilk adım sermaye piyasası araçlarının belirlenmesi ya da profillemeye olabilir⁶⁸. Esasen bu husus algoritmadan algoritmaya değişiklik gösterebilir. Çalışmamızın metodolojisi bakımından ilk aşamada sermaye piyasası araçlarının belirlenmesi incelenecektir. Zira bazı robo-danışmanlar, araçları belirli bir müşteri ya da müşteri grubu ile eşleştirmek yerine yalnızca analiz ile yetinmektedir. Dolayısıyla profillemeye yaygın bir uygulama olmakla birlikte zorunlu bir adım değildir. Öte yandan, salt analizin ötesine geçen robo-danışmanlar için profillemeye önemli bir aşamadır. Çünkü bir portföyün oluşturulması için öncelikle müşterinin tanınması gerekmektedir. Müşteri profilinin oluşturulmasını, bu profilin uygun bir sermaye piyasası aracı eşleştirilmesi takip etmektedir. Sonraki süreçte ise robo-danışman, müşterinin risk profilini ve portföyde yer alan araçları izleyerek, piyasadaki değişimlere bağlı olarak raporlama ve yeni tavsiyelerde bulunabilir. Daha da ötesi, robo-danışmanın piyasa değişimleri çerçevesinde portföyü yeniden dengelemesi de mümkündür.

⁶⁷ **Jonathan Walter LAM**, *Robo-Advisors: A Portfolio Management Perspective*, 2016, Connecticut: Yale College,

https://economics.yale.edu/sites/default/files/2023-01/Jonathan_Lam_Senior%20Essay%20Revised.pdf, (E.T. 15.06.2024), s. 19; **EREN SARIOĞLU**, s. 54 – 55; **Lukas BRENNER, Tobias MEYLL**, “Robo-advisors: A suitable for human financial advice?”, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 2020, C. 25, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2214635019301881>, (E.T. 15.06.2024), s. 1.

⁶⁸ Bazı yazarlar varlık sınıfı ve yatırım aracı seçimini ilk aşama olarak görmekteyken, bazıları ise ilk adımda profillemeyi ele almaktadırlar. Karş. **EREN SARIOĞLU**, s. 63 vd; **MADDEL**, s. 38, 43; **LORDT**, s. 28.

A. Varlık Sınıfı veya Yatırım Araçlarının Belirlenmesi

Robo-danışmanlık çerçevesinde sermaye piyasası aracının seçiminden önce, ortaklık payı⁶⁹, tahvil, emtia, döviz gibi hizmete konu olacak varlık sınıfının belirlenmesi gerekmektedir⁷⁰. Öte yandan, çalışmamız kapsamında *sermaye piyasasında* faaliyet gösteren robo-danışmanları esas aldığımız için; inceleme ve değerlendirmelerimizi, *kural olarak*, varlık sınıflarındaki sermaye piyasası araçları çerçevesinde ele alacağız. O hâlde, bu noktada incelenmesi gereken temel sorun, robo-danışmanların analiz veya tavsiye etmek ya da portföyde yer vermek üzere seçecekleri sermaye piyasası araçlarının nasıl belirlendiğidir.

Şu var ki bu soruya cevap vermeden önce portföy yönetimine ilişkin iki temel anlayışa kısaca değinmekte yarar vardır. Bu anlayışlar aktif ve pasif portföy yönetim stratejileridir. Pasif portföy yönetimi, etkin piyasa hipotezine, başka bir ifadeyle bilgi tekelleşmesinin bulunmadığı, rekabetçi, yatırımcıların rasyonel davrandığı, dolayısıyla varlıkların piyasa değerlerinin gerçek değerlerini yansıttığı varsayımına dayalıdır⁷¹. Pasif yönetim stratejisinde, yatırımcı için uzun süreli elde tutmak amaçlı bir portföyün oluşturulduğu ve yeniden dengelemeler ile yönetimin sürdürüldüğü, aktif biçimde alım satım yapılmadığı, zira “*yatırımcının piyasayı yenmek gibi bir beklentisinin bulunmadığı*”; bu çerçevede genellikle endeks fonlar ile borsa yatırım fonları bazında işlem yapıldığı belirtilmektedir⁷². Aktif portföy yönetiminde ise, piyasanın etkin olmadığı kabulü çerçevesinde, temel ve teknik analizler neticesinde “*menkul kıymet seçimi*” ve “*piyasa zamanlaması*” yapılarak getiri sağlanmasının amaçlandığı ifade edilmektedir⁷³. Doğal olarak, aktif portföy yönetiminde, pasif yönetime nazaran, komisyon ve işlem ücretleri daha fazladır. Nitekim, aktif yönetimin “*sıfır toplamlı oyun*” olduğunu öne süren görüşler vurgulanırken⁷⁴, taktiksel dağılım gibi aktif stratejilere nazaran, stratejik dağılım gibi pasif

⁶⁹ Sermaye piyasası uygulamasında hâlâ “hisse senedi” terimi yaygın olarak kullanılmaktadır. Buna karşın kaydi sistem çerçevesinde senetsiz paylara binaen çalışmamızda “ortaklık payı” terimine yer vereceğiz. Senetsiz pay kavramı ve bunların devri hakkında bkz. **Mehmet BAHTİYAR**, *Ortaklıkları Hukuku*, 16. Bası, 2024, İstanbul: Beta, s. 270 vd.

⁷⁰ Varlık sınıfının belirlenmesine dair uygulamadan detaylı örnekler için bkz. **EREN SARIOĞLU**, s 64 vd.

⁷¹ **EREN SARIOĞLU**, s. 13, 17.

⁷² *a.g.e.*, s. 17.

⁷³ *a.g.e.*

⁷⁴ *a.g.e.*, s. 18.

stratejilerin portföy getirilerinde önemli bir yer kapladığını gösteren çalışmaların altı çizilmektedir⁷⁵.

Robo-danışmanlar bakımından seçim yapılacak sermaye piyasası araçlarının nasıl belirlendiği sorusuna dönülecek olursa, cevabı robo-danışmanların ortaya çıkış süreci ile tasarımlarının altındaki yatırım anlayışında aramak gerekir. Gerçekten de 2008 krizi neticesinde, özellikle de küçük yatırımcılar cephesinde, gerek aktif yatırım stratejilerine gerek kurumlara olan güvenin azalmasının, sistematik ve düşük maliyetli yatırım imkânlarına doğru bir yönelim oluşturduğu söylenebilir.

Yukarıda sayılan nedenlerle robo-danışmanların büyük bir çoğunluğu, beklenen biçimde, pasif yönetim anlayışı çerçevesinde ve modern portföy teorisine dayalı biçimde⁷⁶ hizmet sunmaktadır. Bu çerçevede robo-danışmanlık hizmetlerine konu olan sermaye piyasası araçlarının büyük çoğunluğunu yatırım fonu payları oluşturmaktadır. Bununla birlikte aktif yönetim stratejilerine yer veren robo-danışmanların da mevcut olduğu belirtilmektedir⁷⁷. Aktif veya pasif yönetim stratejilerin belirli ağırlıklar çerçevesinde birlikte uygulanması da mümkün olabilir. Örneğin portföyün yüzde 70'i düşük-orta riskli tahvil fonlarına ayrılırken, yüzde 30'unda ise yüksek riskli hisse senedi fonlarına veya doğrudan ortaklık paylarına yer verilebilir⁷⁸.

Tercih edilen yönetim anlayışı içinde, robo-danışmanın aralarından seçim yapacağı araçlara ilişkin ölçütler yahut araçların kendisi önceden belirlenmektedir. Bu ölçütler, en az 90 gündür işlem gören borsa yatırım fonları⁷⁹, fonların işlem yapma ve elde tutma maliyetleri⁸⁰ veya ekonomik sektör⁸¹, BIST 100 endeksi⁸² şeklinde örneklendirilebilir. Ölçüt belirleme yerine, robo-danışmanın seçim yapabileceği sermaye piyasası araçları da doğrudan doğruya önceden belirlenmiş olabilir. Hatta bu belirleme dar kapsamlı da olabilir.

⁷⁵ *a.g.e.*, s. 73.

⁷⁶ **MADEL**, s. 60; **LORDT**, s. 27.

⁷⁷ *a.g.e.*

⁷⁸ **MADEL**, s. 39.

⁷⁹ **EREN SARIOĞLU**, s. 74.

⁸⁰ *a.g.e.*, s. 78.

⁸¹ *a.g.e.*, s. 80.

⁸² **QNB FINANINVEST**, “Akıllı Robo”, <https://www.qnbfi.com/akilli- robo>, (E.T. 23.01.2024).

Örneğin, Türkiye İş Bankası Robofon Danışmanı örneğinde bu liste, İş Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından kurulan, “robofon” olarak adlandırılan üç adet fon ile sınırlandırılmıştır⁸³.

B. Müşteri Profiline Belirlenmesi

Müşteri profili oluşturulması ile kastedilen, müşterinin mali durumu, yaşı, bilgi ve tecrübesi, yatırım vadesi, getiri beklentisi ve risk tercihi gibi hususlarda kişisel bilgilerinin edinilmesi suretiyle tanınması ve sınıflandırılmasıdır. Toplanan bilgiler ile müşterinin özellikle risk toleransının ölçülmeye çalışıldığı belirtilmektedir⁸⁴.

Bu bilgiler, özellikle, müşterinin cevaplandığı bir anket vasıtasıyla toplanmaktadır⁸⁵. Söz konusu anketin içeriği robo-danışmana ve hukuk sistemine göre değişiklik göstermektedir. Bununla birlikte, anketlerin genellikle *uygunluk* ve *yerindelik* testlerine paralel olarak hazırlandığı görülmektedir.

Ülkemizde de özellikle bankaların mobil uygulamaları veya internet şubeleri aracılığıyla otomatik biçimde yatırımcı profili oluşturulabilmekte; uygunluk ve yerindelik testi yapılabilmektedir. Bu çerçevede Türk bankalarının da yine anketlere başvurduğu görülmektedir.

Örneğin, Türkiye İş Bankası tarafından yapılan ankette müşterin medeni hali, çocuk sayısı, çalışma durumu, kira ödeyip ödemediği, bireysel kredisinin bulunup bulunmadığı gibi objektif soruların yanında; yatırım karar alırken güvendiği hususlar, yatırımları konusunda güvende hissettiği durumlar, zarar etmeye başladığında nasıl davranacağı gibi sübjektif sorular da yer almaktadır.

⁸³ TÜRKİYE İŞ BANKASI, “Robofon Danışmanı”, <https://www.isbank.com.tr/robofon-danismani>, (E.T.24.01.2024).

⁸⁴ EREN SARIOĞLU, s. 81-82. Yazar, risk toleransının objektif (risk kapasitesi) ve sübjektif (risk algısı) olmak üzere ikiye ayrıldığını; bu bağlamda yatırım hedefi gibi objektif verilerin yanında, kayıp halinde müşterinin nasıl davranacağı gibi sübjektif verilerin de toplandığını ifade etmektedir. Ayrıca bkz. **Merve Ayşegül KULULAR İBRAHİM**, *Robo Danışmanların Hukukun Değerlendirilmesi*, 2023, Ankara: Adalet Yayınevi, s. 23.

⁸⁵ MADEL, s. 38, 41; LORDT, s. 28. EREN SARIOĞLU da Schwab Intelligent Portfolios, Wealthfront ve Personal Capital Investors gibi başlıca robo-danışmanlık hizmeti sağlayıcılarının anket kullandıklarını belirtmektedir. EREN SARIOĞLU, s. 82, 87, 89.

Yapı ve Kredi Bankası de beş adımlı bir test uygulayarak, yine, hem objektif hem de sübjektif bilgilerin paylaşılmasını talep etmektedir⁸⁶. Bu çerçevede Banka tarafından yapılan ankette müşterinin yaş aralığı, eğitim durumu, evli, çocuklu, emekli olup olmadığı gibi kişisel durumu; yatırım tecrübesinin bulunup bulunmadığı, bulunmakta ise üç yıldan fazla olup olmadığı; daha önce vadeli mevduat, altın/döviz, yatırım fonu payı, ortaklık payı, bono/tahvil, VIOP ve çok yüksek riskli yatırım ürünlerine yatırım yapıp yapmadığı, yaptı ise portföyünden hangi düzeyde yer verdiği (az, orta çok); yatırım vadesi ve yatırım miktarı şeklinde objektif unsurlara yer verilmektedir. Bunların yanında, müşterinin yatırım ürünleri konusunda kendisini ne kadar bilgili gördüğü ve kayıp durumundaki tepkisi gibi sübjektif unsurlara da yer verilmektedir.

Anket neticesinde, müşteriler, genellikle risk toleransları çerçevesinde çeşitli gruplara ayrılmaktadır⁸⁷. Öte yandan, anketin oluşturulması ve sorulara verilen cevapların değerlendirilme süreci kuruluştan kuruluşa değişebilmektedir. Örneğin, Schwab tarafından sunulan anketteki (IPQ – Investor Profile Questionnaire)⁸⁸ soruların her bir şikkına bir puan verildiği; bu çerçevede “*risk kapasite skoru*” ile “*risk iştahı skoru*”nun oluşturulduğu ve iki skorun ortalamasının alındığı belirtilmektedir⁸⁹. Buna karşılık Wealthfront’ta *risk skoru* oluşturulurken, riskten kaçınmayı işaret eden unsurlara daha fazla ağırlık verildiği⁹⁰; Betterment örneğinde ise risk profili ölçütünün bulunmadığı ve “*hedef temelli*” bir yaklaşımın benimsendiği⁹¹ vurgulanmaktadır.

Değerlendirme sürecinin tasarımı, basit bir karar ağacı şeklinde yapılandırılabilceği gibi makine öğrenmesine dayalı gelişmiş bir model olarak da şekillendirilebilir. Ne var ki, her bir robo-danışmanlık hizmeti sağlayıcı açısından söz konusu sürecin nasıl yürütüldüğünü ayrıntılarıyla tespit etmek mümkün değildir. Zira, söz konusu sürecin nasıl işlediği her zaman şeffaf bir biçimde kamu ile paylaşılmamaktadır.

⁸⁶ Söz konusu ankete Yapı ve Kredi Bankası internet şubesi üzerinden 22.01.2024 tarihinde erişim sağlanmıştır.

⁸⁷ MADEL, s. 38; LORDT, s. 31.

⁸⁸ Bkz. CHARLES SCHWAB, “Investor Profile Questionnaire” <https://advisorservices.schwab.com/intelligent-advisor/investor-profile-questionnaire>, (E.T. 22.01.2024).

⁸⁹ EREN SARIOĞLU, s. 82-83.

⁹⁰ a.g.e, s. 88.

⁹¹ a.g.e, s. 84.

KULULAR İBRAHİM, profilleme amacıyla, anketlerin yanında, Facebook gibi sosyal medya platformlarından ve banka verileri gibi kayıtlardan da yararlanılabileceğine işaret etmektedir⁹². Söz konusu imkânlar teorik açıdan mümkün olmakla birlikte, çalışmamız kapsamında, ülkemizde *sermaye piyasasında* faaliyet gösteren robo-danışmanlar bakımından bu türde bir profilleme örneği tespit etmediğimiz gibi, yazarın açıklamalarında da doğrudan doğruya böyle bir örneğe rastlamadık. Nitekim öğretilde, birçok robo-danışman açısından yukarıda anılan anketlerin, portföy tasarımı için tek kaynak olduğunun da altı çizilmektedir⁹³.

C. Finansal Tavsiye Sunulması

1. Finansal Bilgi veya Genel Tavsiye Sunulması

Robo-danışmanlık algoritmaları sermaye piyasası araçlarının objektif anlamda analizi yaparak finansal bilgi⁹⁴ üretebilirler. Pek yaygın bir uygulama olmasa da herhangi bir müşteri ya da müşteri grubunun özelliklerini dikkate almaksızın yönlendirici nitelikte yorum veya tavsiye oluşturabilirler. Başka bir yöntem olarak, önceden tanımlanmış gerçek veya farazi müşteri gruplarına göre de yönlendirici nitelikte yorum veya tavsiye meydana getirebilirler. Tüm bu hallerde ortak olan özellik, robo-danışman algoritması ile profillemenin bulunmamasıdır. Başka bir ifadeyle, bu örneklerde profilleme ya hiç yapılmamıştır ya da insanlar tarafından yapılmıştır.

Yalnızca finansal bilgi veya genel tavsiye sunan robo-danışmanlar bakımından, tavsiyenin kendisine uygun olup olmadığını değerlendirmek ve tavsiye çerçevesinde işlem yapıp yapmama kararı yani yatırım kararı almak müşterinin takdirindedir. Öte yandan, robo-danışmanların daha yaygın olan kullanım biçimi ise müşteri profiline uygun bir şekilde tavsiye sunma veya portföy oluşturma şeklindedir. Müşteri profiline göre seçimi yapılan sermaye piyasası araçları, müşteriye yalnızca tavsiye olarak sunulabileceği gibi alım satım

⁹² KULULAR İBRAHİM, s. 30 vd.

⁹³ LAM, s. 52.

⁹⁴ III-37.1 Tebliği m. 80'de finansal bilgi, "*sermaye piyasası araçları, bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında yönlendirici nitelikte olmayan yazılı veya sözlü bilgi*" şeklinde tanımlanmaktadır.

işlemleri de otomatik olarak yapılarak portföyün de robo-danışman tarafından oluşturulması mümkündür.

2. Yatırım Tavsiyesi Sunulması

Robo-danışmanlık algoritmaları müşterileri çeşitli profillere göre sınıflandırdıktan sonra, müşterilerin buldukları sınıfa uygun olan sermaye piyasası araçları hakkında da tavsiyede bulunabilmektedir. Robo-danışmanlar, sermaye piyasası araçları hakkında ayrı ayrı tavsiye oluşturabilecekleri gibi müşterinin profiline uygun bir portföy önerisi de sunabilmektedir. Müşteriye doğrudan, çeşitlendirilmiş varlık sınıfları veya sermaye piyasası araçları içeren bir portföy önerisi sunulması genellikle tercih edilen yöntemdir. O halde, robo-danışmanların müşteri profilleri ile yatırım araçlarını eşleştirme yönünde bir işlevi de olduğu söylenebilir.

Portföy dağılımı hususunda, robo-danışmanların büyük çoğunlukla Modern Portföy Teorisi'ne ve Ortalama Varyans Modeli'ne dayalı olarak hareket ettikleri vurgulanmaktadır⁹⁵. Tahmin hesaplamalarındaki yaklaşımlar her robo-danışmada farklılık gösterebilir. Nitekim gerek geleneksel anlamda yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi faaliyetlerinde gerek robo-danışmanlık hizmetinde portföy dağılımı belki de en önemli sorun olup, sunulan hizmeti diğerlerinden ayırt edebilme kapasitesine sahiptir. Robo-danışmanların oluşturabilecekleri öneri sayısı her müşteri grubu için aynı⁹⁶ dolayısıyla birkaç adetten ibaret olabileceği gibi çok sayıda da olabilir⁹⁷. Robo-danışmanların portföy dağılımı yaparken kullandıkları ölçütler arasında kayıptan kaçınma faktörü⁹⁸, varlık sınıfları ya da yatırım aracı kategorilerinin portföydeki oranlarına alt veya üst sınırlar getirilmesi⁹⁹ gibi örnekler bulunmaktadır.

Tavsiye sunmaktan öteye geçmeyen robo-danışmanlar bakımından, müşteri -en azından cevapladığı anket çerçevesinde- tavsiyenin kendisine uygunluğu konusunda fikir sahibi olmaktadır. Her hâlde, tavsiye çerçevesinde işlem yapıp yapmama kararı hâlâ

⁹⁵ EREN SARIOĞLU, s. 90.

⁹⁶ MADEL, s. 43.

⁹⁷ Betterment'ın 100'ün üzerinde portföy önerisi sunduğu ifade edilmektedir. EREN SARIOĞLU, s. 92.

⁹⁸ EREN SARIOĞLU, s. 91; MADEL, s. 44.

⁹⁹ EREN SARIOĞLU, s. 94.

müşterinin takdirindedir. Tavsiyeye uygun işlem yapmak isteniyorsa bu işlem yine müşteri tarafından gerçekleştirilmelidir.

D. Portföyün İzlenmesi ve Yeniden Dengelenmesi

Robo-danışmanlar genellikle dinamik biçimde işlemektedir. Başka bir deyişle, algoritmalar, piyasa koşullarının özellikle de portföydeki varlıkların değerlerinin¹⁰⁰ veya yatırımcının profilindeki risk toleransı yahut yatırım hedefi gibi unsurların değişmesine bağlı olarak, portföyü izleyip yeniden dengeleyebilmektedir. Varlık sınıflarının veya yatırım araçlarının portföy dağılımındaki ağırlıklarını değiştirerek, portföyü müşteri profili ve yatırım stratejisinin sınırları içinde kalması için güncelleyebilir, böylece tavsiyelerini değişen piyasa koşullarına göre değiştirebilirler¹⁰¹. Portföy dağılımının belirlenmesinde olduğu gibi yeniden dengelemede her robo-danışmanın farklı bir stratejisi bulunmakla birlikte, genelde “*eşik değere göre (piyasa temelli)*” yeniden dengeleme anlayışının benimsendiği vurgulanmaktadır¹⁰². Yeniden dengelemede dikkate alınan unsurlara vergi sonrası net kazanç, bir varlık sınıfının dağılımdaki ağırlığının eşik değeri aşması veya hedef dağılımdan eşik değerin üzerinde sapma gerçekleşmesi örnek olarak verilebilir.¹⁰³

Robo-danışmanların izleme ve yeniden dengeleme işlevleri, kolektif portföy yönetiminde de kullanılmaktadır. Ülkemizde bu modelin örnekleri de bulunmaktadır. İş Portföy tarafından kurulan “robofonlar” ile Akıllı Param platformu tarafından yapay zekâ desteği sağlanan fonlar bu çerçevede temel örneklerdendir.

E. Algoritmik Alım Satım

Bazı robo-danışmanlar tavsiye sunmaktan öteye geçerek, alım satım işlemlerini de otomatik olarak gerçekleştirmektedir. Bu modelde çalışan robo-danışmanlarda, tavsiye edilen sermaye piyasası aracının veya portföye dahil edilecek araçların alım ya da satımı da doğrudan doğruya algoritma tarafından yapılabilmektedir. Portföy bir defa oluşturulduktan sonra, yatırım stratejisinin korunup korunmadığı algoritma tarafından izlenmekte, dağılım yine algoritma tarafından otomatik olarak üretilen alım veya satım emirleri ile

¹⁰⁰ EREN SARIOĞLU, s. 95.

¹⁰¹ Bkz. MADEL, s. 45; LORDT, s. 28.

¹⁰² EREN SARIOĞLU, s. 96.

¹⁰³ a.g.e, s. 96-97.

değiştirilebilmektedir. Bu anlamda, algoritmik işlem yeteneğine sahip robo-danışmanların müşterilere tam bir çözüm sunduğu, varlık dağılımı, yatırım aracı seçimi, yeniden dengeleme, emir iletimi gibi aşamaların müşteri yerine algoritma tarafından gerçekleştirildiği belirtilmektedir¹⁰⁴.

III. ROBO-DANIŞMANLARIN SINIFLANDIRILMASI

A. Robo-Danışmanların Gelişmişlik Düzeyine Göre Sınıflandırılması

Robo-danışmanlar hem finans hem de hukuk dallarında, özellikle sundukları hizmetin düzeyine göre, genellikle ikili ya da dördü ayrımlara tabi tutulmaktadır.

Bazı yazarlar robo-danışmanları ikili bir ayrıma tabi tutmaktadırlar. SIRONI sınıflandırma sorununu finansal bilimler açısından ele alarak, 1.0 ve 2.0 olmak üzere ikili bir ayırım yapmaktadır. Yazar, Robo-Danışman 1.0 olarak şu tanıma yer vermektedir: “*Robo-Danışmanlar (1.0), pasif yatırım ve çeşitlendirme stratejilerine dayalı algoritmaların kullanıldığı portföy optimizasyonu teknikleri ile uygun biçimde desteklenen, öz değerlendirme ile yol göstermek ve bunun yanında hedef odaklı basit karar alma sürecine yönelik davranışlarını şekillendirmek üzere, gelişmiş müşteri deneyimli sanal araçlar vasıtasıyla, kişilere erişen otomatikleştirilmiş yatırım çözümleridir*”¹⁰⁵. SIRONI’ye göre Robo-Danışman 2.0 noktasında ise B2C modelinin B2B veya B2B2C modellerine evrilmesi, müşteri hedeflerinin daha iyi belirlenerek planlama ile tavsiye arasındaki uyumun artması, portföy modellerinin daha kişisel hale gelmesi gibi hususlar belirleyici olmaktadır¹⁰⁶. Görüldüğü üzere yazar, yaptığı sınıflandırmada ve tanımlamalarda robo-danışmanlara ilişkin iş modellerini de dikkate almaktadır.

MADDEL’in de robo-danışmanları ikiye ayırdığı görülmektedir. Yazar “*birinci nesil*” olarak adlandırdığı türdeki robo-danışmanların, çok büyük çoğunlukla, borsa yatırım fonları

¹⁰⁴ MADDEL, s. 45; ayrıca bkz. “FonMatik ROBO”, <https://www.anadoluhayat.com.tr/urunlerimiz/fonmatik-robo>, E.T. 15.06.2024).

¹⁰⁵ Paolo SIRONI, *FinTech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification*, 2016, John Wiley & Sons, “2.2 What is a Robo-Advisor?”, ProQuest Ebook Central, (E.T. 08.05.2022).

¹⁰⁶ a.g.e.

üzerine tavsiye sunmakla sınırlı bir işleve sahip olduklarını belirtmektedir¹⁰⁷. Görece daha basit bir yapıya sahip olan birinci nesil robo-danışmanlar genellikle, piyasa koşullarına göre dinamik tepkiler vermemekte ve bu robo-danışmanların oluşturduğu tavsiye çerçevesinde işlem yapıp yapmamanın takdiri müşteriye ait olmaktadır¹⁰⁸. Yazar, birinci neslin, genellikle %30 - %70 oranında pasif ya da agresif yatırım stratejisini yahut %50 - %50 oranında dengeli stratejiyi takip ettiğini belirtmektedir¹⁰⁹. Bununla birlikte, bu türdeki bazı robo-danışmanların optimizasyon işlevine de sahip olduğunu, fakat optimize edilmiş portföye ilişkin tavsiye çerçevesinde yine müşterinin işlem yapması gerektiğini ifade etmektedir¹¹⁰. MADEL “*ikinci nesil*” robo-danışmanların ise internet üzerinden sunulan anketler aracılığıyla, müşteri profillerini *gruplandırıldıklarını* öne sürmektedir¹¹¹. İkinci nesil olanların ayırt edici özellikleri, karmaşık yatırım stratejileri ve piyasa değişkenleri çerçevesinde dinamik portföy optimizasyonu yapabilmeleri ve bu çerçevede alım satım işlemlerini de otomatik olarak gerçekleştirmeleridir¹¹². Yazar buna karşılık, ikinci neslin dahi müşteriler için tamamen kişisel yatırım stratejileri oluşturmadığını; ancak müşteri profillerini gruplara ayırarak, bu gruplara göre kategorik stratejiler sunduğunu vurgulamaktadır¹¹³. Profilleri gruplandırmadaki temel ölçüt ise müşterinin risk tercihidir.

Buna karşın bazı yazarların ise daha detaylı bir sınıflandırma yaparak, dördü ayrıma gittikleri görülmektedir. DELOITTE ALMANYA ve EREN SARIOĞLU bu çerçevede detaylı birer tablo sunmaktadırlar¹¹⁴. Robo-Danışman 1.0 olarak anılanlar, tek bir finansal araç yahut portföy üzerinde, yalnızca tavsiye sunmakla yetinmektedir. Tavsiye çerçevesinde işlem yapıp yapmamak müşterinin takdirindedir. Bunun yanında, müşteri işlem yapma kararı alır ise kural olarak bir aracı kurum üzerinden emrini iletmesi gerekir. Robo-Danışman 2.0 olarak adlandırılan araçlarla fon portföyleri oluşturulmakta, Robo-Danışman 1.0’dan farklı

¹⁰⁷ MADEL, s. 37.

¹⁰⁸ a.g.e, s. 39.

¹⁰⁹ a.g.e.

¹¹⁰ a.g.e, s. 41.

¹¹¹ a.g.e, s. 43.

¹¹² a.g.e, s. 44.

¹¹³ a.g.e, s. 43, 45.

¹¹⁴ Dominik MOULLIET, Julian STOLZENBACH, Alexander MAJONEK, Thomas VÖLKER, *The expansion of Robo-Advisory in Wealth Management*, 2016, s. 2 – 3. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte-Robo-safe.pdf>, E.T. 15.06.2024); aynı yönde ÖZYÜKSEL & İĞCİ, s. 3; EREN SARIOĞLU, s. 60 – 61.

olarak yatırım hesapları açılabilen ve müşterinin verdiği emirlerin iletilmesi veya gerçekleştirilmesi de mümkün olmaktadır. Öte yandan, müşteri profili ve portföy optimizasyonu hakkındaki nihai kararlar halen portföy yöneticisi tarafından alınmaktadır. Bu çerçevede, Robo-Danışman 2.0 modellerinin yarı-otomatik olduklarını vurgulanmaktadır. Robo-Danışman 3.0 olarak ifade edilen grupta, önceden belirlenmiş yatırım stratejileri çerçevesinde, portföyün yeniden dengelenmesi algoritma tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu grupta portföy yöneticileri algoritmaların gerçekleştirdiği işlemlerin gözetimini üstlenmektedirler. Müşteriye, portföyünü kişiselleştirilebilmesi için optimizasyon önerisini kabul ya da reddetme seçeneği sunulabilmektedir¹¹⁵. Robo-Danışman 4.0 modelinde ise makine öğrenmesine sahip algoritmalar vasıtasıyla gelişmiş risk yönetimi ve müşteri profili belirlemeye yönelik anketler yapılarak, tam otomatik yatırımlar gerçekleştirilebilmektedir. Bu modelde algoritmalar kârlılık, risk iştahı, likidite görünümü gibi değişken piyasa koşulları çerçevesinde, her bir müşterinin portföyünü seçilen yatırım stratejisine göre, gerçek zamanlı olarak takip ve optimize etmektedir.

Öte yandan, hukuk metodolojisi bakımından, robo-danışmanların sınıflandırılmasında, gelişmişlik düzeyi ve işlevlerinden daha fazla ölçüte yer verilmesi yararlı olur. Bu ölçütler, robo-danışmanların iş modelleri, müşteri ile etkileşimli olup olmamaları ve otonomi düzeyleri olarak sıralanabilir. Çünkü bu hususlar robo-danışmanlık faaliyeti sunanların yükümlülükleri ve sorumlulukları bakımından etkili olmaktadır.

B. Robo-Danışmanların İş Modellerine Göre Sınıflandırılması

Robo-danışmanlar B2C, B2B ya da B2B2C modellerinde hizmet sunabilir. B2C modeli, robo-danışmanlık hizmetinin, sağlayıcı tarafından doğrudan müşteriye sunulmasıdır. Yatırım kuruluşlarının kendi birimleri tarafından sağlanan robo-danışmanlık platformları bu çerçevede örnek olarak verilebilir. Bir başka örnek olarak İyi Gelir platformu gösterilebilir. Platform, bir limited şirket çatısı altında kurulmuş olup, internet sitesi üzerinden abonelik usulü ile hizmet vermektedir¹¹⁶.

¹¹⁵ EREN SARIOĞLU, 2018 yılı itibarıyla, ABD, İngiltere ve Almanya'daki robo-danışmanların büyük çoğunluğunun Robo-Danışman 3.0 seviyesinde olduğunu belirtmektedir. EREN SARIOĞLU, s. 61.

¹¹⁶ Bkz. <https://iyigelir.net/hakkimizda/>, (E.T. 26.01.2024).

B2B modelinde ise çoğunlukla bir FinTek tarafından bir yatırım kuruluşuna hizmet verilmesi söz konusudur. Banka veya aracı kurumların iç işleyişlerinde kullandıkları FinTek’lerce sağlanan robo-danışmanlık algoritmaları veya fon yönetiminde kullanılan algoritmalar bakımından bu model ortaya çıkmaktadır. Akıllı Param platformu tarafından yönetimine destek sağlanan fonlar B2B modelinin örneği olarak gösterilebilir¹¹⁷.

B2B2C modelinde ise genellikle aracı kurum, banka veya portföy yönetim şirketleri tarafından, müşteriye sağlanan hizmetlerde, bir FinTek’in robo-danışmanlık platformundan yararlanıldığı görülmektedir. Bu model, çoğunlukla, robo-danışmanlık algoritması geliştiren FinTek’in sermaye piyasasında faaliyet gösterme izni bulunmaması ile sermaye piyasası kurumunun ise dışarıdan teknik hizmet alımı ihtiyacının buluşması neticesinde ortaya çıkmaktadır¹¹⁸. QNB Finans Invest tarafından sağlanan Akıllı Robo hizmeti bu çerçevede bir örnek olabilir. Platformun internet sayfasında, robo-danışmanlık yazılımının bir FinTek olan Smart Advice Finansal Teknolojiler A.Ş.¹¹⁹ tarafından üretildiği belirtilmektedir¹²⁰.

İş modellerine göre yapılabilecek bir başka ayırım ise self-servis, yarı hizmet ve tam hizmet platformları¹²¹ şeklindeki sınıflandırmadır. Self-servis platformlarda risk toleransı ve yatırım hedefleri gibi belirli bilgiler toplanmakla birlikte müşterinin kişisel durumunu yansıtan verilerin tespit edilmediği, müşteriye muhtemel yatırım türleri sunulması vasıtasıyla yatırım hakkında yalnızca rehberlik edildiği belirtilmektedir¹²². Self-servis platformlar “*akıllı ürün arama*” modeli olarak da adlandırılmakta; bu itibarla robo-danışman olarak adlandırılmamaları gerektiği de ileri sürülmektedir¹²³.

¹¹⁷ Bkz. <https://www.akilliparam.com/tr/ana-sayfa>, (E.T. 26.01.2024).

¹¹⁸ Meseleyi Alman hukuku bağlamında ele alan PIEPER, B2B2C modelinde, müşteri ile robo-danışmanlık hizmeti sağlayıcısı arasında ve müşteri ile saklama hizmeti sunan banka arasında iki ayrı sözleşme kurulduğunu belirtmektedir. **Fritz-Ulli PIEPER**, “Haftungsrisiken sowie Möglichkeiten und Grenzen von Haftungsbeschränkungen”, *Rechtshandbuch Robo Advice – Automatisierte Finanz- und Versicherungsdienste* (ed. Dimitrios LINARDATOS), 2020, C.H. Beck & Vahlen, s. 149. Türkiye’deki uygulama bakımından ise daha çok robo-danışmanlık hizmetinin sağlayıcı ile banka arasında ve müşteri ile banka arasında iki ayrı sözleşme akdedildiğini ileri sürmek kanaatimizce hatalı olmaz.

¹¹⁹ Bkz. <https://www.smartadvice.com.tr/tr/hakkimizda>, (E.T. 26.01.2024).

¹²⁰ **QNB FINANINVEST**, “Akıllı Robo”, <https://akillirobo.qnbfi.com/>, (E.T. 26.01.2024).

¹²¹ **ÖZYÜKSEL & İĞCİ**, s. 5; **LORDT**, s. 28 ve orada anılan yazarlar.

¹²² **LORDT**, s. 30.

¹²³ **MADEL**, s. 47.

Yarı hizmet platformlarında ise algoritmanın, müşteriden toplanan bilgiler çerçevesinde, müşteriye yatırım stratejisi ve yatırım araçları hakkında tavsiye sunduğu ifade edilmektedir¹²⁴. Öte yandan, bu ihtimalde de yatırım kararı yine müşteri tarafından alınmalı, alım satım işlemleri yine müşteri tarafından yapılmalıdır. Şu var ki müşterinin alım satım işlemlerini yine platform üzerinden yapması mümkün olabilir.

Tam hizmet platformlarında ise müşteriye tavsiye sunulması, portföy dağılımın belirlenmesi, izlenmesi, yeniden dengelenmesi, bu çerçevede alım satım işlemlerinin de algoritmik olarak yine otomatik biçimde, aynı platform üzerinde gerçekleştirildiği görülmektedir¹²⁵.

Kanaatimizce, “robo-danışmanlık” adı altında hizmet sağlayan platformların; self-servis, yarım hizmet ve tam hizmet sınıflandırması çerçevesinde keskin bir ayrımının yapılması her zaman mümkün olmamaktadır. İyi Gelir bu noktada örnek olarak ele alınabilir. Platformda müşteriden talep edilen iki bilgi türü mevcuttur. Bu bilgiler yatırım fonları, faize duyarlı fonlar ve emeklilik fonları arasından hangi kategoride yatırım yapılmak istendiğidir. Bu seçimin kısmen de olsa yatırım hedefleriyle ilgili olduğu öne sürülebilir. İkinci bilgi ise korumacı, dengeli, hareketli, hırslı seçenekleri arasından önceden belirlenmiş “yatırımcı davranışlarından” birinin müşteri tarafından seçilmesi ile oluşturulmaktadır. Bu seçimin de risk toleransı ve algısı ile ilgili olduğu belirtilebilir. Son olarak, müşteriye yatırım yapacağı başlangıç bakiyesi sorulmaktadır. Bu üç tür bilgi ışığında, müşteriye model varlık ve fon dağılımları, yani portföy önerisi sunulmaktadır. Bu noktaya kadarki süreç self-servis platformlarına ilişkin ölçütler ile uyuşmaktadır. Ne var ki, platform *vasıtasıyla* alım satım işlemleri de yapılabilmektedir. Platformun yaptığı açıklamada “*Platformumuz, alım-satım aracılığı yapmamakta, SPK tarafından onaylı alım-satım bankalarını/aracı kurumlarını sadece listelemekte yahut API kullanımı yoluyla ilgili bankanın/aracı kurumun sistemlerine istekler göndermektedir.*” beyanı bulunmaktadır. Bu itibarla alım satım işleminin yapılmasında -dolaylı yoldan olsa da- kullanılabilen platformların bulunmasına binaen, yarı hizmet ve self-servis platformları arasında kalan hizmet türleri işaret edilerek, söz konusu sınıflandırmanın her zaman uygun olmadığı öne sürülebilir.

¹²⁴ LORDT, s. 29.

¹²⁵ MADEL, s. 45; LORDT, s. 28.

C. Robo-Danışmanların Müşteri ile Etkileşimli Olup Olmamasına Göre Sınıflandırılması

Robo-danışmanlar, yatırım kuruluşları tarafından yalnızca yardımcı bir araç olarak kullanılacakları gibi müşteri ile doğrudan etkileşime de girebilirler. Bu açıdan, robo-danışmandan doğrudan yararlanan kişinin kimliğine göre, “yardımcı robo-danışmanlar” ve “müşteri ile etkileşimli robo-danışmanlar” şeklinde bir ayırım yapılabilir¹²⁶.

Yardımcı robo-danışmanların görevi, yatırım kuruluşu bünyesinde hizmet sunan yatırım uzmanlarının strateji oluşturmaya ve uygulamasına destek vermektir. Buna karşın, tavsiyenin şekillendirilmesi, sunulup sunulmaması veya portföyün yönetimine ilişkin nihai kararlar tamamen gerçek kişi yatırım uzmanları tarafından alınmaktadır.

Müşteri ile etkileşimli robo-danışmanlar bakımından ise yukarıda açıklandığı gibi, müşteriler genellikle bir anket cevaplayarak risk profillerini öğrenmekte, portföylerine ilişkin tavsiyeleri yazılım üzerinden almakta, işlem emirlerini de doğrudan yazılım üzerinden iletme veya gerçekleştirme imkânına sahip olabilmektedirler. Bu işlemlerin algoritmik alım satım şeklinde doğrudan robo-danışman algoritması tarafından gerçekleştirilmesi de mümkün olmaktadır.

Hem yardımcı hem de müşteri ile etkileşimli robo-danışmanlar, yatırım kuruluşu tarafından doğrudan geliştirilebileceği gibi, yatırım kuruluşu tarafından dışarıdan hizmet alınması da mümkündür. Bu çerçevede, B2B modelinde çalışan robo-danışmanlar “yardımcı”, B2B veya B2B2C modellerinde çalışan robo-danışmanlar ise “müşteri ile etkileşimli” olarak nitelendirilebilirler.

D. Robo-Danışmanların Otonom Olup Olmamasına Göre Sınıflandırılması

Robo-danışmanlar, otonomi düzeyine göre “otonom” ve “hibrit” olmak üzere iki gruba ayrılabilir. Zira bu ayırım, robo-danışmanlık hizmetinden doğan hukuki sorumluluğa

¹²⁶ Bu ayırım, III.39-1 Tebliği m. 31 çerçevesindeki “profesyonel müşteri” – “genel müşteri” ayırımıyla karıştırılmamalıdır. Yukarıdaki sınıflandırma, robo-danışmanın, yalnızca yatırım kuruluşu tarafından iç işlemlerde kullanılan bir araç mı olduğu yoksa yatırım hizmeti sunulan müşterinin de kullanımına açık bir araç mı olduğu sorunu çerçevesinde yapılmıştır.

ilişkin ilkelerin belirlenmesi ve görece daha az ölçüde organizasyonel yükümlülüklerin tespit edilmesi açısından gereklidir.

Otonomi düzeyine göre yapılan ayırım, esasen robo-danışmanların “otonom” olma özelliğine de işaret etmektedir. Esasen, tamamen önceden belirlenen parametreler içinde, öngörülebilir ve şeffaf bir karar ağacı temelinde, yalnızca otomasyon işlevi gören algoritmaların “robo-danışman” kavramı içinde ele alınıp alınmayacağı tartışılabilir. Nitekim, “robo-danışman” kavramı pratik bakımdan otonomiye haiz olsun olmasın her türlü otomatik sistem için kullanılabilir. Önceden hazırlanmış model portföylere göre finansal bilgi, yatırım stratejisi veya tavsiye sunan, “self-servis” olarak adlandırılan platformlar bu tartışmanın süjesi olabilirler.

Kavramsal tartışmalar bir yana bırakılacak olursa, kanaatimizce, hiçbir düzeyde otonomiye haiz olmayan salt otomatik sistemlerin, herhangi bir hesaplama yazılımından farklı biçimde ele alınmasına, *kural olarak*, gerek bulunmamaktadır¹²⁷. Hukuki çerçevede problemlerin *asıl* ortaya çıktığı veya çıkabileceği kısım az ya da çok düzeyde otonom davranışlar ile başlamaktadır. Öte yandan, salt otomatik sistemler için de yatırım tavsiyeleri çerçevesinde müşterinin tanınması yükümlülüğü gibi çeşitli alanlarda düzenleme veya açıklığa kavuşturma ihtiyacı bulunabilir. Hatta otomatik sistemler için de iradenin isnadı problemi, otonom sistemlere ilişkin isnat sorunu kadar karmaşık olmasa da yine de mevcuttur. Bu hususlara çalışmamızın ilerleyen kısımlarında detaylı biçimde değineceğiz; fakat çözümlenmesi gereken öncelikli bir sorun mevcuttur. Bu sorun da robo-danışman olarak adlandırılan sistemlerin ne zaman otonom sayılmaları gerektiği meselesidir.

Otonomi kavramı üzerinde genel geçer bir uzlaşa bulunmamaktadır. Bu kavrama ilişkin olarak belki de en sık kullanılan ölçüt çerçevesinde, hizmetin sunulmasında “insan müdahalesinin bulunmadığı ya da çok kısıtlı düzeyde bulunduğu” robo-danışmanlar otonom

¹²⁷ Nitekim self-servis platformları robo-danışmanlık kavramı altında değerlendiren yazarlardan LORDT da, her ne kadar BaFin’in açıklamaları ile uyum içinde “otomasyon” sürecinin altını çizse dahi, insan müdahalesinin bulunmamasına ya da asgari düzeyde olmasına temel bir özellik olarak işaret etmektedir. **LORDT**, s. 42.

olarak addedilebilir¹²⁸. İnsan müdahalesinin düzeyi daha yüksek bir seviyede ise bu halde “hibrit” robo-danışman söz konusu olmaktadır.

Bu ölçütün belirsizliği açıkça görülmekte olup, somutlaştırılması gerekmektedir. Özellikle de insan müdahalesinin ne zaman az ne zaman çok olduğu, mümkün olduğu ölçüde tespit edilmelidir. Ne var ki bu somutlaştırmayı yapabilmek için öncelikle robo-danışmanlık faaliyetlerinin hukuki statüsünü belirlemek gerekir. Zira her faaliyet türüne göre otonominin kriterleri değişebilir.

Örneğin, robo-danışmanlar yatırım danışmanlığı çerçevesinde yatırım tavsiyesi sunmak için kullanılabilir. III-37.1 Tebliği m. 45 çerçevesinde yatırım tavsiyeleri, belirli bir sermaye piyasası aracı veya ihraççı hakkında sunulan, yönlendirici ve belirli bir müşteriye ya da gruba yönelik yorum ve tavsiyelerdir¹²⁹. Başka bir ifadeyle, yatırım tavsiyelerinin ayırt edici üç unsuru bulunmaktadır. Bu üç unsur da algoritma tarafından gerçekleştirilmekte ise robo-danışman otonom olarak addedilebilir. Dolayısıyla belirli bir liste çerçevesinde olsa dahi sermaye piyasası aracının veya ihraççının belirlenmesi, müşterinin tanınması ve sermaye piyasası aracı veya ihraççı ile müşterinin eşleştirilmesi, son olarak müşteriye sunulacak olan tavsiyenin yönünün belirlenmesi ya da yorumun oluşturulması algoritma tarafından yapılmakta ise kanaatimizce otonom robo-danışman söz konusu olacaktır. Yatırım tavsiyesinin meydana gelmesi için gerekli olan bu üç unsurdan birinde, *söz konusu unsurun takdirinde değişikliğe sebep olabilecek bir insan müdahalesi bulunmakta* ise bu modeli hibrit robo-danışman olarak sınıflandırmak daha yerinde olur. Sermaye piyasası aracının seçimi bakımından örneklendirmek gerekirse, model portföy dağılımları şeklinde yatırım araçlarının tamamen insan tarafından belirlenmesi, algoritmanın belirlediği araçlar arasından nihai seçimin insan tarafından gerçekleştirilmesi hibrit modele işaret eder.

Hem robo-danışmanlık hizmetinin hukuki niteliğinin belirlenmesi bahsinde her bir faaliyet türü bakımından hem de hukuki sorumluluk bağlamında bu ayrıma değineceğimizden dolayı, bu başlık altında daha fazla ayrıntı vermeye ihtiyaç

¹²⁸ Aynı yönde **LORDT**, s. 33. Nitekim, bazı düzenleyici otoriteler de robo-danışmanları tanımlarken söz konusu ölçüte veya benzerlerine başvurmuştur.. Bkz. yukarıda Birinci Bölüm, §2.III.D., Robo-Danışmanların Otonom Olup Olmamlarına Göre Sınıflandırılması

¹²⁹ **Enver USCA**, *Yatırım Danışmanlığı ve Çıkar Çatışması*, 2007, Ankara: Gazi Üniversitesi (Doktora Tezi), s. 22 vd.; **Burçak YILDIZ**, *Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında Yatırım Tavsiyeleri*, 2015, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s.123 vd.

duymamaktayız. Ancak, çalışmamız kapsamında, *müşteri ile etkileşim ve otonomi* çerçevesinde yapılan ayrımlar arasındaki ilişkiye de değinmekte yarar vardır. Robo-danışmanların otonomi düzeyine göre yapılan ayırım, bunların yardımcı yahut müşteri ile etkileşimli olup olmamalarına bağlı değildir. Otonom robo-danışmanların müşteri ile etkileşime sokulmadan yatırım kuruluşunun bir iç aracı olarak kullanılması da elbette mümkündür. Başka bir ifadeyle tavsiyenin yine otonom bir robo-danışmanla hazırlanması, fakat müşteriye robo-danışman arayüzü üzerinden değil de yine yatırım uzmanları tarafından sunulması söz konusu olabilir.

IV. ROBO-DANIŞMANLARIN FAYDALARI VE RİSKLERİ

Robo-danışmanların fayda ve risklerinin belirlenmesi, bu hizmetin sunulmasında mevcut hukuki düzenlemelerin nasıl yorumlanacağı veya yeni düzenlemelerin nasıl yapılması gerektiği bakımlarından, başka bir deyişle robo-danışmanlara dair hukuk politikasının belirlenmesi açısından önem arz etmektedir.

Ne var ki, robo-danışmanların fayda ve riskleri üzerinde de çoğunlukla uzlaşma bulunmamaktadır. Öyle ki robo-danışmanların bazı özellikleri kimi yazarlarca bir fayda olarak değerlendirilirken başka yazarlarca risk olarak görülebilmektedir. Bu nedenle, sistematik açıdan, faydalar ve riskler şeklinde ikili bir ayırım yapmak yerine, değerlendirme konusu hususları bütüncül olarak ele almak yerinde olur. Nitekim, robo-danışmanlara ilişkin hukuk politikası oluşturulurken tartışmalı hususların her iki yönünü de ele almak gereklidir.

A. Yatırım Hizmetlerinin Maliyeti ve Asgari Yatırım Tutarı

Robo-danışmanlar bakımından, belki de üzerinden en çok uzlaşma bulunan husus yatırım hizmetleri noktasında düşük maliyetli çözümler sunulmasıdır. Bu da müşteri açısından elbette bir fayda olarak değerlendirilmelidir.

Gerçekten de yatırımların algoritmalar aracılığıyla yürütülmesi neticesinde, geleneksel yatırım faaliyetlerine nazaran personel ücretinin bulunmaması ya da daha az olması, ücret ve komisyonların çoğunlukla (abonelik usulü gibi) maktu olarak belirlenmesi, pasif stratejiler çerçevesinde genellikle fon bazlı yatırım yapılması dolayısıyla ürün

giderlerinin daha düşük olması gibi nedenlerle müşterinin masrafları geleneksel yatırım faaliyetlerine göre daha düşük kalmaktadır¹³⁰.

Buna karşılık, robo-danışmanların ücretsiz veya düşük masraflı biçimde hizmet sağladığına yönelik tanıtımların “yanıltıcı” olduğu da savunulmaktadır¹³¹. Bu bağlamda FEIN, en azından Amerikan uygulaması bakımından, robo-danışmanların çevrimiçi biçimde katılma payları alınabilir bazı yatırım fonlarından daha düşük maliyetle hizmet sunmadığını ileri sürmektedir¹³².

Robo-danışmanlar, geleneksel yatırım faaliyetlerine nazaran daha düşük maliyetli olmalarının yanı sıra, genellikle asgari yatırım tutarı şartı da öngörmemekte veya göreceli olarak düşük bir tutar gerektirmektedir¹³³. Bu husus, geleneksel yatırım hizmetlerine nazaran robo-danışmanları avantajlı hale getirmektedir¹³⁴.

FEIN’in eleştirileri kendi içinde tutarlı olsa dahi, kanaatimizce robo-danışmanların düşük maliyet ve asgari yatırım tutarı konusundaki avantajlarını ortadan kaldırmamaktadır. Gerçekten de robo-danışmanlar doğrudan müşteriden kazanç sağlamasalar dahi¹³⁵ önemli gelirler elde edebilirler. Bunun yanında benzer maliyetlere sahip başka yatırım imkânları da bulunabilir. Fakat iki husus da, sonraki bölümlerde inceleneceği üzere robo-danışmanların temel faaliyet alanı olan yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi bakımından, geleneksel yöntemlere göre, büyük çoğunlukla daha ucuz hizmet sunulduğu gerçeğini değiştirmemektedir. Bu husus da kanaatimizce bir fayda olarak öne çıkmaktadır.

¹³⁰ RINGE & RUOF, s. 7; MADEL, s. 53; MAUME, Regulating Robo-Advisory, s. 68.

¹³¹ Melanie L., FEIN “Robo-Advisors: A Closer Look”, 2015,

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2658701, (E.T. 15.06.2024), s. 12-13.

¹³² a.g.e, s. 13. Ek olarak, algoritmaların programlanması ve test edilmesi gibi süreçler nedeniyle robo-danışmanlığın masraflı olduğunu öne sürenler de bulunmaktadır. Bkz. MAUME, Regulating Robo-Advisory, s. 68.

¹³³ Örnekler için bkz. LAM, s. 72; EREN SARIOĞLU, s. 98-99; PAYETTE, s. 430.

¹³⁴ Örneğin MADEL, Almanya’da bireysel portföy yöneticiliği hizmetinin 100.000 ilâ 5.000.000 Avro arasında değişen rakamlardaki yatırımlara sunulduğunu belirtmektedir. MADEL, s. 55.

¹³⁵ B2B2C modelinde robo-danışmanlık yazılımı sağlan FinTek’in banka veya aracı kurumdan sağladığı kazanç gibi...

B. Erişilebilirlik

Robo-danışmanların düşük maliyetler ve asgari tutarlar ile yatırım yapılabilmesine imkân sağlamaları, bunları geniş kitlelerin erişimine açık hale getirmektedir. Öte yandan, yatırıma erişim noktasında belirleyici olan unsurlar sadece maliyet ve yatırım tutarı değildir. Hizmete erişim kanalları ve finansal okur yazarlık oranı da ciddi birer etkiye sahiptir.

Robo-danışmanlık hizmetlerinin çevrimiçi platformlar aracılığıyla sunulması erişimi kolaylaştıran başka bir etmendir. Gerçekten de genellikle internet sayfası veya mobil uygulamalar üzerinden sağlanan robo-danışmanlık hizmetlerine internetin bulunduğu her ortamdan erişmek mümkündür. Fakat günümüzde çevrimiçi erişilebilirliğin sadece robo-danışmanlık hizmetlerine özgü olmadığı da ortadadır. Her ne kadar geleneksel anlamda yatırım danışmanlarına ve portföy yöneticilerine mesai saatleri içinde erişmek mümkün ise de robo-danışmanlık ve geleneksel yatırım hizmetleri alınmaksızın, ortaklık veya fon payı gibi yatırım araçlarının alım satımı da yine internet üzerinden yapılabilir.

Robo-danışmanların erişilebilirlik konusunda fark yarattıkları asıl husus finansal okur yazarlık ile bağlantılıdır. Zira robo-danışmanlık hizmetlerinin hedef kitlesi (veya robo-danışmanlık hizmetini tercih edenler) çoğunlukla tecrübesiz ve küçük yatırımcı şeklindeki geniş kitlelerdir¹³⁶. Robo-danışmanların 2008 krizi sonrası ortaya çıkış süreci, maliyet ve asgari yatırım tutarı konularındaki farklılıkları, pasif yatırım anlayışı ile hizmet sunmaları, bu bağlamda yatırımları çoğunlukla fonlara yönlendirmeleri faktörleri birlikte değerlendirildiğinde bu husus daha iyi anlaşılacaktır.

Robo-danışmanlar, söz konusu yatırımcı kitlesine hizmet sağlamak için kullanım kolaylığı sağlayan basit arayüzler ve özellikle finansal değerlendirme gerekliliğini mümkün olduğunca azaltan çözümler sunmaktadır. Genellikle, müşterinin bilgilerinin toplanması amacıyla kolaylıkla anlaşılabilir anketlerin yapıldığı, finansal bilgi gerektiren analiz ve çözümlerden ziyade doğrudan doğruya tavsiye edilen (veya algoritmik olarak alım satımı yapılan) finansal ürünlerin liste ve ağırlıklarının müşteriye sunulduğu görülmektedir.

¹³⁶ EREN SARIOĞLU, s. 54; MAUME, Regulating Robo-Advisory, s. 68. Aynı yönde bkz. MADEL, s. 56. Yazar ayrıca, genç çalışanların banka şubelerinden bireysel tavsiye almak yerine internetten kendi araştırmaları yapmayı tercih ettiklerini öne süren bir araştırmayı işaret etmektedir. Bu çerçevede, genç nesil bireysel müşterilerin çevrimiçi finansal ürün ve hizmetlere yoğun bir ilgisi olduğunu öne sürmektedir.

Bu yönleriyle robo-danışmanların geleneksel yatırım faaliyetlerine göre daha erişilebilir, dolayısıyla faydalı oldukları belirtilebilir.

Ne var ki, erişilebilirlik hususuna ihtiyatlı yaklaşanlar da vardır. Gerçekten de erişilebilirliği sağlayan unsurların yaratabileceği olumsuz sonuçlar da mevcuttur. Robo-danışmanların müşteri açısından düşük maliyetli olmalarının sebeplerinden biri geleneksel yatırım faaliyetlerinin aksine hizmetin neredeyse tamamen algoritmik sistemler üzerinden sunulması ve bu sayede personel masraflarının azaltılmasıdır. Fakat bu durum, tecrübesiz, genç ve küçük yatırımcıların etkileşim imkânlarını sanal arayüz ile sınırlandırmaktadır. Söz konusu müşterilerin anket sorularındaki terimlerin anlamlarını bilmiyor olabilecekleri, kişisel bilgilerini hatalı yansıtabilecekleri veya sunulan tavsiyeleri yanlış yorumlayabilecekleri belirtilmektedir¹³⁷.

Kanımızca robo-danışmanlar yatırım tecrübesi ve finansal okur yazarlık oranı ve yatırım bütçesi düşük olan kitlelerin yatırım imkânlarını genişleterek makro ve mikroekonomik düzeylerde fayda sağlamaktadır¹³⁸. Öte yandan, söz konusu yatırımcı profilinin özellikleri dikkate alındığında, eleştiriler de haksız değildir. Fakat eleştiri konusu yapılan hususlar, robo-danışmanlık hizmetine özgü olarak, müşterinin bilgilendirilmesi gibi hususlarda yapılacak düzenlemelerle bertaraf edilebilir.

C. Robo-Danışmanların Kararlarının Yerindeliği ve Denetlenebilirliği

Geleneksel yatırım faaliyetleri bakımından kararların çoğunlukla müşteri ile yapılan tartışma ve değerlendirmeler neticesinde alınması sebebiyle söz konusu kararlarda kişisel ilişkilerin ve duyguların da etkili olduğu ifade edilmektedir¹³⁹. Buna karşın robo-danışmanlar algoritmik karar sistemleri üzerinden hizmet sundukları için yatırım kararlarının duygulardan arınmış, daha rasyonel ve insan hatalarını barındırmayan biçimde

¹³⁷ MAUME Regulating Robo-Advisory, s. 70. Eksik ve uygun olmayan müşteri bilgilerine dayanarak tavsiye üretilmesinin, sunulan hizmetin kalitesine ciddi biçimde etki edebileceği, kaldı ki söz konusu bilgilerin nasıl işlendiğini bilmemesinin de tavsiyenin doğru yorumlanması noktasında etkili olabileceği vurgulanmaktadır. MADEL, s. 62; Sophia DUFFY, Steve PARRISH, “You Say Fiduciary, I Say Binary: A Review and Recommendation of Robo-Advisors and the Fiduciary and Best Interest Standards”, *Hasting Business Law Journal*, 2021, C. 17, S. 1, s. 22.

¹³⁸ Aynı yönde RING & RUOF, s. 10.

¹³⁹ MADEL, s. 58.

alındığı, ayrıca çıkar çatışmalarının önlenebileceği ileri sürülmektedir¹⁴⁰. Hatta, robo-danışmanlık algoritmalarının bilimsel portföy teorilerine dayalı olarak hizmet sunmaları da bir avantaj olarak değerlendirilmektedir¹⁴¹.

Robo-danışmanların sundukları hizmetin kalitesine ihtiyatlı yaklaşan, algoritmalar tarafından üretilen yatırım kararlarının yerindeliliğini sorgulayan yazarlar da mevcuttur. Örneğin, robo-danışmanlarının müşterinin genel finansal durumunu bütüncül olarak değerlendirmedikleri gerekçesiyle, yatırım faaliyetleri çerçevesinde özen yükümlülüğünü yerine getiremeyeceklerini savunulmaktadır¹⁴². Robo-danışmanların müşteriye sunduğu anketlerin kısıtlı ve etkin olmadığı¹⁴³, özen yükümlülüğünün yerine getirilmesi için bir insan yargısına ihtiyaç bulunduğu¹⁴⁴ yönünde eleştiriler de bulunmaktadır. Bunların yanında, robo-danışmanların çıkar çatışmalarını da tamamen ortadan kaldırmadığı belirtilmektedir. Çalışan (genellikle yatırım danışmanı veya portföy yöneticisi) ile müşteri arasındaki çıkar çatışmalarının hibrit modeller bakımından; kurum ile müşteri arasındaki çıkar çatışmalarının ise her robo-danışmanlık modeli bakımından ortaya çıkabileceğine işaret edilmektedir¹⁴⁵.

Yalnızca robo-danışman kararlarının yerindeliliği değil, bu kararların denetlenebilirliği de eleştiri konusudur. Bu çerçevede algoritmaların şeffaflığı ile ve teknik problemler belki de en çok tartışma yaratan meselelerdir. Bazı yazarlar geleneksel yatırım danışmanları ve portföy yöneticilerine nazaran algoritmaların daha şeffaf ve rasyonel hizmet sunabileceğini savunmaktadırlar. Bu görüşte olanlar, robo-danışmanların tamamen çevrimiçi işlemleri ve sözlü görüşmelerin yapılmaması nedenleriyle, tavsiye sürecinin açık ve tam bir şekilde belgelendirilebileceğini¹⁴⁶; dolayısıyla robo-danışmanların kayıt takibi noktasında yararlı

¹⁴⁰ *a.g.e.* Ayrıca bkz. MAUME, Regulating Robo-Advisory, s. 68-69.

¹⁴¹ *a.g.e.*, s. 59.

¹⁴² FEIN, s. 21-22.

¹⁴³ DUFFY & PARRISH, s. 21.

¹⁴⁴ *a.g.e.*, s. 24. Örnek olarak, evli bir çiftin yatırım hesabı açmak üzere bir insan danışmana ve robo-danışmana başvurduğu farazi olaylar ele alınmaktadır. Kurguya göre kocanın kumar borçları bulunmaktadır, ancak bu durum danışmana belirtilmemiştir. Yazarlar, kumar borcu olan müşterinin eşinin toplantı sırasında endişeli ve kızgın olduğunu insan danışmanın fark edebileceğini, bu durumun üzerine gitmesi ile müşterinin kumar sorununu ortaya çıkarabileceğini ve yatırım stratejisinde bunu dikkate alabileceğini; oysa robo-danışmanların böyle ipuçlarını yakalayamayacaklarını ifade etmektedirler.

¹⁴⁵ FINRA, Digital Investment Advice, s. 6.

¹⁴⁶ MADEL, s. 57. Yazar, portföy performansının müşteriler tarafından sürekli biçimde izlenebileceğini, ayrıca tavsiye sürecinin her aşamasının kronolojik olarak müşteriye sunulabileceğini belirtmektedir.

olduğunu¹⁴⁷ öne sürmektedirler. Aksi yönde düşünenler ise yatırım sürecinin oldukça opak (şeffaf olmayan biçimde) işlediği, müşterilerin algoritmanın tam olarak nasıl çalıştığı veya yazılımın aldığı kararı etkileyen diğer unsurların neler olduğu konusunda bilgi sahibi olmadıklarını ileri sürmektedirler¹⁴⁸. Bu çerçevede, robo- danışmanlık hizmeti bağlamında bilgi asimetrisinin, geleneksel yatırım faaliyetlerine oranla zamana zaman daha yüksek seviyelerde ortaya çıktığı ifade edilmektedir¹⁴⁹. Dahası robo-danışmanlık algoritmalarının hatalı çalışmaları halinde geleneksel yatırım faaliyetlerine nazaran çok daha fazla yatırımcının etkilenebileceği öne sürülmektedir. Zira algoritmik hataların, insan hataları karşısında sistematik risk yaratma olasılığının çok daha yüksek olduğu düşünülmektedir¹⁵⁰.

Robo-danışmanlık algoritmalarının hatalı çalışmaları ihtimalinin yanı sıra, hizmetin sanal olarak sunulmasından kaynaklanan, hizmetin sürekliliğinin kesilmesi gibi başka teknik problemlerin ortaya çıkma riski de bulunmaktadır¹⁵¹.

¹⁴⁷ RINGE & RUOF, s. 8.

¹⁴⁸ Bkz. MAUME, EU regulatory framework, s. 11.

¹⁴⁹ *a.g.e.*

¹⁵⁰ Uygulama bakımından, Hong Kong Finansal Piyasalar Otoritesi FMA tarafından 2017 yılında yapılan kamuoyu görüşü anketi çerçevesinde, Cigna Life Insurance NZ Ltd şirketi tarafından 9 ve 20'nci sorulara ilişkin olarak sunulan görüşlerde bu riske işaret edilmiştir. FMA, *Submissions Report – Exemption to facilitate personalized robo-advice*, Ekim 2017, <https://www.fma.govt.nz/assets/Consultations/Consultation-Personalised-robo-advice-Submissions-report.pdf>, (E.T. 15.06.2024). ABD Finans Sektörü Düzenleme Kurumu FINRA da aynı riske işaret etmektedir. FINRA, *Digital Investment Advice*, s. 3. Öğretide de aynı doğrultuda görüşler bulunmaktadır: MAUME, EU regulatory framework, s. 11.

¹⁵¹ Robo-danışmanlık hizmeti çerçevesinde süreklilik problemine ilişkin farazi bir inceleme için bkz. Philipp MAUME, “Reducing Legal Uncertainty and Regulatory Arbitrage for Robo-Advice”, *European Company and Financial Law Review*, 2019, C. 16, S. 5, s. 649 vd.

§3. ALGORİTMİK ALIM SATIM KAVRAMI

I. ALGORİTMİK ALIM SATIM KAVRAMININ SINIRLARI

Algoritmik alım satımı (veya dar anlamda algoritmik yatırım) çalışmamız çerçevesinde, yine algoritmik yatırımın bir alt dalı olarak konumlandırmaktayız¹⁵². İlerleyen kısımlarda açıklanacağı üzere, algoritmik alım satım ile robo-danışmanlık birçok yönden kesişmektedir. Ne var ki algoritmik alım satım, robo-danışmanlık ile benzer, hatta çakışan yönleri bulunmasına rağmen farklı bir hizmet türüdür.

Bu itibarla, algoritmik alım satım, robo-danışmanlığın bir işlevi olarak ya da bağımsız biçimde sunulan, bilgisayar algoritmaları vasıtasıyla yürütülen, insan müdahalesinin sınırlı olduğu veya hiç bulunmadığı, finansal araçların alım satımı ve buna ilişkin aracılık faaliyetleri olarak tanımlanabilir.

A. Karşılaştırmalı Hukukta Algoritmik Alım Satıma Dair Tanımlamalar

Avrupa Birliği'nde MiFID II m. 4/1-(39) hükmü esasen dar anlamda algoritmik yatırımı, yani algoritmik alım satımı tanımlamaktadır. Nitekim gerek MiFID II m. 17 vd. gerek Algoritmik Yatırıma İlişkin Komisyon Tüzüğü'nde yer alan hükümlerin çoğu yatırım kararı algoritmalarına (investment decision algorithms) ve işlem algoritmalarına (execution veya order execution algorithms) yöneliktir. MiFID II 4/1-(39) hükmündeki düzenlemeyi hatırlatmak gerekirse; *dar anlamda algoritmik yatırım* (algoritmik alım satım), “*Yalnızca, bir veya birden fazla borsaya emir iletimi, herhangi bir değişkenin belirlenmediği emirlerin işlenmesi, emirlerin onaylanması ya da gerçekleşen işlemlerin tasfiyesi için kullanılan sistemler hariç olmak üzere; emirlerin, gönderilip gönderilmeyeceği, zamanlaması, fiyatı veya miktarı gibi bireysel değişkenlerinin, sınırlı bir insan müdahalesiyle veya insan müdahalesi bulunmaksızın, bir bilgisayar algoritması tarafından belirlenmesi suretiyle, finansal araçların işlem görmesidir*” şeklinde tanımlanmıştır¹⁵³. Bu itibarla, gerek portföy

¹⁵² Yukarıda da vurgulandığı üzere, algoritmik alım satıma ilişkin açıklamalarımız çerçevesinde yabancı literatüre yaptığımız atıflar *dar anlamda* “algorithmic trading” kavramına karşılık gelmektedir.

¹⁵³ MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 34'e göre “*herhangi bir emir veya teklif belirleme prosedürü ya da emir gerçekleştirme optimizasyonuna yönelik herhangi bir prosedür için; önceden belirlenmiş değişkenlere göre, emrin veya teklifin başlatılması (initiating), oluşturulması (generating), yönlendirilmesi/iletilmesi (routing)*

yönetimi için kullanılan robo-danışmanlık bağlamında gerek bağımsız olarak icra edilen algoritmik alım satım faaliyeti için uygulanabilir niteliktedir¹⁵⁴. ESMA, algoritmaların yalnızca özel bir yatırım fırsatı hakkında bilgilendirme amacıyla kullanıldığı hallerin, algoritmik alım satım olarak nitelendirilmediğini, zira alım satımın algoritmik olarak yapılmadığını vurgulamaktadır¹⁵⁵.

ABD’de konuyu inceleyen SEC, yukarıda da açıklandığı üzere algoritmik alım satım, hatta algoritmik yatırım kavramına ilişkin tanım yapmaktan bilinçli olarak kaçınmıştır. Bunun yerine, incelenen kavramların kapsamlarına dahil olan bazı uygulamaları örneklendirmiştir. SEC, algoritmik yatırıma ilişkin 2020 tarihli raporunda, bu kavrama ilişkin keskin tanımlama çabaları için, yüksek frekanslı işlemlere ilişkin 2014 tarihli literatür incelemesine atıf yapmıştır¹⁵⁶. Ne var ki 2014 tarihli incelemede yüksek frekanslı işlemlere değinilmiş, *daha geniş bir fenomen olan* algoritmik ve bilgisayar destekli yatırım kavramlarına müteakip bir literatür incelemesinde yer verileceği belirtilmiştir¹⁵⁷. Böyle bir müteakip inceleme tarafımızca tespit edilmemiştir.

Almanya’da WpHG § 80/2 hükmü, yatırım kuruluşlarının yükümlülüklerine ilişkin olmakla birlikte algoritmik alım satımın tanımlanması bakımından da önemli bir role sahiptir. Algoritmik alım satım ile iştigal eden yatırım kuruluşlarının, bu hüküm kapsamındaki yükümlülüklere de uymak zorunda oldukları öngörülmüş; kavram, MiFID II’deki gibi tanımlanmıştır: *Bir bilgisayar algoritmasının, emirlerin bireysel değişkenlerini otomatik olarak belirlediği; fakat, yalnızca, değişkenler belirlenmeksizin emirlerin işlenmesi, emirlerin onaylanması veya gerçekleşen işlemlerin tasfiyesi için kullanılan sistemleri kapsamayan faaliyet türü...* Emir değişkenleri olarak da yine MiFID II m. 4/1-(39)’da anılan kıstaslara yer verilmiştir.

veya gerçekleştirilmesi (execution) aşamalarının herhangi birinde verdiği otomatik bir sistemin karar aldığı” durumlarda, insan müdahalesi sınırlıdır veya bulunmamaktadır.

¹⁵⁴ Bkz. **Matthias LEHMANN & Christoph KUMPAN**, *European Financial Services Law – Article-by-Article Commentary*, 2019, Beck / Nomos / Hart, s. s. 33 para. 19.

¹⁵⁵ Bkz. **ESMA**, *Algorithmic Trading*, para. 13.

¹⁵⁶ **SEC**, *Algorithmic Trading*, s. 7 dn. 9.

¹⁵⁷ **SEC**, *HFT Literature Review*, s. 7.

Avustralya’da ASIC, algoritmik trading ve electronic olarak iki farklı kavrama yer vermektedir¹⁵⁸. Bu çerçevede algoritmik alım satım (algorithmic trading) kavramına ilişkin olarak şu tanımı paylaşmaktadır: “*Özel işlem çıktılarının önceden belirlenmiş değişkenler, kurallar ve koşullar tarafından sağlandığı elektronik yatırım*”¹⁵⁹.

Hong Kong ve Yeni Zelanda hukuklarına ilişkin olarak yukarıda yaptığımız açıklamalar yeterli olduğundan dolayı burada ayrıca tekrar etmeyeceğiz¹⁶⁰.

B. Türk Hukukundaki Durum

Türkiye’de algoritmik alım satıma ilişkin olarak Borsa İstanbul’un düzenlemeleri bulunmaktadır. Bu çerçevede işaret edilebilecek temel düzenlemeler şunlardır: Pay Piyasası Prosedürü¹⁶¹, BISTECH Pay Piyasası Prosedürü¹⁶² ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Prosedürü¹⁶³.

BISTECH¹⁶⁴ Prosedürü’nde algoritmik işlemler, algoritmik emirler ve algoritmik emir iletim sistemleri tanımlanmıştır. Buna göre algoritmik işlemler, “*algoritmik emir iletim sistemleri tarafından üretilen emirler ile gerçekleştirilen tüm işlemleri*” ifade etmektedir. Algoritmik emir kavramının kapsamına kâr amaçlı emirler, piyasa yapıcı kotasyonları ve

¹⁵⁸ Yukarıda açıklandığı üzere, algorithmic trading kavramını, electronic trading’in bir alt türü olarak nitelendirmektedir. ASIC’in electronic trading kavramının bu çalışma kapsamında algoritmik yatırıma, algorithmic trading kavramının ise algoritmik alım satıma karşılık geldiği söylenebilir. Bkz. yukarıda *Karşılaştırmalı Hukukta Algoritmik Yatırıma (Algorithmic Trading) Dair Tanımlamalar*.

¹⁵⁹ ASIC, Electronic Trading, s. 46.

¹⁶⁰ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm, §2.1.A., *Karşılaştırmalı Hukukta Robo-Danışmanlığa ve Robo-Danışmanlara Dair Tanımlamalar*.

¹⁶¹ Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Prosedürü, Kod: 02.PRO.01, <https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-proseduru.pdf>, (E.T.14.03.2024).

¹⁶² Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasasında Algoritmik İşlemler ve BISTECH PTRM/İşlem Öncesi Risk Yönetimi Prosedürü, Kod: 02.PRO.02, <https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasinda-algoritmik-islemler-ve-bistech-ptrm-islem-oncesi-risk-yonetimi-proseduru.pdf>, E.T. 15.06.2024).

¹⁶³ Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Prosedürü, Kod: 30.PRO.01, <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-proseduru.pdf>, E.T. 15.06.2024).

¹⁶⁴ BISTECH, Borsa İstanbul piyasalarındaki alım satım ve takas işlemlerin gerçekleştirildiği platformdur. 2014 yılında Borsa İstanbul ile NASDAQ arasında imzalanan iş birliği anlaşması çerçevesinde 2015 yılında hayata geçirilmiştir. BISTECH sistemine geçişler, 2015’te pay piyasası (Faz 1), 2017’de sonra vadeli işlem ve opsiyon piyasası (Faz 2), 2018’de borçlanma araçları piyasası ile kıymetli madenler ve kıymetli taşlar piyasası (Faz 2+) şeklinde gerçekleşmiştir. Bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Genel Mektup No: 4133, <https://www.borsaistanbul.com/files/nasdaq-omx-genel-mektup-no-4133.pdf>, (E.T. 15.06.2024); **BORSA İSTANBUL**, *BISTECH Teknolojisi*, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/473/bistech-teknolojisi>, E.T. 15.06.2024).

büyük emirlerin küçük parçalara bölünmesini sağlayan emirler girmektedir. Algoritmik emir iletim sistemleri ise “*belirlenmiş stratejiler doğrultusunda insan müdahalesi olmadan, bilgisayar yazılımları ile oluşturulan algoritmalar kullanılarak sermaye piyasası araçlarına yönelik alım-satım emirleri üreten sistemler*” olarak tanımlanmıştır. Algoritmik emir sistemleri, Vadeli İşlem Prosedürü’nde de tanımlanmış durumdadır. Tanım, esaslı değişiklik yaratmayan birkaç lafzî farklılık dışında BISTECH Prosedürü’ndeki ile aynıdır¹⁶⁵.

Esasen algoritmik alım satımın Borsa dışı yapılması da mümkün olup, TEFAS ve BEFAS platformları bu açıdan sermaye piyasasında Borsa dışı algoritmik alım satım yapılabilen platformlardır. Esasen söz konusu platformların Uygulama Esasları¹⁶⁶ incelendiğinde, yine Borsa altyapı ve protokollerinin kullanıldığı görülmektedir. Öte yandan, söz konusu platformlarda yapılacak olan algoritmik alım satım bakımından yapay zekânın rolü daha önceki aşamalarda görülmektedir. Borsa’da doğrudan elektronik erişim sağlanması suretiyle, algoritmik emir sistem kullanıcılarının kendilerinin de katkıda bulunabileceği algoritmalar vasıtasıyla Borsa’ya entegre bir sistem üzerinden alım satım yapmaları söz konusudur. Halbuki TEFAS ve BEFAS platformlarına ilişkin uygulama ikinci nesil robo-danışmanlık üzerine şekillenmiş olup, robo-danışmanın belirlediği bir fona ilişkin olarak platforma elektronik emir gönderilmektedir. Dolayısıyla Borsa içi algoritmik alım satımda olduğu gibi robo-danışmanlıktan bağımsız olarak işletilebilir bir süreç, ülkemizde, tarafımızca tespit edilmemiştir. Bu itibarla aşağıdaki açıklamalarımızı Borsa prosedürleri çerçevesinde yapacağız.

¹⁶⁵ “*Belirlenmiş stratejiler doğrultusunda*” ibaresi yerine “*parametreleri önceden belirlenmiş bir kurallar setine bağlı olarak*” şeklindeki ifade biçimi tercih edilmiştir.

¹⁶⁶ Bkz. **TAKASBANK**, 1161 sayılı ve 31.03.2014 tarihli Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu Uygulama Esasları Hakkında Genel Mektup, <https://www.takasbank.com.tr/documents/Announcement/1161.pdf>, (E.T. 15.06.2024); **TAKASBANK**, İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu Uygulama Esasları, <https://www.takasbank.com.tr/documents/prosedurler/bireysel-emeklilik-fon-alim-satim-platformu-uygulama-esaslari-02052023.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

II. ALGORİTMİK ALIM SATIMIN İŞLEYİŞİ

A. Algoritmik Alım Satım ile Bağlantılı Önemli Kavramlar

Algoritmik alım satım kavramı, beraberinde birçok yeni terim doğurmuştur. İlgili tüm terimlerin tek tek açıklanması, çalışmamızın ne amacı kapsamında kalacak ne de okuyucusuna fayda sağlayacaktır. Öte yandan, öyle hususlar vardır ki, algoritmik alım satımın işleyişini kavramak bu hususların bilinmesine bağlıdır. Aşağıda bu bağlamda önemli bulduğumuz kavramlara değineceğiz.

1. Borsada İşlem Yapma Yetkisi ve Borsa Üyeliği

Algoritmik alım satım faaliyetinde bulunabilmek için öncelikle Borsa’da işlem yapma yetkisine sahip olmak gerekir. Bunun yanında, algoritmik alım satım için gerekli olan teknolojilerin bazıları yalnızca Borsa üyelerinin kullanımına açıktır. Örneğin aşağıda açıklanacak olan doğrudan piyasa erişimi üzerinden emir iletimi yalnızca üyelere tahsis edilen emir iletim kanalları üzerinden yapılabilir. Bu bağlamda Borsa’da işlem yapma yetkisi ve Borsa üyeliği kavramlarının açıklığa kavuşturulması faydalı olur.

Öncelikle Borsa’da işlem yapma yetkisi ile Borsa üyeliği birbirine karıştırılmamalıdır. Her üye, Borsa’da işlem yapmaya yetkilidir. Fakat Borsa’da işlem yapmaya yetkili olan her kuruluş, Borsa üyesi değildir. O hâlde Borsa’da işlem yapma yetkisi verilenler, Borsa üyelerini de içine alan daha geniş bir küme teşkil etmektedir.

Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği¹⁶⁷ m. 4/1-i uyarınca “üye” kavramı, “*borsada işlem yapma yetkisi verilenleri*” ifade etmektedir. Aynı Yönetmelik’in 24/1 hükmüne göre TCMB, SerPKn m. 37/1-a,b,c bentleri çerçevesinde faaliyet izni verilmiş olan yatırım kuruluşları ile diğer yetkili otoriteler tarafından kuruluşuna izin veriler arasından SPK tarafından uygun görülenler borsalara üye olabilirler. Borsa İstanbul Yönetmeliği m. 4/1-v’de ise üye kavramı, *Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği m. 24/1’de belirtilenlerden Borsada işlem yapmak üzere (Borsa) yönetim kurulunca yetkilendirilenler* olarak tanımlanmıştır. Bu tanımlar temel olarak banka ve aracı kurumları kapsamaktadır.

¹⁶⁷ Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik, RG. 19.07.2013 28712.

Nitekim Borsa İstanbul, üyelerinin “*sermaye piyasasında faaliyet göstermek üzere yetkilendirilmiş yatırım kuruluşlarından ve Kıymetli Madenler Piyasasında faaliyet göstermek üzere yetkilendirilmiş kıymetli madenler aracı kuruluşlarından*” oluştuğunu; “*Pay Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş ve Borsa Yönetim Kurulunun gerekli gördüğü hususları yerine getirmiş olan aracı kurumlar ve bankaların*” Borsa üyesi olarak faaliyette bulunabileceğini belirtmektedir¹⁶⁸.

Borsa’da işlem yapmak için üye olmak şart değildir. Borsalar ve Piyasa İşleticileri Yönetmeliği m. 24/3’te “*borsaların yönetim kurulları tarafından piyasa, pazar, platform ve sistem bazında borsaya üye olmaksızın işlem yapma yetkisi*” verilebileceği düzenlenmiştir. Borsa İstanbul Yönetmeliği m. 4/1-i hükmünde de Borsa İstanbul’da işlem yapma yetkisi verilenlerin kapsamı öngörülmüştür. Buna göre, Borsalar ve Piyasa İşletmecileri m. 24/1 kapsamında üyeler veya m. 24/3 çerçevesinde üye olmadan işlem yapma yetkisi verilenler, Borsa İstanbul’da işlem yapma yetkisini haizdir. Bu bağlamda, kuyumculuk sektörü şirketlerinin Borsa İstanbul üyesi olmadığı ifade edilmektedir¹⁶⁹. Ayrıca Borsa İstanbul Yönetmeliği m. 6/1 uyarınca, TCMB kanunen Borsada işlem yapmaya yetkilidir.

¹⁶⁸ Bkz. **BORSA İSTANBUL**, “İşlem Yapma Yetkisi Verilmesi”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/195/islem-yapma-yetkisi-verilmesi>, (E.T. 20.03.2024).

¹⁶⁹ *a.g.e.*

Borsa İstanbul'da işlem yapma yetkisi verilenler ile Borsa üyeleri ilişkin güncel veriler aşağıdadır:

Borsa İstanbul'da Üye Olarak veya Üye Olmaksızın Faaliyet Gösterenler

Piyasalar	Aracı Kurumlar	Ticari Bankalar	Yatırım ve Kalkınma Bankaları	Katılım Bankaları	Kıymetli Madenler Aracı Kurumları	Kıym. Maden Üretimi veya Tic. ile İştigal Eden A.Ş.	Yetkili Müesseseler	Gerçek / Tüzel Kişi Kuyumcular*	Toplam
Pay Piyasası	72	0	1	0	0	0	0	0	73
Borçlanma Araçları Piyasası **	62	28	15	7	0	0	0	0	112
Para Piyasası **	15	16	5	1	0	0	0	0	37
Swap Piyasası **	4	23	14	6	0	0	0	0	47
Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası **	62	16	8	0	0	0	0	0	86
Kıymetli Madenler Piyasası **	0	18	5	7	24	18	30	0	102
Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası	0	10	0	3	1	3	2	0	19
Elmas ve Kıymetli Taş Piyasası	0	2	0	2	7	6	21	440	478
Elmas ve Kıymetli Taş Piyasası (Sınırlı Yetki)	0	0	0	0	0	0	0	139	139
	73	28	16	7	24	18	30	579	

(*) Gerçek/Tüzel Kişi Kuyumcular Borsa İstanbul üyesi olmayıp yalnızca Elmas ve Kıymetli Taş Piyasasında faaliyet göstermektedirler.

(**) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Borçlanma Araçları Piyasasında, Para Piyasasında, Swap Piyasasında, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında ve Kıymetli Madenler Piyasasında işlem yapmakla birlikte, üye sayısına dahil edilmemiştir.

<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/64/genel-bilgiler> adresinden alınmıştır (E.T. 20.03.2024).

2. Doğrudan Piyasa Erişimi (Doğrudan Elektronik Erişim)

Geleneksel borsacılık bağlamında bir müşterinin emirlerini doğrudan doğruya borsaya iletmesi mümkün değildir. Müşteriler, borsada işlem yapabilmek için bir aracı kurum ile çalışmak zorundadırlar¹⁷⁰. Bu bağlamda borsada işlem gören bir finansal aracın alımını ya da satımını, müşterinin talimatına binaen, müşteri adına veya hesabına yalnızca bir aracı kurum sağlayabilir¹⁷¹. Öte yandan, doğrudan piyasa erişimi teknolojisinin gelişmesiyle birlikte, aracı kurumların bu ilişkideki rolü değişmiştir.

MiFID II m. 4/1-(41)'de "doğrudan elektronik erişim" (direct electronic access) tanımına yer verilmiştir: "Doğrudan elektronik erişim, bir borsanın üyesinin, katılımcısının veya müşterisinin, işlem kodunu¹⁷² kullanması için bir kişiye izin verdiği ve böylece bu

¹⁷⁰ Bkz. ATA, s. 186.

¹⁷¹ Bkz. Mehmet BAHTİYAR, *Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş*, 2019, İstanbul: Beta, s. 11.

¹⁷² Yönerge'nin İngilizce halinde "trading code" ibaresi tercih edilmiştir.

kişinin bir finansal araçla ilgili emirlerini elektronik olarak doğrudan borsaya iletebildiği; üye, katılımcı veya müşterinin altyapısının veya bunlar tarafından sağlanan herhangi bir bağlantı sisteminin, emirlerin iletilmesi için bir kişi tarafından kullanıldığı (doğrudan piyasa erişimi¹⁷³) ya da böyle bir altyapının bir kişi tarafından kullanılmadığı (sponsorlu erişim¹⁷⁴) halleri içeren düzenlemeler anlamına gelir”.

Doğrudan elektronik erişim ile algoritmik alım satım ile aynı şey değildir. MiFID II Komisyon Tüzüğü'nün 20 numaralı resitalinde, doğrudan elektronik erişim süreci altında yapılan alım satım ile algoritmik alım satım tanımlamalarının birbirini dışlamadığı, doğrudan elektronik erişim altında yapılan işlemlerin de algoritmik alım satım kapsamında değerlendirilebileceği vurgulanmaktadır¹⁷⁵.

Türk hukukuna dönülecek olursa, SerPKn m. 67/1-ç uyarınca, *borsada işlem yapma yetkisi verilmesine ilişkin esaslar, borsa tarafından hazırlanan yönetmeliklerle belirlenir. Borsa İstanbul Yönetmeliği*¹⁷⁶ m. 29/1 gereğince müşterilerin, emirlerini Borsa'da işlem yapma yetkisi verilenlere iletmeleri gerekmektedir. Aynı hükmün ikinci cümlesine göre *“Müşterilerin, işlem yapma yetkisi verilenlere ait farklı iletişim kanallarından Borsaya erişimine ilişkin usul ve esaslar Yönetim Kurulu tarafından belirlenir”.*

İşte bu kapsamda, BISTECH Prosedürü'nde *“Doğrudan Piyasa Erişimi (Direct Market Access)”* tanımlamasına yer verilmiştir: *“Borsa üyesi aracı kurum müşterilerine ait emirlerin elektronik kanallar üzerinden toplanıp, üye tarafında elektronik ortamda gerekli pozisyon ve risk kontrolleri yapıldıktan sonra üye emir iletim sistemleri ile Borsaya iletilmesi sürecidir. Bu süreçte Borsaya erişim sadece üyeye Borsa tarafından tahsis edilen emir iletim kanalları ile mümkündür. Müşteri, üye sistemlerini kullanmadan doğrudan Borsaya emir gönderemez”.*

Gerek geleneksel borsacılık gerek doğrudan piyasa erişimi çerçevesinde, müşterilerin emirlerini borsalara ulaştırabilmeleri için her halde bir borsa üyesi ile

¹⁷³ “Direct market access”.

¹⁷⁴ “Sponsored access”.

¹⁷⁵ Yatırım kuruluşlarının doğrudan elektronik erişim sistemlerine yönelmelerindeki saiklere ilişkin bir değerlendirme için bkz. **Danny BUSCH**, “MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market Access”, *Law and Financial Markets Review*, 2016, C. 10, S. 2, s. 75.

¹⁷⁶ Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği, RG. 19.10.2014 29150.

çalışmaları gerekmektedir. O halde *doğrudan* erişim neyi ifade etmektedir? Doğrudan piyasa erişiminin özelliği, emrin işleneceği saniyenin dilimleri (emir bölüntüleri) ve emir süresi hakkındaki takdir yetkisinin bu hizmetin sunulduğu kişide olmasıdır. MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 20/1 hükmüne göre, sistemi kullanarak emirlerini borsaya iletmek isteyen kişinin anılan takdir yetkisini haiz olmaması, bu kişinin doğrudan elektronik erişim kapasitesini de sahip olmadığını gösterir.

Bu çerçevede, müşterilere, alım satım emirlerinin yatırım kuruluşuna elektronik biçimde iletilmesi olanağını sağlayan sistemlerin (yani çevrimiçi aracılığın) doğrudan elektronik erişim kapsamında olmadığı belirtilmektedir, meğerki müşteri, emir girişine ilişkin fraksiyonları belirleme veya ilgili zaman dilimleri içinde meydana gelen piyasa değişikliklerine tepki gösterme imkânlarını haiz olsun¹⁷⁷.

3. Eş Yerleşim (Co-location)

Algoritmik alım satım, özellikle aşağıda açıklanacak olan yüksek frekanslı işlemler bakımından en önemli hususlardan biri emir iletim hızıdır. Teknolojinin gelişmesi, piyasa değişimlerine verilecek tepki süresini geleneksel yöntemlere nazaran oldukça kısaltmıştır. Öyle ki piyasa değişimlerinin doğru analizi ve buna uygun emirlerin verilmesi, artık tek başına yeterli olmamaktadır. Bu tepkileri emirleri borsaya ulaştıracak olan elektronik verilerin iletim hızı da günümüzde önemli bir rol oynamaktadır. Ne var ki iletim hızı, borsa bünyesindeki sistemlerin kapasitesine ve bu sistemlere olan uzaklığa göre değişebilmektedir. Bu bağlamda borsalar, veri iletimine hız kazandırmak ve farklı mesafelerden iletilen emirlere benzer sürelerde erişimi sağlamak amaçlarıyla eş yerleşim merkezleri kurmaya başlamıştır¹⁷⁸.

MiFID II ve bağlantılı tüzüklerde eş yerleşim kavramı tanımlanmış değildir. Bununla birlikte MiFID II m. 18 ve 48 hükümlerinde, eş yerleşim hizmeti sağlayan borsaların uyması gereken birtakım yükümlülükler yer verilmiştir. En genel haliyle, eş yerleşim hizmetlerinin şeffaf, adaletli, ayrımcı olmayan ve güvenilir biçimde sağlanması gerekmektedir¹⁷⁹.

¹⁷⁷ BUSCH, *op. cit.* Ayrıca bkz. ESMA, Algorithmic Trading, para. 101 vd.

¹⁷⁸ Karş. MiFID II 62 numaralı resital.

¹⁷⁹ Bkz. ESMA, Algorithmic Trading, para. 295 vd.

BISTECH Prosedürü'nde ise bir tanım yer almaktadır. Buna göre eş yerleşim “*veri yayın kuruluşlarına, servis sağlayıcılara, üyelere ve müşterilerine ait sistem ve sunucuların, belirli standartlar dahilinde BISTECH İşlem Platformuna en yakın şekilde konuşlandırılarak, emir iletiminde ve veriye erişimde hız kazandırmak üzere sunulan bir veri merkezi hizmetidir*”. Eş yerleşim hizmetinin, 2015 yılından itibaren Borsa İstanbul Birincil Veri Merkezi üzerinden kullanımına başlanmıştır¹⁸⁰.

4. Yüksek Frekanslı Alım Satım (High-Frequency Trading)

Yüksek frekanslı işlemlere ilişkin açıklamalardan önce önemle vurgulamak isteriz ki “high frequency trading” kavramına karşılık olarak hem literatürde hem de Borsa İstanbul mevzuatında “yüksek frekanslı işlem” terimi tercih edilmektedir.

Yukarıda da açıklandığı üzere emir iletim hızı finansal piyasalarda yatırımın çok önemli bir etkeni halinde gelmiştir. Emirlerin iletimine ilişkin olarak hız unsurunun yanında, emir sayısı da önem arz etmektedir. Nitekim günümüzde, sermaye piyasalarında işlem yapanlar, agresif stratejiler çerçevesinde piyasadaki kısa süreli dalgalanmalardan avantaj sağlanmaya çalışmaktadırlar¹⁸¹. Bu bağlamda geliştirilen teknolojiler yüksek frekanslı alım satım kavramını ortaya çıkarmıştır. Yüksek frekanslı alım satım kapsamında bir emrin milisaniyeler içinde iletilmesi mümkün olduğu gibi, bir milisaniyede çok sayıda emir iletilmesi de olanaklıdır.

Yüksek frekanslı alım satım esasen algoritmik alım satımın bir alt türüdür. Bu kavram, MiFID II m. 4/1-(40) hükmünde tanımlanmıştır. Buna göre “*yüksek frekanslı alım satım tekniği,*

(a) *algoritmik emir girişi için eş yerleşim, yakın yer sağlayıcılık¹⁸², yüksek hızlı doğrudan elektronik erişim olanaklarından en az birini içeren, ağ gecikmesi ve diğer gecikme türlerini en aza indirmeyi amaçlayan altyapı;*

¹⁸⁰ Bkz. **BORSA İSTANBUL**, “Teknoloji Hizmetleri”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/474/teknoloji-hizmetleri>, E.T. 15.06.2024); **BORSA İSTANBUL**, “Borsa İstanbul’un ‘1 milisaniye teknolojisi’ ilk kez Gedik Yatırım’da”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/duyuru/547/borsa-istanbulun-1-milisaniye-teknolojisi-ilk-kez-gedik-yatirimda>, E.T. 15.06.2024).

¹⁸¹ Etkin Piyasalar Hipotezi ile yüksek frekanslı alım satımına ilişkin detaylı bir karşılaştırma için bkz. **Çağrı Kaan YALÇIN, Yasin Erdem ÇEVİK, Cihan TANRIÖVEN**, “Yüksek Frekanslı İşlemler Sonrası Borsa İstanbul’da Piyasa Etkinliğinin Test Edilmesi”, *Hitit Sosyal Bilimler Dergisi*, 2022, C. 15, S. 1, s. 107.

¹⁸²Yönerge’nin İngilizce hâlinde “*proximity hosting*” olarak geçmektedir.

(b) bireysel işlemler veya emirler için insan müdahalesi olmaksızın, emir başlatma, üretme, yönlendirme/iletme veya gerçekleştirmenin sistem tarafından kararlaştırılması; ve

(c) Emirleri, teklifleri veya iptalleri oluşturan yüksek gün içi mesaj oranı

ile ayırt edilen algoritmik alım satım tekniğidir”.

MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 19’da *yüksek gün içi mesaj oranı* kavramına açıklık getirilmiştir. Komisyon, “borsada işlem gören herhangi bir tekil finansal araca ilişkin olarak saniye başına en az iki mesaj” veya “borsada işlem gören tüm finansal araçlara ilişkin olarak saniye başına en az dört mesaj” iletilmesi hallerinde *yüksek gün için mesaj oranı* ölçütünün karşılanacağını öngörmüştür.

Türk hukukunda ise yüksek frekanslı alım satım doğrudan tanımlanmış değildir. Buna karşın, BISTECH ile Vadeli İşlem Prosedürlerinde “*Yüksek Frekanslı İşlem Kullanıcıları (High Frequency Traders)* kavramı, “*algoritmik emir üretim/iletim sistemlerini kullanarak yüksek hızda ve çok sayıda emir iletme ve işlem gerçekleştirme potansiyeline sahip olan kullanıcılar*” şeklinde tanımlanmıştır. BISTESCH Prosedürü’nde ayrıca, yüksek frekanslı işlem kullanıcısı sıfatını taşıyabilmek için ilgili kullanıcı adına emir üretecek olan sunucuların üye tarafından eş yerleşim merkezinde konuşlandırılması ve Borsa tarafından ilgili kullanıcıya ayırt edici kod verilmiş olması gerekliliği aranmaktadır.

Yüksek frekanslı alım satım teknolojisi, özellikle yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar için¹⁸³ oldukça etkili avantajlar yaratmıştır. Öte yandan, birçok sorunu da beraberinde getirmiştir. Yüksek frekanslı alım satımın müşteriler bazında yarattığı asimetri bir yana, çok yüksek sayıda ve hızda emir iletilmesi piyasada makro etkiler doğurabilmektedir. Nitekim MiFID II düzenlemesinin 61 ilâ 68 numaralı resitalleri yalnızca algoritmik alım satım, özellikle de yüksek frekanslı alım satım hususunda kaleme alınmıştır. Yönerge’de yüksek frekanslı alım satım faaliyetine katılan tüm taraflara ilişkin ayrı ayrı özel yükümlülükler öngörülmüştür.

¹⁸³ Bkz. ONUR/KALKAN, s. 885.

B. Borsa İçi Algoritmik Alım Satımın İşleyişi

1. Algoritmik Emir İletim Sistemlerinin Kurulumu

Algoritmik alım satım, algoritmik emir iletim sistemleri ile üretilen algoritmik emirlerin, doğrudan piyasa erişimi vasıtasıyla Borsaya iletilmesi ile gerçekleştirilmektedir. Algoritmik emirler, algoritmik sistemler ile üretilmektedir. Söz konusu algoritmik sistemler, Borsa mevzuatında “algoritmik emir iletim sistemleri” olarak adlandırılmaktadır. Esasen “iletim” ibaresi yanıltıcı olabilir, zira bu sistemlerin kapasitesi yalnızca iletim ile sınırlı olmayıp emir üretimini de kapsamaktadır. Nitekim, yukarıda da açıklandığı üzere, BISTECH Prosedürü’nde “*belirlenmiş stratejiler doğrultusunda insan müdahalesi olmadan, bilgisayar yazılımları ile oluşturulan algoritmalar kullanılarak sermaye piyasası araçlarına yönelik alım-satım emirleri üreten sistemler*” olarak tanımlanmıştır.

Algoritmik emir iletim sistemleri, üyelerin kendi yerleşkelerinde ya da Borsa eş yerleşim merkezlerinde kurulabilir. Söz konusu sistemler uygulamada Borsa üyeleri, özellikle de aracı kurumlar veya bankalar tarafından sağlanmaktadır¹⁸⁴. Bu kurumlar algoritmik emir iletim sistemini kendileri kurabileceği gibi dışarıdan yazılım hizmeti de alabilirler.

Bir algoritmik emir iletim sistemi, kendi içinde hazır alım satım stratejileri barındırabileceği gibi, kullanıcısının sistem üzerinden kendi algoritmasını kodlaması da mümkün olabilir.

2. Algoritmik Emir İletim Sistemlerinin Test Edilmesi

Algoritmik emir iletim sistemlerinde kullanılacak yazılımlar hakkında Borsanın yazılı olarak bilgilendirilmesi gerekmektedir¹⁸⁵. Bunun yanında, algoritmik emir sistemini sağlayan Borsa üyesi, emir göndermeye başlamadan önce, söz konusu sistemlerin “*test edildiğini, sonuçlarının öngörülebilir olduğunu ve piyasası bozacak işlemlere sebep*

¹⁸⁴ Esasen, Borsa üyesi olmayan müşterilerin de kendi algoritmik emir iletim sistemlerini kurmalarının önünde doğrudan doğruya hukukî bir engel bulunmamaktadır. Ne var ki doğrudan piyasa erişimi bağlamında, müşterilerin, üye sistemlerinin kullanmaksızın Borsaya emir göndermeleri mümkün değildir.

¹⁸⁵ Bkz. BISTECH Prosedürü, s. 8; Vadeli İşlem Prosedürü, s. 16

olmayacağını” taahhüt etmek zorundadır¹⁸⁶. Söz konusu bilgilendirme ve taahhünameye ilişkin içerik BISTECH ve Vadeli İşlem Prosedürlerinde belirtilmiş, ayrıca bunlar için standart formlar yayımlanmıştır¹⁸⁷.

Algoritmik emir iletim sistemlerine ilişkin testler, yine Borsa’nın test ortamında yapılmaktadır. Borsa İstanbul, iki adet test ortamı sağlamaktadır. Prod-like Test Ortamı, hayata geçirilmesi planlanan sistemlerin, BISTECH İşlem Platformu ile aynı yazılım sürümünde, önceden denenmesine imkân vermektedir. Pred-Prod Test Ortamı ise, BISTECH’te devreye alınması planlanan yeni yazılım sürümlerinin önceden yüklendiği deney ortamıdır¹⁸⁸.

3. Algoritmik Emirlerin Borsa’ya İletilmesi

Algoritmik emirlerin Borsaya iletilmesinde ve doğrudan piyasa erişimi teknolojileri kullanılmaktadır. Borsa üyelerince sağlanan algoritmik emir iletim sistemlerinde üretilen emirler, doğrudan piyasa erişimi ile Borsa İstanbul’a iletilmektedirler. Algoritmik emir sistemindeki yazılım ile Borsa İstanbul sistemleri birbirine API (application programming interface / uygulama programlama arayüzü) vasıtasıyla bağlanmaktadır. API özellikle, algoritmik emir iletim sistemi kullanıcılarının kendi algoritmalarını kodladıkları hallerde ayrı bir önem kazanmaktadır. API esasen, bir yazılımın başka bir yazılım üzerinden farklı bir yazılımdaki işlevlerin kullanılması ve iki yazılım etkileşimli biçimde birlikte çalışabilmesi işlevini gören bir ara birim, adeta iki yazılım arasındaki aracı olarak tanımlanabilir. Müşterinin kullanmak istediği algoritmaya ilişkin istemler ile Borsa sunucularından gelen cevaplar, üye tarafından sağlanan algoritmik emir sisteminin API fonksiyonu ile eşleştirilmektedir. Bu çerçevede Borsa’da kullanılan, API tabanlı çeşitli bağlantı protokolleri bulunmaktadır. Bunlardan başlıca olanları FIX ve OUCH

¹⁸⁶ *a.g.e.*

¹⁸⁷ **BORSA İSTANBUL**, “BORSA İSTANBUL A.Ş. ALGORİTMİK EMİR SİSTEMLERİ BİLGİ FORMU”, <https://borsaistanbul.com/files/algoritmik-emir-iletim-sistemleri-bilgi-formu.pdf>, (E.T. 15.06.2024); **BORSA İSTANBUL**, “BORSA İSTANBUL A.Ş. ALGORİTMİK EMİR İLETİM SİSTEMLERİ TAAHHÜTNAMESİ”, <https://borsaistanbul.com/files/algoritmik-emir-iletim-sistemleri-taahhutnamesi.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

¹⁸⁸ Borsa test ortamları hakkında özet bilgi için bkz. **BORSA İSTANBUL**, “Test Ortamları”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/466/test-ortamlari>, (E.T. 15.06.2024); detaylı bilgi için bkz. **BORSA İSTANBUL**, *Üye Test Ortamları Bilgilendirme Dokümanı*, https://www.borsaistanbul.com/files/Test_Ortamlari_Bilgilendirme_Dokumani.pdf, (E.T. 15.06.2024).

protokolleridir¹⁸⁹. Bunların dışında, veri yayına ilişkin olarak ITCH¹⁹⁰ ve TIP¹⁹¹ protokolleri, ayrıca Borsayla iştirak halindeki kuruluşların aldıkları hizmetlere dair verilere erişmeleri amacıyla Veri Dağıtım (VERDA) sistemi¹⁹² kullanılmaktadır.

4. Risk Yönetimi

a. İşlem Öncesi Risk Yönetimi (PTRM)

BISTECH PTRM (Pre-Trade Risk Management), yani İşlem Öncesi Risk Yönetimi Uygulaması, BISTECH İşlem Platformu'na girilen emirlerin yaratabileceği riskleri kontrol etmek ve izlemek amacıyla geliştirilmiştir bir araçtır¹⁹³.

Risk kontrolleri, emirler kabul edilmeden önce, kabul edildikten sonra veya işlem sırasında gerçekleştirilebilir. PTRM Uygulaması'na ilişkin esaslar piyasa bazında değişiklik gösterebilmektedir. Bu esaslar Pay Piyasası ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları bakımından ayrı ayrı belirlenmiştir¹⁹⁴.

¹⁸⁹ FIX protokolü emir iletimi, referans veri veya mesaj kopyalama (drop-copy) amaçlarıyla kullanılmaktadır. Borsa İstanbul, FIX protokolüne ilişkin olarak şu açıklamalara yer vermektedir: “*FIX (Financial Information eXchange) Protokolü; yatırım kuruluşları ile Borsa arasında elektronik iletişimi sağlayan, dünyada standart olarak kullanılan bir protokoldür. ... FIXAPI için ek bir donanım ihtiyacı bulunmamakta ve Borsa İstanbul, FIXAPI için bir yazılım sağlamamaktadır. Üyelerin FIXAPI ile emir iletiminde kullanacakları uygulamaları için Borsa İstanbul'dan FIXAPI Emir İletim Sertifikası almaları ya da daha önce Borsa İstanbul'dan Sertifika almış olan bir yazılımı kullandıklarına dair taahhütname imzalamaları gerekmektedir*”. Bkz. Vadeli İşlem Prosedürü, s. 15-16; **BORSA İSTANBUL**, “FIX Protokolü”, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/443/fix-protokolu>, (E.T. 15.06.2024).

OUCH da yine emir iletimine yönelik bir protokol olmakla birlikte, yüksek hızda emir iletimi, özellikle yüksek frekanslı işlemler için kullanılmaktadır. Borsa İstanbul, OUCH protokolüne ilişkin olarak şu açıklamayı yapmaktadır: “*OUCH; HFT/Algo işlemlere uygun olarak hazırlanmış, binary formatta çalışan, en düşük gecikme süresiyle Borsa sistemlerine erişim imkanı sunan emir iletim protokolüdür. Üyelerin OUCH ile emir iletiminde kullanacakları uygulamaları için Borsa İstanbul'dan OUCH Emir İletim Sertifikası almaları ya da daha önce Borsa İstanbul'dan Sertifika almış olan bir yazılımı kullandıklarına dair taahhütname imzalamaları gerekmektedir*”. Bkz. BISTECH Prosedürü, s. 6; Vadeli İşlem Prosedürü, s. 16; **BORSA İSTANBUL**, “OUCH Protokolü”, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/445/ouch-protokolu>, (E.T. 15.06.2024).

¹⁹⁰ Bkz. **BORSA İSTANBUL**, “ITCH Protokolü”, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/446/itch-protokolu>, (E.T.20.03.2024).

¹⁹¹ Bkz. **BORSA İSTANBUL**, “TIP Protokolü”, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/583/tip-protokolu>, (E.T.20.03.2024).

¹⁹² Detaylı bilgi için bkz. **BORSA İSTANBUL**, *BISTECH VERDA – HTTP-Rest Entegrasyon Dokümanı (http Rest v.1.11)*, https://www.borsaistanbul.com/files/bistech-verda-http-rest-api-integration-manual_tr.pdf, (E.T. 15.06.2024).

¹⁹³ BISTECH Prosedürü, s. 9.

¹⁹⁴ Bkz. BISTECH Prosedürü, s. 10 vd.; Vadeli İşlem Prosedürü, s. 92 vd.

b. Algoritmik İşlemlere Özel Tedbirler

Aşağıda inceleneceği üzere algoritmik, özellikle yüksek frekanslı alım satımın piyasa bozucu etki yaratma riski bulunmaktadır. Piyasa bozucu durumların ortaya çıkması halinde, buna sebep olan kullanıcıların işlemleri Borsa tarafından askıya alınabilmekte, kısmen veya tamamen durdurulabilmektedir¹⁹⁵. 2015 yılında pay bazında hayata geçirilen 2020 yılında endeks bazına genişletilen ve son yıllarda sıkça duyulmaya başlayan devre kesici (circuit breaker) uygulaması bu kapsamda en bilinen örnek olarak verilebilir¹⁹⁶.

5. Yüksek Frekanslı İşlemlere İlişkin Özel Süreçler

Yüksek frekanslı işlemlerin, diğer müşteri emirlerinden farklılaştırılarak takibi yapılmaktadır. Bu çerçevede, yüksek frekanslı işlem amaçlı her bir algoritmik emir iletim sistemi için ayrı birer kullanıcı tanımlanması gerekmektedir¹⁹⁷.

Yüksek frekanslı işlem kullanıcısı sayılabilmek için, kullanıcı adına emir üretecek olan sunucunun Borsa eş yerleşim merkezinde konuşlandırılması ve bu kullanıcıya Borsa tarafından ayırt edici bir kullanıcı kodunun verilmiş olması gerekmektedir¹⁹⁸. Bunun yanında, OUCH protokolü üzerinden işlem yapan kullanıcılar da yine yüksek frekanslı işlemlere ilişkin esaslara tabi olmaktadır¹⁹⁹.

Son olarak, yüksek frekanslı işlem kullanıcılarının ücretlendirilmesi de farklı olabilmektedir²⁰⁰.

¹⁹⁵ Bkz. BISTECH Prosedürü, s. 24 vd

¹⁹⁶ Bkz. **BORSA İSTANBUL**, “Piyasa İşleyişi”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/493/pay-piyasasi-piyasa-isleyisi>, (E.T. 15.06.2024).

¹⁹⁷ Bkz. BISTECH Prosedürü, s. 9; Vadeli İşlem Prosedürü, s. 16.

¹⁹⁸ BISTECH Prosedürü, s. 6; Vadeli İşlem Prosedürü, s. 16.

¹⁹⁹ Bkz. BISTECH Prosedürü, s. 9; Vadeli İşlem Prosedürü, s. 16.

²⁰⁰ Pay piyasasında emir/işlem oranına (OTR – order to trade ratio) göre hesaplama için bkz. BISTECH Prosedürü, s. 24 vd.

III. ALGORİTMİK ALIM SATIMIN FAYDALARI VE RİSKLERİ

Esasen robo-danışmanlık bakımından ortaya konulan fayda ve riskler, algoritmik alım satım için de çoğunlukla geçerlidir. Örneğin, algoritmik alım satım sayesinde yatırım maliyetinin azaldığı²⁰¹, yatırım hizmetlerinin daha erişilebilir olduğu²⁰² öne sürülmektedir. Robo-danışmanlıkta olduğu gibi algoritmik alım satım bakımından da algoritmik kararların, insan kararlarına nazaran daha objektif olduğunu öne süren görüşler bulunmaktadır²⁰³. Bunlara karşın, algoritmik alım satım kullanıcılarının algoritmaların teknik özellikleri hakkında yeterli bilgiye sahip olmayabilecekleri²⁰⁴ veya algoritmaların şeffaflığı hakkındaki tereddütler²⁰⁵ gibi robo-danışmanlık kapsamında daha önce özetlenen riskler de algoritmik alım satım bakımından yine öne sürülmektedir.

Öte yandan, algoritmik alım satıma özgü olarak, özellikle piyasa işleyişi ile arasındaki ilişkiye dair görüşler mevcuttur. Algoritmik alım satımın piyasaları daha verimli getirdiği yönünde birçok görüş bulunmaktadır. Bu bağlamda, müşterilerin işlemler üzerindeki kontrolünün arttığı ve piyasa katılımcıları arasındaki rekabetin arttığı öne sürülmektedir²⁰⁶. Algoritmik alım satımın piyasa likiditesini artırdığını ve spot – muhtemel fiyat dengesine katkıda bulunduğunu işaret eden ampirik çalışmalar mevcuttur²⁰⁷. Buna karşın aksi yönde görüşle de rastlanmaktadır²⁰⁸.

Öğretide hakim görüş, özellikle yüksek frekanslı işlemlerin piyasa bozucu etki yaratma riskinin bulunduğu yönündedir. Risk yönetimi süreçlerine rağmen, yüksek frekanslı

²⁰¹ Bkz. **Robert KISSELL**, *The Science of Algorithmic Trading and Portfolio Management*, 2014, Elsevier (O'Reilly e-kitap), "Chapter 1: Algorithmic Trading / Introduction / Advantages"; **Karen KUNZ, Jena MARTIN**, "Into the Breech: The Increasing Gap between Algorithmic Trading and Securities Regulation", *Journal of Financial Services Research*, 2015, C. 47, S. 1, s. 141.

²⁰² Bkz. **BUSCH**, s. 73; **SEC**, *Algorithmic Trading*, s. 30.

²⁰³ Bkz. **SERT**, s. 30.

²⁰⁴ Bkz. **KISSELL**, "Chapter 1: Algorithmic Trading / Introduction / Disadvantages".

²⁰⁵ **SERT**, s. 34.

²⁰⁶ **KISSELL**, "Chapter 1: Algorithmic Trading / Introduction / Advantages".

²⁰⁷ Bkz. **Ji-Yong SEO, Sangmi CHAI**, "The role of algorithmic trading systems on the stock market", *Information Systems Frontiers*, 2013, C. 15, S. 5; **Takahide KIUCHI**, "High-Frequency Trading in Japan: A Unique Evolution – Perspective from Europe and Japan", *The Future of Financial Systems in the Digital Age* (ed. Markus HECKEL, Franz WALDENBERGER), 2022, Springer, s. 170-172; karş. **SEC**, *Algorithmic Trading*, s. 44 vd.

²⁰⁸ **BUSCH**, s. 73.

alım satımın aşırı piyasa oynaklığında ve “flash crash” gibi sistemik risklerde rol oynaması mümkün olabilir. Söz konusu riskin en büyük örneklerinden biri 6 Mayıs 2010 tarihinde Amerikan borsalarında yaşanmıştır. Söz konusu tarihte, Yunanistan’ın mali durumuyla ilgili endişeler Amerikan borsalarında düşüş trendine ve oynaklığa sebep olmuştur. CFTC ve SEC verilerine göre bir yatırım fonu tarafından, fiyat veya zamandan bağımsız olarak volalite oranına göre tetiklenmeye ayarlanmış bir algoritmik alım satım aracı, Amerikan saatiyle 2.32’de, E-Mini vadeli işlem araçları hakkında 4.1 trilyon değerinde satış emri iletmiştir²⁰⁹. Gerek emir miktarının gerek emre konu aracın büyüklüğünden kaynaklı olarak piyasa oynaklığı önemli ölçüde artmıştır. Dahası E-Mini satışı birçok yüksek frekanslı alım satım uygulamasının alarmları tetiklemiş, üst üste gönderilen algoritmik emirler nedeniyle Dow Jones Endeksi’nde 1896’dan beri en büyük gün içi düşüş yaşanmıştır²¹⁰. Dikkat çekici bir husus, flash crash sırasında işlemlerin neredeyse üçte birinin, toplam 15.000 hesap arasından, yüksek frekanslı işlem yapan yalnızca 16 hesap tarafından gerçekleştirilmiş olmasıdır²¹¹. Öte yandan, algoritmik alım satımın piyasa oynaklığına sebep olabileceği savını tenkit eden görüşler de bulunmaktadır²¹².

Son olarak, teknolojik imkânların yüksek frekanslı alım satım kullanıcıları ile ortalama yatırımcılar arasında adaletsizliğe yol açıp açmayacağı²¹³, algoritmik alım satım bağlamında organizasyonel risklerin nasıl ele alınması gerektiği²¹⁴ gibi hususlar üzerinde de tartışmalar bulunmaktadır.

²⁰⁹ **CFTC & SEC**, *Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010*, 30.09.2010, <https://www.sec.gov/files/marketevents-report.pdf>, (E.T. 15.06.2024), s.2.

²¹⁰ Bkz. **Edgar Ortega BARRALES**, “Lessons from the Flash Crash for the Regulation of High-Frequency Traders”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2012, C. 17, S. 4, s. 1233.

²¹¹ **CFTC & SEC**, s. 15. Düzenleyici otoritelerin algoritmik alım satıma, özellikle yüksek frekanslı alım satıma olan ilgisini yüksek seviyelere çıkaran olay da yine 2010 flash crash meselesidir. Bkz. **BARRALES**, s. 1245 vd.

²¹² Bkz. **KIUCHI**, s. 173.

²¹³ *a.g.e.*, s. 174.

²¹⁴ **SEC**, *Algorithmic Trading*, s. 42 vd.

İKİNCİ BÖLÜM

ALGORİTMİK YATIRIM FAALİYETLERİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ

Finansal piyasalarda görece yeni tür bir hizmet olarak uygulamada ortaya çıkan robo-danışmanlık, bu hizmetin hangi hukuk kuralları çerçevesinde ele alınabileceği sorununu doğurmuştur. Zira çoğu halde olduğu gibi, robo-danışmanlık bağlamında da hukuk teknolojiyi takip etmektedir. Robo-danışmanlığa ilişkin hukuki esaslar meselesinin çözümlenebilmesi için öncelikle bu hizmetin nitelendirilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, öncelikle mevcut düzenlemelerin robo-danışmanlık hizmetlerini kapsayıp kapsamadığı, sonrasında söz konusu düzenlemelerin yeterli olup olmadığı, yetersiz olduğu tespit edilen alanlarda ise hangi düzenlemelere ihtiyaç duyulduğu ortaya konulmalıdır.

Her ne kadar bazı hukuk sistemlerinde “robo-danışmanlık hizmeti” doğrudan düzenlenmiş yahut bu hizmet hakkında düzenleyici otoriteler tarafından kılavuzlar oluşturulmuş ise de Türk hukukundaki gelişmeler sınırlı kalmıştır. Bu nedenle nitelendirme sorunu Türk hukuku bakımından ayrı bir önem taşımaktadır.

Finansal piyasalarda robo-danışmanlar büyük çoğunlukla ya finansal tavsiye sunumunda ya da portföy yönetiminde kullanılmaktadır. Bu çerçevede, sermaye piyasalarında robo-danışmanlık hizmetlerinin nitelendirilmesi bakımından uygulanabilir temel düzenlemeler olarak, SerPKn m. 80 hükmünde yer alan “finansal bilgi sunulması”, m. 38/1-c kapsamında “genel tavsiyede bulunulması”, m. 37/1-d çerçevesinde “yatırım danışmanlığı” ve m. 37/1-ç bağlamında “portföy yöneticiliği” hizmet ve faaliyetleri işaret edilebilir. Bunların yanında, algoritmik işlem kapasitesini haiz robo-danışmanlar bakımından SerPKn m. 37/1-a,b,c bentleri kapsamında aracılık faaliyetlerinin de dikkate alınması gereklidir.

§1. BİRİNCİ NESİL ROBO-DANIŞMANLIK HİZMETLERİNİN NİTELENDİRİLMESİ

I. GENEL OLARAK

A. Temel Düzenlemeler

Birinci nesil robo-danışmanlar, müşterilere bilgi veya tavsiye sunmakta, fakat yatırım kararı müşteriler tarafından alınmaktadır. Türk sermaye piyasası hukukunda, yatırımcılara bilgi sunulması kapsamında üç temel faaliyet türü bulunmaktadır. Üç faaliyet türü bakımından da doğrudan SerPKn’de bir tanıma yer verilmemiştir. Öte yandan, bunlara ilişkin tanımlar ve esaslar III-37.1 Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği’nde düzenlenmiştir.

Bu faaliyetlerden ilki finansal bilgi sunulmasıdır. III-37.1 Tebliği m. 80’de finansal bilgi, *“sermaye piyasası araçları, bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında yönlendirici nitelikte olmayan yazılı veya sözlü bilgi”* şeklinde tanımlanmıştır. İkinci faaliyet türü genel tavsiye sunulmasıdır. III-37.1 Tebliği m. 73/1 hükmünde *“genel tavsiye sunulması”, “belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olmamak kaydıyla, bir veya daha fazla sermaye piyasası aracı veya ihraççı hakkında, müşterilere veya dağıtım kanallarına yönelik olarak hazırlanan ve sermaye piyasası araçlarının mevcut veya gelecekteki fiyat veya değerlerine ilişkin yorum da dâhil, açıkça veya zımnen bir yatırım stratejisini öneren veya tavsiye eden yönlendirici nitelikteki her türlü araştırma veya diğer bilgi sunulması faaliyeti”* olarak tanımlanmıştır. Üçüncü faaliyet türü ise yatırım danışmanlığıdır. Yatırım danışmanlığı, III-37.1 Tebliği m. 45/1 hükmünde yetkili yatırım kuruluşunun, *“yatırımcı talebi doğrultusunda veya yatırımcı talebi olmaksızın sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında, belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyelerde bulunması faaliyeti”* olarak tanımlanmıştır. Aynı Tebliği’in 45/2 ve 80/2 hükümleri uyarınca finansal bilgi sunulması, genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı farklı faaliyetlerdir.

Her üç faaliyet türünde de ortak olan husus, yatırımcıya belirli bir sermaye piyasası aracı veya ihraççı hakkında bilgi sunulmasıdır. Bu faaliyetlerin birbirinden ayırt edilmesini sağlayan temel ölçüt ise sunulan bilginin yönlendirici veya belirli bir müşteriye yönelik olup olmamasıdır. Elbette bu faaliyetler arasında esaslı farklılıklar bulunmaktadır. Fakat, en basit haliyle, bilgi, objektif olup yatırımcıları yönlendirici nitelikte değilse *finansal bilgi sunumu*, yönlendirici ise *genel tavsiye sunulması*, yönlendirici ve belirli bir müşteriye ya da yönelik ise *yatırım danışmanlığı* kapsamında değerlendirme yapılabileceğini ileri sürmek hatalı olmaz.

Avrupa Birliği sermaye piyasasına ilişkin temel düzenlemeler olarak ise MiFID II²¹⁵ MAD²¹⁶ sayılabilir. MiFID II ve MiFIR²¹⁷ temel olarak finansal piyasalara ilişkin kuralları, özellikle de bu piyasalarda faaliyet gösteren kuruluşlara ve faaliyetlere ilişkin esasları belirlemektedir. Öte yandan, piyasa bozucu eylemler veya piyasa dolandırıcılığı gibi piyasa güveninin korunmasına ilişkin düzenlemeler, MAD vasıtasıyla farklı bir çatı altında düzenlenmiştir. Yatırım danışmanlığı MiFID II düzenleme alanında kalmaktadır. Genel tavsiyeler bakımından ise ikili bir ayırım yapmak gerekir. Zira genel tavsiye sunulması bir yan hizmet niteliğinde olup, MiFID II kapsamında yer almaktadır. Lâkin Türk hukukunun aksine, dağıtım kanallarından veya kamuya yönelik olarak sunulan genel tavsiyeler ise MAR bağlamında piyasa güveninin korunması bakış açısı çerçevesinde düzenlenmektedir.

B. Terminoloji

III-37.1 Tebliği bağlamında “genel yatırım tavsiyeleri”, MiFID II bağlamında “general recommendations” adı altında düzenlenmiştir. Buna karşın, dağıtım kanallarından veya kamuya yönelik olarak sunulan genel tavsiyeler bakımından MAR’da tercih edilen kavram “investment recommendations” şeklindedir.

²¹⁵ MiFID II ile bağlantılı olarak ayrıca bkz. MiFIR ve MiFID II Komisyon Tüzüğü.

²¹⁶ Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Criminal Sanctions For Market Abuse [OJ L 173, 12.06.2014, 179-189]. MAD ile bağlantılı olarak ayrıca bkz. MAR: Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC [OJ L 173, 12.06.2014, 1-61].

²¹⁷ Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 [OJ L 173, 12.06.2014, 84-148].

III-37.1 bağlamında yatırım danışmanlığı çerçevesinde sunulan yatırım tavsiyeleri için MiFID II’de kullanılan terim “investment advice” şeklindedir.

“General recommendation”, “investment advice” ve “investment recommendation” terimlerinin tamamı, III-37.1 Tebliği’nin terminolojisi kapsamında, “yatırım tavsiyesi” olarak tercüme edilebilir. Lâkin hem “genel yatırım tavsiyeleri” ile “yatırım danışmanlığı bağlamında yatırım tavsiyelerinin” birbiri ile karışmaması hem Avrupa Birliği hukukuna yapılacak olan atıflarda bir karışıklığa sebep olunmaması için çalışmamız kapsamında,

- *Genel tavsiye:* III-37.1 Tebliği m. 73 bağlamında, ayrıık olarak belirtilmedikleri sürece bilgi, araştırma ve yorum kavramlarını da kapsayıcı şekilde, “genel yatırım tavsiyesi”ne; MiFID II (EK I, Kısım B, para. 5) ve ilgili tüzükler çerçevesinde “general recommendation” terimine²¹⁸;
- *Yatırım tavsiyesi:* III-37.1 Tebliği m. 45 bağlamında, ayrıık olarak belirtilmedikleri sürece bilgi, araştırma ve yorum kavramlarını da kapsayıcı şekilde, yönlendirici ve kişisel tavsiyelere; MiFID II m. 4/1-(4) çerçevesinde “investment advice” terimine;
- *Tavsiye:* Sözlük anlamı ile tavsiye kelimesine²¹⁹;
- *Yatırım önerisi:* Piyasa Bozucu Eylemler Tebliğ m. 6/4 bağlamında yorum veya tavsiyelere; MAR m. 3/1-(35) çerçevesinde “investment recommendation” terimine

karşılık gelmek üzere kullanacağız.

C. İnceleme ve Değerlendirme Metodu

Robo-danışmanlık hizmetlerinin büyük çoğunlukla finansal tavsiye sunulmasına ilişkin olduğu nazara alarak, çalışmamız kapsamında özellikle genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı faaliyetleri kapsamında inceleme yapacağız. Robo-danışmanlık

²¹⁸ Kaldı ki SerPKn m. 38/1-c hükmünde de genel yatırım tavsiyesi değil “genel tavsiye” terimi tercih edilmiştir.

²¹⁹ TDK “Öğütleme, öğüt verme, yol gösterme” veya “Bir şeyin, bir kimsenin iyi, işe yarar olduğunu ilgili kişiye söyleme, salık verme, referans” olarak tanımlamaktadır. Bkz. **TÜRK DİL KURUMU**, “Türk Dil Kurumu Sözlükleri – Güncel Türkçe Sözlük”, <https://sozluk.gov.tr>, (E.T. 15.06.2024).

hizmetleri çerçevesinde finansal bilgi sunumuna ise diğer faaliyet türlerine ilişkin konular çerçevesinde gerekli olduğu ölçüde değineceğiz. Bu bağlamda ele alınacak hususlardan ilki, robo-danışmanlık hizmetlerinin genel tavsiye sunulması veya yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceğidir.

Genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı birbirlerinden farklı faaliyetler olmalarına rağmen, birçok benzer unsur içermektedirler. Bu nedenle robo-danışmanlık hizmetlerinin nitelendirilmesi bakımından, genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin bir arada ele alınması kanaatimizce metodolojik olarak daha uygundur. Öte yandan hem genel tavsiye sunulması hem de yatırım danışmanlığı faaliyetleri için “tavsiye” ortak unsurdur. Söz konusu tavsiyenin kişisel olması yatırım danışmanlığını, genel tavsiye sunulması faaliyetinden ayırt eden temel ölçüttür²²⁰.

ESMA, MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 9 bağlamında, (yatırım danışmanlığı çerçevesinde sunulan) yatırım tavsiyelerinin tespitine ilişkin olarak aşağıdaki şemayı sunmaktadır²²¹:



²²⁰ Nitekim YILDIZ da yatırım tavsiyesi kavramının, sermaye piyasası araçları veya ihraççılar hakkında yönlendirici nitelikteki tavsiyeler için şemsiye terim olduğunu, kişisel yatırım tavsiyelerinin yatırım danışmanlığı kapsamında olduğunu ifade etmektedir. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 19. Ayrıca bkz. **Mehmet Arif TUĞ**, *Sermaye Piyasalarında Yatırım Danışmanlığı*, 2018, On İki Levha, s. 27.

²²¹ **ESMA**, *Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID II*, (ESMA35-43-3861), 11.07.2023, s. 9, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-07/ESMA35-43-3861_Supervisory_briefing_on_understanding_the_definition_of_advice_under_MiFID_II.pdf, (E.T. 15.06.2024).

II. ROBO-DANIŞMANLAR TARAFINDAN YÖNLENDİRİCİ NİTELİKTE YORUM, ARAŞTIRMA, DİĞER TÜR BİLGİ VEYA TAVSİYE SUNULMASI

A. Bilgi, Araştırma, Yorum veya Tavsiye Sunulması

1. Bilgi, Araştırma, Yorum ve Tavsiye Arasındaki Farklılıklar

III-37.1 Tebliği'nin 73'üncü maddesinde genel tavsiye sunumuna ilişkin olarak yorum, yönlendirici nitelikte araştırma veya diğer bilgi sunulması unsurları anılmıştır. Buna karşın, yatırım danışmanlığına ilişkin olan 45'inci maddede ise yalnızca yorum ve tavsiyelerden söz edilmiştir. Öte yandan, öncelikle Tebliğ m. 73'te sayılan unsurların incelenmesi yararlı olur.

“Bilgi” kavramı III-37.1 Tebliği m. 80 kapsamında, “finansal bilgi” adı altında özel olarak düzenlenmiştir. Buna göre sermaye piyasası araçları veya ihraççılar hakkında, yönlendirici nitelikte olmayan, objektif nitelikli bilgiler, “finansal bilgi” olarak tanımlanmıştır. Finansal bilginin ayırt edici özelliği objektif olması, bilginin edinildiği kişiye göre değişiklik göstermemesidir²²². Yatırım fonlarının geçmiş performansı, risk seviyeleri, kredi derecelendirmeleri gibi objektif nitelikli, yönlendiriciliği bulunmayan bilgilerin aktarılması, finansal bilgi sunumuna ilişkin örnekler olarak verilmektedir²²³.

Halbuki müşterinin risk toleransı ve algısı, kazanç beklentisi, genel itibariyle kişisel durumu çerçevesinde, söz konusu bilginin yorumlanarak müşteriye tavsiye sunulması, sübjektif mahiyet taşımaktadır. Bu çerçevede, yorum, sermaye piyasası araçları veya ihraççılar hakkında görüş açıklamak, değerlendirme yapmaktır²²⁴. Özellikle de sermaye

²²² YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 21; TUĞ, s. 28, 71. ESMA 2023 tarihli bilgilendirme yazısında “bir yatırımcının verebileceği kararlar hakkında hiçbir yorum, değer yargısı veya öneri içermeyen objektif bilgi” verilmesinin tavsiye niteliğinde olmadığını vurgulamıştır. ESMA, The definition of advice, para. 28.

²²³ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 22-23. Elbette önemli olan husus hizmet sunumunda kullanılan nitelendirme değil, hizmetin içeriğidir. Yönlendirici nitelik taşıyan yorumlar “bilgi” adı altında sunulsa da hi finansal bilgi III-37.1 Tebliği m. 80 kapsamında (objektif nitelikli) finansal bilgi olarak değerlendirilmezler. *a.g.e.*, s. 28.

²²⁴ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 19.

piyasa araçlarının gelecekteki tahmini fiyatlarına ilişkin görüşlerin açıklanması yorum örneği teşkil etmektedir²²⁵.

Gerek genel tavsiyeler gerek yatırım tavsiyeleri kapsamında en önemli unsuru “tavsiye” kavramı oluşturmaktadır. Tavsiye, genel itibarıyla yol gösterme, nasıl davranılması gerektiğini öğütlenme olarak tanımlanmaktadır²²⁶. Avrupa Sermaye Piyasası Kurulları Komitesi CESR 2010 yılında yayınladığı kılavuzda, MiFID I kapsamında “tavsiye” kavramının tanımına yer vermiştir²²⁷. ESMA ise 2023 tarihli bilgilendirme yazısında (*briefing*), yatırım tavsiyesi tanımının büyük ölçüde aynı kaldığı, fakat iş modelleri ve teknolojinin değişmesine (ve robo-danışmanlık gibi yeni modellerin ortaya çıkmasına) binaen, CESR kılavuzuna ilişkin bir güncellemenin yararlı olacağı tespitinde bulunmuştur²²⁸. Nitekim bu bilgilendirme yazısı çerçevesinde de tavsiye (*advice*) kavramına ilişkin olarak, “*bir tavsiyenin, danışmanın açık ve örtülü biçimde öneride (recommendation) bulunması unsurunu gerektirdiği*”, “*esasen, tavsiyenin, müşterinin yararına sunulabilecek olan ya da sunulan davranış biçimine ilişkin bir öneriyi barındırdığı*” belirtilmektedir²²⁹.

Geleneksel anlamda genel tavsiye sunulması veya yatırım danışmanlığı faaliyetleri çerçevesinde, hangi sermaye piyasası araçlarının yatırım seçeneği olarak uygun olup olmadığına ilişkin değerlendirmede bulunulması hali bir tavsiye örneği olarak verilmektedir²³⁰.

2. Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme

Ülkemizde hem finansal bilgi hem de tavsiye sunan robo-danışmanların örnekleri bulunmakla birlikte, bu hizmetlerin çoğunlukla tavsiye sunumuna yönelik olduğu görülmektedir. Sunulan hizmetin kapsamı, her robo-danışman bakımından farklılık gösterebilmektedir. Ülkemizdeki robo-danışmanların genellikle yatırım fonu katılma

²²⁵ *a.g.e.*

²²⁶ *a.g.e.*, s. 20.

²²⁷ MiFID I, 2014 yılında kabul edilen MiFID II ile yürürlükten kaldırılmıştır. Buna karşılık her iki düzenlemenin de yatırım tavsiyesine ilişkin m. 4/4 hükümleri bire bir aynı olduklarından ötürü, CESR’in tanımlaması uzun süre geçerliliğini korumuştur. Bkz. **MADDEL**, s. 84.

²²⁸ **ESMA**, The definition of advice, para. 2.

²²⁹ *a.g.e.*, para. 27.

²³⁰ **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 20.

payları, emeklilik yatırım fonu payları veya ortaklık payları hakkında tavsiye sundukları görülmektedir. Bazı robo-danışmanlar finansal piyasalarda yapılacak yatırımlara ilişkin geniş kapsamlı tavsiyeler sunarken, bazıları yalnızca sermaye piyasasında yapılacak yatırımlara, bazıları ise yalnızca bireysel emeklilik sistemi bağlamındaki yatırımların değerlendirilmesine ilişkin tavsiye sunmaktadır. Tavsiye edilen finansal aracın türü ve sayısı da değişkenlik göstermektedir.

AddVICE, finansal bilgi sunan platformlara örnek olarak verilebilir. Platform, emeklilik yatırım fonlarının karşılaştırılmasına olanak tanımaktadır. Emeklilik yatırım fonlarına ilişkin olarak, fon grubu veya münferit fonlar bazında karşılaştırma yapılabilmektedir. Bunun yanında, fonların TÜFE, mevduat, döviz, altın, BIST 100 gibi farklı endeksler ile karşılaştırılması da mümkündür. Hesaplama ölçütleri getiri oranı ve tarihsel gelişim olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Söz konusu karşılaştırmalar neticesinde yorum veya tavsiye değil, grafik biçiminde salt bilgi sunulmaktadır. Bu türde sunulan bilgi, yönlendirici olmayan, objektif bilgi niteliğinde bulunduğundan dolayı, söz konusu hizmet III-37.1 Tebliği m. 80 kapsamında ele alınabilir. Nitekim, i-SPK.37.1 Rehberi’nde de “*yatırım fonları hakkında geçmiş performans, risk seviyesi ya da fon içeriği gibi bilgi*” verilmesinin finansal bilgi sunumu niteliğinde olduğu belirtilmiştir²³¹.

Yorum veya araştırma raporu üreten robo-danışmanlık uygulamaları ise ülkemizde henüz gelişmiş bir düzeye erişmiş değildir. Şu var ki, finans profesyonelleri tarafından veya hibrit biçimde oluşturulan araştırma raporu veya yorumların, belirli müşteriler ile eşleştirilmesi hususunda algoritmik sistemler etkili olabilmektedir. Örnek olarak, Yapı Kredi Yatırım’ın Yatırım Dünyası isimli platformunda ortaklık paylarına ilişkin araştırma raporları veya yorumlar doğrudan kamuya sunulmaktadır. Aynı zamanda, platformun “Size Özel” isimli kısımda bu rapor veya yorumlardan bazıları ise doğrudan müşterinin dikkatine sunulmaktadır.

Öte taraftan, tavsiye veren robo-danışmanlar bakımından, ilk kategori olarak yalnızca bireysel emeklilik yatırımlarına ilişkin tavsiye sunanlar anılabilir. Örneğin, Allianz “AkıllıBES” ile Garanti BBVA Emeklilik “Fon Koçu” bireysel emeklilik yatırımlarının

²³¹ Bkz. i-SPK.37.1 Rehberi, s. 10. Ayrıca bkz. ESMA, The definition of advice, s. 32,33 ve 38’de yer alan pratik olay çözümleri.

değerlendirilmesine ilişkin model portföyler sunmaktadırlar. Bu robo-danışmanların sunduğu tavsiyelerin konusunu yatırım fonları oluşturmaktadır.

Tavsiye veren robo-danışmanlara ilişkin bir başka kategori olarak sermaye piyasası araçlarına ilişkin dar kapsamlı tavsiye sunanlar düşünülebilir. “Dar kapsamlı” olarak değerlendirme yapmamızın nedeni, sermaye piyasası aracının türü, aracın ihraççısı veya araç sayısı gibi bir sınırlandırmanın bulunmasıdır. Bu kategoride hizmet veren robo-danışman tavsiyelerinin konusu çoğunlukla yatırım fonları ile sınırlıdır. Bazı robo-danışmanlar, yalnızca veya çoğunlukla bağlantılı ihraççılar tarafından ihraç edilen fonlara ilişkin tavsiye sunmaktadır. Türkiye İş Bankası “Robofon Danışmanı” bu noktada örnek olarak verilebilir. “Robofon Danışmanı”, varlık dağılımı tavsiyesinde bulunmamakta, doğrudan İş Portföy tarafından ihraç edilen Robofon’lardan birini tavsiye etmektedir. Bunların yanında, yatırım fonu dışındaki sermaye piyasası araçlarını öneren robo-danışmanlar da bulunmaktadır. Örneğin QNB Finansinvest “Akıllı Robo” eşit ağırlık ile yatırım yapılmak üzere en az üç adet ortaklık payı tavsiye etmektedir.

Sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak daha geniş kapsamlı tavsiye sunan robo-danışmanlar da bulunmaktadır. Örneğin, İyi Gelir platformunun “robo portföyler” olarak sunduğu hizmette, ilk olarak yatırım fonları, faize duyarlı fonlar ve emeklilik fonları kategorilerinden birinin seçimi yapılmaktadır. Söz konusu seçim sonrasında, öncelikle altın, döviz, ortaklık payı, nakit gibi farklı varlık sınıflarına ilişkin varlık dağılımı önerilmektedir. Bunun yanında, TEFAS veya BEFAS’ta listelenen yatırım fonlarından oluşan, bu fonların adlarının ve yüzdesel ağırlıklarının da belirtildiği bir model portföy de sunulmaktadır. Odeabank “Rob’o” da benzer bir yapıya sahiptir. Rob’o, varlık dağılımına ilişkin yüzdesel ağırlıkları belirleyerek, bu çerçevede farklı ihraççılar tarafından ihraç edilmiş yatırım fonlarından oluşan bir portföy tavsiye etmektedir.

Son olarak, finansal piyasalara ilişkin tavsiye sunan robo-danışmanlar şeklinde bir grup düşünülebilir. Yapı Kredi “Yatırım Gurusu” bu çerçevede bir örnek olabilir. Yatırım Gurusu, varlık dağılımı ile fon önerisini aynı anda sunmaktadır. Yatırımın belirli bir yüzdesi Yapı Kredi Portföy tarafından ihraç edilen fonlardan birine, kalan kısmı ise vadeli mevduata yönlendirilebilmektedir. Başka bir örnek olarak Akbank “Robo Danışmanı” belirlediği varlık dağılımı çerçevesinde, Ak Yatırım tarafından ihraç edilen Akıllı Fon Sepetleri’nden birinin yanında mevduat, altın farklı varlık sınıflarına ilişkin tavsiyelerde bulunabilmektedir.

O hâlde, ülkemizdeki robo-danışmanlık uygulamaları arasında, özellikle yatırım amacı ve portföy içeriğinin genişliği bakımından önemli farklılıklar bulunmaktadır. Lâkin, çoğu robo-danışmanın, yatırım fonlarına ilişkin portföy önerileri biçiminde tavsiye sunduğu görülmektedir.

B. Yönlendiricilik Unsuru

1. Genel Olarak

Yönlendiricilik unsuru finansal bilgi sunulmasının değil, fakat genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin birer unsurudur.

III-37.1 Tebliği m. 3/1(r) bendinde yönlendirici nitelikte yorum veya tavsiyelerin²³² tanımına yer verilmiştir. Buna göre, yönlendirici nitelikte yorum veya tavsiye, “*belirli sermaye piyasası araçlarının alım satımını teşvik edici ifadeler içeren veya başka bir surette yatırımcı kararlarını etkileyebilecek*” yorum veya tavsiyeleri ifade etmektedir. O halde yönlendiricilik unsurunun ayırt edici karakteri, “yatırımcı kararlarını etkileyebilecek nitelik” olarak ifade edilebilir. Öğretide, yönlendirici nitelik bakımından bilfiil etkinin aranmadığı, etki yaratma gücünün varlığının yeterli olduğu vurgulanmaktadır²³³. Esasen, tavsiyeler doğaları gereği yönlendirici olduklarından dolayı, bu unsur özellikle yorumlar²³⁴ ve araştırma veya diğer tür bilgiler için önem arz etmektedir.

Yönlendirme doğrudan veya dolaylı biçimde olabilir. Yatırımcıya bir yönde yatırım kararı almasını öğütleyen yorum veya tavsiyeler doğrudan yönlendiricidir. Doğrudan yönlendiriciliğin en belirgin örnekleri al, alma, sat veya tut yönünde beyanlardır. “(A) paylarını, yüksek gelir hedefleyen yatırımcılara öneririm”²³⁵ tavsiyesi veya “çok yüksek bir kâr rakamı açıklaması beklenen şirketin şu anki fiyatının alım için uygun olduğu söylenebilir”²³⁶ yorumu doğrudan yönlendiriciliğe ilişkin örnekler olarak sunulmaktadır.

²³² Tanımda “ve” bağlacı kullanılmış olmakla birlikte, yorum ile tavsiyenin aynı kavramı ifade etmediği göz önüne alınarak, “veya” bağlacının kullanılması uygun olurdu.

²³³ USCA, s. 27.

²³⁴ Aynı yönde TUĞ, s.128.

²³⁵ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 27;

²³⁶ USCA, s. 26.

Dolaylı yönlendiricilikte ise yatırımcıya belirli bir yönde davranması açıkça öğütlenmemekte, fakat yatırım kararını belirli bir yönde vermesini teşvik edici biçimde yorum, araştırma veya bilgi sunumu yapılmaktadır. Bu çerçevede “*fiyat aşırı değerlendirilmiş*”²³⁷, “*alım pozisyonunu koruyor*”²³⁸ gibi sunum biçimi veya “*Sizin yerinizde olsam (X) paylarından satın alırdım*”²³⁹ gibi sübjektif beyan içermeleri²⁴⁰ itibariyle teşvik edici unsurların ihtiyatlı biçimde ele alınması gerektiği, yönlendirici olabilecekleri ileri sürülmektedir.

2. Yönlendirici Nitelikte Araştırma veya Diğer Tür Bilgiler

Bilginin yönlendirici olmayan biçimde, objektif nitelikli olarak sunulduğu hâllerde “finansal bilgi”nin söz konusu olmakta, bu faaliyet ne genel tavsiyesi sunulması ne de yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilmektedir. Buna karşın, söz konusu hizmet yönlendirici nitelikte ise bilgi objektifliğini yitirmekte ve finansal bilgi sunumunun kapsamı dışına çıkmaktadır. Bilginin yönlendirici biçimde sunulması, genel tavsiye sunulmasına veya yatırım danışmanlığına işaret edebilir.

YILDIZ, III-37.1 Tebliği m. 73/1’de yer alan araştırma ve bilgi kavramlarının, “*araştırma ve bilgi kavramları adı altında sunulmakta olan, buna karşılık asıl niteliği tavsiye olan*” ifadeleri kastettiğini belirtmektedir²⁴¹. Yazar, tavsiyelerin uygulamada çoğunlukla araştırma veya bilgi adı altında sunulduğunu, böylece bilgi kavramının psikolojik etkisinden yarar elde edilmeye çalışıldığını öne sürmektedir²⁴². Nitekim i-SPK.37.1 Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber’in 14. sayfasında, “*piyasaların genel işleyişi ve ekonominin seyri gibi konularda tavsiye içermeyen hususların*” finansal bilgi olarak müşterilerle paylaşılabilirliği belirtilmektedir.

Avrupa Birliği’nde benzer bir yapı söz konusudur. MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 36/1 hükmünde *yatırım araştırması* kavramına yer verilmiştir. Tüzüğe çerçevesinde yatırım araştırması, (a) *yatırım araştırması veya benzer terimlerle adlandırılmış veya tanımlanmış*

²³⁷ *a.g.e.*, s. 27.

²³⁸ *a.g.e.*

²³⁹ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 28.

²⁴⁰ TUĞ, s. 102.

²⁴¹ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 25.

²⁴² *a.g.e.*

olan ya da öneride yer alan hususların objektif veya bağımsız açıklaması şeklinde sunulan, (b) yatırım kuruluşu tarafında müşteriye sunulsa idi yatırım tavsiyesi teşkil etmeyecek olan; bir veya daha fazla finansal araç yahut finansal araçların ihraççıları hakkında, bu araçların mevcut ya da gelecekteki değer veya fiyatlarına ilişkin görüşler de dahil olmak üzere, dağıtım kanallarına veya kamuya yönelik olan, açık ya da örtülü biçimde yatırım stratejisi öneren araştırma veya diğer bilgi şeklinde tanımlanmıştır.

ESMA da 2023 tarihli bilgilendirme yazısında bilgi sunumunun ne zaman tavsiye olarak değerlendirilebileceğini incelemiştir. ESMA, tavsiye kavramının bir yatırım davranışına ilişkin öneriyi / öğüdü barındırdığını açıklamakta; ancak bu önerinin her zaman için (al, alma²⁴³, sat, tut gibi) açık bir beyanı içermesinin gerekmediği, yatırım davranışına dolaylı veya örtülü olarak da işaret edilebileceğini belirtmektedir²⁴⁴. Bu bağlamda, bir sermaye piyasası aracının diğer araçlara nazaran özel bir önem verilerek bilgi sunulması²⁴⁵; önceden belirlenmiş bir sermaye piyasası aracı hakkında, bu aracın sınıfının en iyisi olduğu, bilinen veri sağlayıcılar tarafından yüksek derecelendirmeye tabi tutulduğu gibi ayrıntılı bilgilerin sunulması, finansal bilgi değil tavsiye sunulduğuna işaret etmektedir²⁴⁶. Bunların yanında, müşterinin hedeflerine seçim yapılan sermaye piyasası aracından başka araçlarla da ulaşılabileceğinin belirtilmesi; yatırım yapılan finansal ürünün yatırım hedeflerini karşılamadığı konusunda müşterinin bilgilendirilmesi veya müşteriye, kendisiyle benzer özellikleri ve ihtiyaçları haiz yatırımcılar tarafından satın alınan belirli bir ürün hakkında mesaj gönderilmesi de yine tavsiye sunumuna ilişkin örneklerdir²⁴⁷.

Yukarıdaki örnekler III-37.1 Tebliği m. 73/1 bağlamında “yönlendirici nitelikte araştırma veya diğer tür bilgi” olarak değerlendirilmelidir. Zira, söz konusu örneklerde araştırma veya bilgi adı altında, aslında tavsiye sunulmaktadır. Öte yandan, söz konusu tavsiyelerin kişisel olup olmaması, sunulan bilginin genel tavsiye olarak değil de yatırım tavsiyesi olarak nitelendirilmesine neden olabilir. Şu var ki, III-37.1 Tebliği’nin genel tavsiyelere ilişkin 73/1 hükmünde yorum, tavsiye, yönlendirici nitelikte araştırma veya diğer tür bilgi sunumu unsurları bulunmaktayken, yatırım danışmanlığına ilişkin 45/1 hükmünde

²⁴³ MiFID II Komisyon Tüzüğü 87 numaralı resital; ESMA, The definition of advice, para. 46.

²⁴⁴ ESMA, *op. cit.*, s. 10 para. 29.

²⁴⁵ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 26; TUĞ, s. 128; ESMA, *op. cit.*, s. 10-11 para. 30.

²⁴⁶ ESMA, *op. cit.*

²⁴⁷ ESMA, *op. cit.*, s. 11-31.

ise yalnızca yorum ve tavsiye unsurları yer almaktadır. Bu halde, yönlendirici nitelikte araştırma veya diğer tür bilgilerin yatırım danışmanlığı faaliyetine konu olup olamayacağı sorusu akla gelebilir. Yönlendirici ve kişisel olduğu sürece, araştırma veya bilgi sunumları da yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmelidir²⁴⁸. Esasen, araştırma raporu veya finansal bilgilere yönlendiricilik ve tavsiyenin kişisel olması unsurları eklendiğinde, bunların zaten yorum veya tavsiye niteliğine erişeceklerini ileri sürmek hatalı olmaz. Öte yandan, tavsiye sunumlarının araştırma raporu veya bilgi adı altında saklanmasına genellikle kişiselleştirilmemiş tavsiyeler bakımından rastlandığı da belirtilmektedir²⁴⁹. Bu hususlar ışığında, III-37.1 Tebliği m. 45/1’de yönlendirici nitelikte araştırma ve diğer tür bilgi unsurlarının doğrudan anılmamış olması kanaatimizce bir eksiklik olmadığı gibi yönlendirici ve kişisel olduğu sürece araştırma ve diğer tür bilgileri yatırım danışmanlığının kapsamından dışlayıcı da değildir.

Son olarak, III-37.1 Tebliği m. 73/1 hükmü bakımından, bir hizmetin genel tavsiye sunulması olarak değerlendirilmesi için, “yönlendirici” niteliğin yorum veya tavsiye için aranmayıp da²⁵⁰ niçin sadece araştırma veya bilgi için arandığı sorgulanabilir. Esasen madde dilinin özensiz olduğu, yönlendiricilik unsurunun yorum ve tavsiyeler bakımından da aranmasının uygun olacağı öne sürülmektedir²⁵¹. Kanaatimizce de bu eleştiriler özellikle yorumlar bakımından yerindedir²⁵².

C. Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme

Robo-danışmanların birçoğu model portföy önerilerinde bulunmaktadır. Allianz AkıllıBES, Garanti Fon Koçu, QNB Finansinvest Akıllı Robo, Odeabank Rob’o, Akbank Robo Danışman, Yapı Kredi Yatırım Gurusu ve İyi Gelir model portföy önerisinde bulunan başlıca örneklerdir. İyi Gelir örneğinde, platformun akıllı bir algoritma²⁵³ ile modern portföy

²⁴⁸ Aynı yönde **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 123.

²⁴⁹ *a.g.e.*

²⁵⁰ Üstelik yatırım danışmanlığına ilişkin 45’inci maddede “yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyeler” kavramı kullanılmışken...

²⁵¹ **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 20.

²⁵² Öte yandan, tavsiye kavramı doğası gereği yönlendiriciliği barındırmaktadır. Bu nedenle tavsiye için yönlendiricilik unsurunun ayrıca vurgulanmaması bir noksanlık olarak görülmeyebilir.

²⁵³ “Robo Danışmanlık”, <https://www.ludens.com.tr/robo-danismanlik/>, (E.T. 24.01.2024).

teorisi ve Black-Litterman modeli²⁵⁴ çerçevesinde portföy önerileri sunduğu belirtilmektedir.

Ülkemizdeki robo-danışmanlık uygulamalarında al, alma, sat veya tut şeklinde açıkça yönlendirici bir beyan, genellikle yer almamaktadır. Lâkin model portföy önerisi de zaten doğrudan doğruya yönlendiricidir. Zira, model portföy, mevcut portföyde bulunmayan araçların “alınmasını”, bulunan araçların ise “satılmasını” veya “tutulmasını” tavsiye etmektedir. Bu bağlamda, model portföy önerisi de bir tavsiye örneği oluşturmaktadır²⁵⁵.

AddVICE, Finnet Fonbul+, Yapı Kredi Yatırım Dünyası gibi esasen bilgi, araştırma, karşılaştırmalı analiz veya yorum sunan platformlar bakımından da her somut olay çerçevesinde yönlendiriciliğin dikkatle incelenmesi gerekir. Zira dolaylı yönlendiricilik ve örtülü tavsiye sunulması durumları ortaya çıkabilir. Analiz sunan platformlarda müşterinin dikkatinin hangi rapora veya yoruma çekileceği hususunda müşteriye özel bazı veriler dikkate alınabilir. Bu verilere uygunluk veya yerindelik testleri, müşterinin daha önce alım satımını yaptığı ortaklık payları, takip listesi, portföyündeki araçlar gibi unsurlar örnek olarak verilebilir. Özellikle yatırımcının yanıtladığı sorulara filtreleme özelliği sunan platformlarda, örtülü tavsiye verilip verilmediğinin özenle değerlendirilmesi gerekir. Zira bir sermaye piyasası aracına diğer araçlara nazaran özel bir önem verilerek bilgi sunulması gibi örneklerde, yönlendirici nitelikte rapor yorum veya diğer tür bilgi sunumu söz konusu olabilir. ESMA, filtreleme özelliği bulunan platformlar bakımından, yatırımcının bir anket cevaplayıp cevaplamadığı, bu anketteki soruların içeriği, yanıtların filtrelemeye olan etkisi gibi hususların örtülü tavsiyenin tespiti bakımından dikkate alınacağını belirtmektedir²⁵⁶. Öte yandan, finansal bilgi ile yönlendirici nitelikte bilgi, yorum veya tavsiyeler bakımından ayırt edici ölçüt, filtreleme sürecinin, yatırımcının kendi kararını almasına yardımcı etmekle sınırlı olup olmadığıdır²⁵⁷.

²⁵⁴ “İyi Gelir Robo Portföyler” <https://iyigelir.net/sikca-sorulan-sorular/>, (E.T. 24.01.2024).

²⁵⁵ Ayrıca bkz. **ESMA**, The definition of advice, para. 40 vd.

²⁵⁶ **ESMA**, The definition of advice, para. 37.

²⁵⁷ *a.g.e.*, para. 38.

III. ROBO-DANIŞMANLAR TARAFINDAN TAVSİYE SUNULMASININ TİCARİ VEYA MESLEKİ FAALİYET ÇERÇEVESİNDE OLMASI

V/55 (mülga) Tebliği²⁵⁸ m. 7/1-a hükmünde “herhangi bir faaliyetin, mesleğin veya işin yürütülmesi sırasında, bu faaliyet, meslek veya işin içerdiği hizmetlerle ilgili olarak, süreklilik arz etmeyen ve istisnai birkaç olaya yönelik olarak yazılı veya sözlü yorum ve tavsiyelerde bulunulması” yatırım danışmanlığı kapsamında sayılmayan bir hâl olarak nitelendirilmişti²⁵⁹. In toto et par continetur ilkesi²⁶⁰ gereği, herhangi bir hizmetin sunulması ile ilgili olmayan istisnai nitelikteki tavsiyeler de kapsam dışında sayılmalıydı. Ayrıca, aynı Tebliğ’in 4/1 hükmü çerçevesinde yatırım danışmanlığı faaliyetinin kurucu unsurlarından biri, karşılığında maddi menfaat sağlanmasıydı.

Ne var ki yukarıda anılan iki hüküm de mevcut düzenlemelere alınmamıştır. Ne SerPKn’de ne de III-37.1 Tebliği’nde, V/55 (mülga) Tebliği’nin öngördüğü şartlar yer almamaktadır. Dolayısıyla, 6362 sayılı SerPKn ve III-37.1 Tebliği bağlamında, (i) süreklilik arz etmeyen, istisnai nitelikteki tavsiyelerin genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceği, (ii) karşılığında maddi menfaat sağlamadan yatırım tavsiyesi sunulmasının yatırım danışmanlığı kapsamında olup olmadığı soruları cevaplanmalıdır.

A. Tavsiyenin Düzenli Bir Uğraşı, Ticari veya Mesleki Faaliyet Kapsamında Sunulmuş Olması Gerekliliği

III-37.1 Tebliği m. 5/1’de (yatırım danışmanlığı gibi) yatırım hizmet ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet kapsamında icra edilebilmesi Kurul iznine bağlanmıştır. Tebliğ m. 7 uyarınca (genel tavsiye sunulması gibi) yan hizmetlerin yatırım kuruluşları tarafından icra edilmesi halinde Kurul’a bildirimde bulunulmalıdır. Tebliğ m.

²⁵⁸ Seri: V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (RG. 22.04.2022 24734).

²⁵⁹ Tavsiyenin bu istisna kapsamında değerlendirilmesi, ayrıca, tarafsız ve dürüst olması, kişisel olmaması ve karşılığında maddi menfaat temin edilmemiş olması şartlarının kümülatif olarak bir arada bulunması koşuluna bağlıydı. Söz konusu düzenlemeye yönelik eleştiriler için bkz. USCA, s. 49.

²⁶⁰ Evleviyet ilkesi veya çoğun içinde az da vardır kuralı.

45/1’de ise yatırım danışmanlığı “... *yetkili yatırım kuruluşunun ... tavsiyelerde bulunması faaliyeti*” olarak tanımlanmıştır.

Ne izin ve bildirim ne de yetkili kurum tarafından sunulma şartları, söz konusu faaliyetler için kurucu unsur olarak addedilebilir²⁶¹. Zira, aksi halde, bu faaliyetlerin izin veya bildirim yükümlülüklerine aykırı olarak ya da yetkisiz teşebbüslerce sunulmalarına ilişkin hükümlerin bir anlamı olmazdı.

Öte yandan, bu şartlar ile genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin kurucu unsurları arasındaki ilişkiye dair açık bir düzenleme yapılmamış olması bazı sorunları beraberinde getirmektedir. Gerçekten de istisnai nitelikli tavsiyeler, bilinçli olarak genel tavsiye ya da yatırım tavsiyesi kapsamına alındı ise o halde, gündelik bir sohbet sırasında bir arkadaşın diğerine verdiği tavsiye III-37.1 Tebliği’nde öngörülen esaslara mı tabi olacaktır²⁶²? Böyle bir yorum Tebliğ’in düzenlenme amacını aşacağı gibi mantık kurallarıyla da bağdaşmayacaktır. O hâlde, arızı tavsiyelerin hukuki statüsü bakımından bilinçsiz boşluk bulunduğu görülmektedir. YILDIZ, isabetli olarak hem genel tavsiye sunulması hem de yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin doğumu için tavsiyenin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki bir faaliyet kapsamında verilmesinin gerekli olduğunu öne sürmektedir²⁶³. Elbette söz konusu düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi sunma ile *ilgili* olmalıdır²⁶⁴. Kanaatimizce Tebliğ m. 45/1’de yer alana “*yetkili yatırım kuruluşunun*” ibaresini de bu bakış açısıyla okumak gerekir.

Aslında Tebliğ metninde söz konusu ibare yer almasaydı dahi, aynı sonuca SerPKn m. 39/1 marifetiyle de ulaşılabilirdi. SerPKn m. 39/1’e göre “*yatırım hizmetlerinin ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için*” SPK’dan izin alınması zorunludur. Hükmün gerekçesinde “*söz konusu faaliyetlerin arızı olarak veya herhangi bir iş veya mesleğin icrası sırasında münferit olarak sunulması izin kapsamına alınmamıştır*” ifadelerine yer verilmiştir. Esasen SerPKn m. 39/1 hükmü iki yönlüdür. Bir yönüyle yatırım faaliyetlerinin tanımına ilişkin bir unsur içermektedir. SerPKn düzenlemeleri kapsamına giren yatırım faaliyetlerini düzenli bir uğraşı kapsamında

²⁶¹ Ayrıca bkz. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 132 dn. 497.

²⁶² YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 132.

²⁶³ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 50, 131 vd.

²⁶⁴ İlgi ölçütü hakkında detaylı bilgi için bkz. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 139-140.

sunulanlar ile sınırlamakta, arızı olarak sunulanları *kural olarak* dışlamaktadır. Nitekim, SerPKn ve Tebliğ düzenlemeleri bu faaliyetlerin Kurul'dan izin alınarak nasıl yürütüleceğini öngörmektedir. Yoksa bu hükümden arızı olarak sunulan yatırım hizmetlerinin sadece Kurul izninden muaf oldukları, fakat faaliyetin yürütülmesine ilişkin kalan tüm düzenlemelere eksiksiz tabi oldukları anlamı çıkarılamaz. O halde düzenli bir uğraşı içinde sunulma, yatırım faaliyetlerinin içkin bir unsurudur; düzenli biçimde sunulmuyor ise zaten SerPKn bağlamında yatırım faaliyeti değildir. Hükümün ikinci yönü ise yatırım faaliyetlerine bir sonuç bağlamaktadır. Buna göre yatırım faaliyetlerinin sunulması SerPKn'den izin alınması koşuluna bağlıdır. Aksi halde sermaye piyasası faaliyetlerinin izinsiz olarak sunulmalarına ilişkin hükümler uygulama alanı bulur.

Avrupa Birliği hukukunda da benzer ölçütlere yer verilmiştir. MiFID II düzenlemesinin kapsamını belirleyen m. 1/1 hükmüne göre Yönerge'nin uygulama alanı yatırım kuruluşları (investment firms), piyasa işleticileri (market operators), veri raporlama hizmeti sağlayıcıları (data reporting service providers) ve Birlik içinde kurulmuş şubeleri aracılığıyla yatırım hizmeti sağlayan veya yatırım faaliyeti icra eden üçüncü ülke kuruluşları ile sınırlıdır. Bunun yanında, Yönerge m. 2/1-c hükmü arızı yatırım hizmeti sunan kişilerin Yönerge'nin uygulama alanında olmadığını belirten bir istisna hükmü getirmektedir, yeter ki arızı yatırım hizmeti "*bir mesleki faaliyetin icrası sırasında sunulmuş olsun ve bu mesleki faaliyet söz konusu arızı yatırım hizmetinin sunulmasını hariç tutmayan kanuni veya idari hükümler veya meslek etiği kuralları ile düzenlenmiş olsun*". Aynı fıkranın (k) bendinde ise "*bu Yönerge kapsamında olmayan bir mesleki faaliyetin sağlanması sırasında yatırım tavsiyesi sunan*" kişileri de "*bu tavsiyeden özel olarak maddi menfaat sağlanmaması*" koşuluna bağlı olarak istisna kapsamına dahil etmektedir.

B. Tavsiye Karşılığında Maddi Menfaat Sağlanmasının Kural Olarak Gerekli Bulunmaması

Genel tavsiye sunumu veya yatırım danışmanlığı kapsamında, maddi menfaat, tavsiye sunulması karşılığında taahhüt edilen her türlü ekonomik yarar olarak tanımlanabilir. Bununla birlikte, çoğunlukla ücret veya komisyon görünümünde ortaya çıkmaktadır²⁶⁵.

²⁶⁵ Sabit veya değişken ücretlendirme yöntemleri için bkz. USCA, s. 31-32; YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 134-135. YILDIZ, maddi menfaatin dolaylı olabileceğini de ileri sürmektedir. Yazar,

Esasen maddi menfaat unsurunun III-37.1 Tebliği'nde bulunmaması bilinçli bir tercihtir. Ne genel tavsiye sunumunun ne de yatırım danışmanlığını doğması için tavsiye sunumunu karşılığında maddi menfaat sağlanmasına gerek bulunmamaktadır²⁶⁶. Nitekim SPK'nın basın duyurusunda bu hususu açıkça ifade ettiği de vurgulanmaktadır²⁶⁷. Söz konusu değişiklik ile Tebliğ hükümleri ile (dolaylı biçimde) korunan yatırımcı sayısı genişletilmiş ve Avrupa Birliği hukuku ile paralellik sağlanmıştır. Nitekim ESMA, tavsiyenin maddi bir menfaat karşılığında sunulup sunulmamasının yatırım tavsiyesinin tespiti bakımından bir öneminin bulunmadığını belirtmektedir²⁶⁸.

Öte yandan, tavsiye karşılığında maddi menfaat sağlanmasının, genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi kavramları bakımından belirleyici bulunduğu haller de söz konusu olabilir. Genel tavsiye ya da yatırım tavsiyesi, konusu bunların sunulması olmayan (muhasibecilik gibi) bir düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet sunulmakta ise maddi menfaat unsuru dikkate alınmalıdır.

Şöyle ki, yukarıda açıklandığı üzere, tavsiye sunumu, konusu bununla ilgili bir faaliyetle ilgili olarak sunulmuş olmalıdır ki genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi nitelendirmeleri yapılabilsin. Uygulamada, yatırım danışmanlığından başka bir sermaye piyasası faaliyeti ya da meslek kapsamında yatırım tavsiyesi sunulduğuna sıklıkla rastlandığı belirtilmektedir²⁶⁹. Örneğin, alım satım aracılığı sırasında, aracılık faaliyetine ilişkin bir gereklilik olarak veya ihtiyari biçimde müşteriye tavsiye de sunulabilir²⁷⁰. Söz konusu tavsiye, konusu tavsiye sunulmasıyla ilgili bir düzenli bir uğraşı, ticari veya mesleki bir faaliyetle kapsamında sunulmuş olmadığı için, kural olarak, ne genel tavsiye ne de yatırım tavsiyesi olarak nitelendirilebilir.

Öte yandan, böyle bir tavsiye karşılığında maddi menfaat sağlanmış ise farklı bir değerlendirme yapmak gerekebilir. Esasen V/55 (mülga) Tebliği m. 7/1-a hükmü bu hâli düzenlemekteydi. Ne var ki söz konusu düzenleme III-37.1 Tebliği'nde yer almamaktadır.

²⁶⁶ Şu var ki, yatırım kuruluşları TTK m. 16/1 bağlamında tacir olduklarından ötürü, TTK 20 uyarınca, müşterilere sundukları genel tavsiye veya yatırım tavsiyeleri karşılığında, kararlaştırılmamış olsa dahi uygun bir ücret talebinde bulunabilirler.

²⁶⁷ **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 131.

²⁶⁸ **ESMA**, The definition of advice, para. 94.

²⁶⁹ **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 136.

²⁷⁰ *a.g.e.*, s. 137.

Lâkin, YILDIZ, başka bir faaliyet sırasında fakat “*ayrı bir ücret*” karşılığında sunulan yatırım tavsiyelerinin hâlâ yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmesi gerektiğini öne sürmektedir²⁷¹. Yazar, III-37.1 Tebliği bakımından aksini gösterir bir gerekçenin belirtilmediğini, kaldı ki bu hususun mehz Avrupa Birliği hukuku ile de uyumlu olduğunu²⁷², ayrıca Amerikan hukukunda da bu sonuca varıldığını belirtmektedir²⁷³. Kanaatimizce de yazarın vardığı sonuç isabetlidir. Zira farklı bir hizmetin veya mesleğin arkasına gizlemek suretiyle yatırım tavsiyesi sunulması bağlamında, aslında yatırım danışmanlığı faaliyeti sunulduğunu gösteren en büyük işaret, sunulan tavsiyenin ayrıca ücretlendirilmesidir. III-37.1 Tebliği kapsamında her ne kadar açık bir düzenleme yer almasa da bu sonuca varılmasını engelleyen bir hâl de bulunmamaktadır²⁷⁴.

C. Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme

Ülkemizde bilinen robo-danışmanlık hizmetlerinin yaygın biçimde genel tavsiye veya yatırım sunulmasına yönelik düzenli bir uğraşı veya ticari faaliyet çerçevesinde sağlanmaktadır. Nitekim robo-danışmanlık hizmetleri, genellikle, ya sermaye piyasası kurumlarının (özellikle bankalar, aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketlerinin) bu amaca özgü uygulamaları ya da finansal tavsiye sunulmasına özgülüenmiş platformlar üzerinden sağlanmaktadır.

Robo-danışmanlık hizmetlerinin başka bir yaygın görünümü ise bireysel emeklilik şirketleri tarafından emeklilik fonlarına ilişkin tavsiye sunulmasıdır. Bireysel emeklilik şirketleri tarafından sunulan tavsiyeler konusu genel tavsiye ya da yatırım tavsiyesi sunulmasından başka bir düzenli faaliyet kapsamında sunulmaktadır. Bu nedenle, bireysel emeklilik yatırım şirketlerinin tarafından sağlanan robo-danışmanlık hizmetlerinin, genel tavsiye sunulması ya da yatırım danışmanlığı olup olmadığı, böyle tavsiyelerin bireysel emeklilik sisteminin gereği olarak sunulup sunulmadığı, ayrıca bunların karşılığında maddi

²⁷¹ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 137-139.

²⁷² Gerçekten de MiFID I m. 2/1-j ve MiFID II m. 2/1-k hükümlerinde “*başka bir profesyonel faaliyetin sağlanması kapsamında, karşılığında özel olarak bir maddi menfaat temin edilmediği sürece yatırım tavsiyesi sunan kişiler*”in Yönerge hükümlerine tabi olmayacakları belirtilmiştir.

²⁷³ *a.g.e.*

²⁷⁴ Şu var ki, YILDIZ, başka bir faaliyet kapsamında sunulan yatırım tavsiyeleri bakımından, maddi menfaat sağlanmasını “kurucu unsur” olarak addetmektedir. Esasen, bunun bir kurucu unsur mu yoksa bir ispat vasıtası mı olduğu tartışmaya açık görünmektedir.

menfaat sağlanıp sağlanmadığı hususları çerçevesinde tartışılabilir(di). Ne var ki, III.37.1 Tebliği m. 45/5 hükmünde bireysel emeklilik şirketleri tarafından emeklilik fonlarına ilişkin tavsiye sunulmasının, yatırım danışmanlığı (hatta Tebliğ) kapsamında olmadığı açıkça belirtilmiş olduğundan dolayı, söz konusu tartışmaların gereği kalmamıştır.

Çalışmamız kapsamında, ülkemizde, arızî nitelikte tavsiye sunan robo-danışmanlık hizmeti ise tespit etmedik.

Maddi menfaat sağlanması bakımından, ücretsiz veya abonelik usulüne göre hizmet sunan robo-danışmanlara rastlanmaktadır. Yatırım kuruluşları veya emeklilik şirketleri tarafından sunulan robo-danışmanlık uygulamaları çoğunlukla ücretsizdir. Buna karşın yalnızca yatırım kuruluşu veya emeklilik şirketi müşterilerinin kullanımına sunulduğu için bunların dolaylı menfaat karşılığı sağlandığı belirtilebilir.

Akbank Robo Danışman, Türkiye İş Bankası Robofon Danışmanı, Odeabank Rob'o, QNB Finaninvest Akıllı Robo ve Yapı Kredi Yatırım Gurusu yatırım kuruluşları tarafından, Allianz AkıllıBES ve Garanti BBVA ve Emeklilik Fon Koçu ise bireysel emeklilik şirketleri tarafından sağlanan robo-danışmanlık hizmetlerine örnek olarak verilebilir. Bu hizmetlerden ayrı bir ücret alınmamakla birlikte, faydalanmak için sağlayıcı kuruluşun müşterisi olmak gereklidir.

Addvice ve Yapı Kredi Yatırım Dünyam finansal bilgi sunan ve ücretsiz olarak erişilebilen platformlardır. Finnet Fonbul+ platformunda da finansal bilgi sunulmakta, fakat hizmet abonelik ücreti karşılığında sağlanmaktadır.

Finnet Riskolog ile İyi Gelir, tavsiye sunulan robo-danışmanlık platformlarının örneklerdir. Finnet Riskolog sağladığı hizmetlerin tamamı, İyi Gelir ise bazıları için abonelik ücreti talep etmektedir. İyi Gelir platformunda finansal bilgi olarak kapsamında değerlendirilebilecek karşılaştırma hizmetleri abonelik ücreti karşılığında sağlanırken, Robo Portföyler olarak adlandırılan model portföy tavsiyelerine ise ücretsiz olarak erişilebilmektedir.

IV. ROBO-DANIŞMANLAR TARAFINDAN SUNULAN TAVSİYELERİN SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI VEYA İHRAÇÇILAR HAKKINDA OLMASI

A. Sermaye Piyasası Araçları veya İhraççılara İlişkin Tavsiyeler

Sunulan araştırma, bilgi, yorum veya tavsiyenin, genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi olarak nitelendirilmesi için bunların sermaye piyasası araçları yahut ihraççılar hakkında olması gerekmektedir. Zira III-37.1 Tebliği'nin hem genel tavsiye sunulmasına ilişkin m. 73/1 hem de yatırım danışmanlığına ilişkin m. 45/1 hükmünde bu esas benimsenmiştir²⁷⁵. Tavsiye, bir veya birden fazla sermaye piyasası aracı veya ihraççı hakkında olabilir²⁷⁶.

SerPKn'de sermaye piyasası araçlarının tanımı yapılmamış, öte yandan, bu araçların kapsamı örneklendirici biçimde sayılmıştır. SerPKn m. 3/1-ş çerçevesinde sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri ve SPK'nın bu kapsamda olduğunu belirlediği diğer araçlardan oluşmaktadır. Sırasıyla SerPKn m. 3/1-o ve 3/1-u hükümlerinde, menkul kıymetler ve türev araçlar bakımından da aynı yöntem benimsenerek, tanım verilmemiş ve hangi araçların bu kategorilerde olduğu belirtilmiştir. Yatırım sözleşmeleri hakkında ise ne tanım ne de örneklendirme yapılmıştır.

Öte yandan, menkul kıymetler, 2499 sayılı (mülga) SerPKn'nin 3/1-b hükmünde *“ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evrak”* şeklinde tanımlanmıştır²⁷⁷. Esasen bu tanım

²⁷⁵ V/55 (mülga) Tebliği m. 4/1'de *“sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında ve sermaye piyasası ile ilgili diğer konularda”* yatırım tavsiyesi sunulması yatırım danışmanlığı olarak değerlendirilmekteydi. Buna karşın III-37.1 Tebliği'nde *“sermaye piyasası ile ilgili diğer konular”* ibaresine yer verilmemiştir. Bu itibarla, V/55 (mülga) Tebliği döneminde yatırım danışmanlığı faaliyetinin konu bakımından daha geniş değerlendirildiği belirtilmelidir. Örneğin USCA, *“belirli bir dönem borsada yatırım yapılmaması”* önerisini, V/55 (mülga) Tebliği kapsamında yatırım tavsiyesi olarak ele almıştır. Bkz. USCA, s. 25. Öte yandan, söz konusu tavsiye belirli bir sermaye piyasası aracı yahut ihraççı hakkında olmadığından ötürü III-37.1 Tebliği kapsamında yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilmemelidir.

²⁷⁶ Bkz. ESMA, The definition of advice, para. 55-56.

²⁷⁷ Bu tanımın, yatırım aracı olarak kullanılma, dönemsel gelir sağlama ve misli eşya niteliğinde olma şeklinde menkul kıymetin üç önemli unsuruna ve kıymetli evrak niteliğine işaret ettiği vurgulanmaktadır. BAHTİYAR, Sermaye Piyasası, s. 8. Mevduat sertifikalarının, 2499 sayılı (mülga) SerPKn'nin aksine, 6362 sayılı SerPKn bakımından menkul kıymet sayıldıklarına dair bkz. ADIGÜZEL, s. 129.

SerPKn'de yer almasa dahi geçerliliğini korumaktadır²⁷⁸. Bu çerçevede pay, pay senedi, yatırım fonu katılma payları, banka veya finansman bonoları menkul kıymet örneği olarak verilebilirler²⁷⁹. Türev araçlar, türev piyasalarda, yani varlıkların ileri tarihli teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere önceden alım satımının yapıldığı piyasalarda işlem gören araçlar; başka bir ifadeyle “*değeri bir başka finansal varlığa veya mala doğrudan endeksli*” sermaye piyasası araçları olarak öğretilmektedir²⁸⁰. Türev araçların yaygın örnekleri forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleridir²⁸¹. Son olarak yatırım sözleşmeleri “*bir işlem veya proje vasıtasıyla ortak bir girişime para yatırılması ve yatırımcının bu yatırım nedeniyle üçüncü kişilerin çalışmaları sonucunda bir menfaat elde edeceğini ümit ettiği sözleşmeler*” olarak öğretilmektedir²⁸².

Sermaye piyasası araçlarının aksine, “ihraççı” kavramı ise SerPKn m. 3/1-h hükmünde tanımlanmıştır. Buna göre ihraççı “*kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve SerPKn'ye tabi yatırım fonlarını*” ifade etmektedir. Bu itibarla, kitle fonlama platformları ile paylarını henüz halka arz etmemiş olan veya etmemiş sayılan halka açık anonim ortaklıklar hariç olmak üzere; kamu veya özel hukuk kişisi olması fark etmeksizin sermaye piyasası aracı ihraç eden her tüzel kişiliğin bu kapsama girdiği belirtilebilir²⁸³.

Önemle vurgulamak gerekir ki yatırım fonları da tüzel kişilikleri olmamasına rağmen ihraççı olarak kapsama dahil edilmiştir. Bunun yanında, yatırım fonu katılma payları da ayrıca sermaye piyasası aracı niteliğindedir.

²⁷⁸ Aynı yönde **ADIGÜZEL**, s. 130.

²⁷⁹ Bkz. **BAHTİYAR**, Sermaye Piyasası, s. 8.

²⁸⁰ **BAHTİYAR**, *op. cit.*, s. 9. Ayrıca bkz. **ADIGÜZEL**, s. 134.

²⁸¹ **TUĞ**, s. 121 dn. 124; **BAHTİYAR**, *op. cit.*, s. 10; **ADIGÜZEL**, s. 135.

²⁸² **ADIGÜZEL**, s. 138.

²⁸³ İhraççı kavramı hakkında daha geniş bilgi için bkz. **USCA**, s. 24.

Yatırım kuruluşlarına ilişkin tavsiyeler de genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi değildir. Örneğin, bir aracı kurumdan ya da portföy yönetim şirketinden hizmet alınmasına ilişkin öneri tek başına genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi olmaz²⁸⁴.

B. Aracın veya İhraççının Somutlaştırılması (Jenerik Tavsiyelerin Durumu)

Gerek genel tavsiye sunulması gerek yatırım danışmanlığı çerçevesinde tavsiyenin ilgili olduğu sermaye piyasası araçlarının veya ihraççıların somutlaştırılmış, yani belirli olmaları gerekmektedir²⁸⁵. Başka bir ifadeyle, tavsiye edilen araçların veya ihraççıların adlarının belirtilmiş olması lazımdır²⁸⁶. Esasen, somutlaştırma unsuru, her iki müessese için de ne SerPKn’de ne de III-37.1 Tebliği’nde açıkça belirtilmiştir. Öte yandan MiFID II Komisyon Tüzüğü’nün 9. maddesinde bu unsur açıkça yer almaktadır.

Bu bağlamda, somutlaştırılmamış tavsiyeler “jenerik tavsiye” (generic advice) olarak adlandırılmaktadır. ESMA, bir coğrafi bölge yerine başka bir bölgede (Avrupa yerine Japonya gibi) veya bir varlık sınıfı yerine başka bir varlık sınıfına (ortaklık payları yerine bonolar gibi) yatırım yapılmasına yönelik tavsiyeleri jenerik tavsiye olarak değerlendirmektedir²⁸⁷. Örneğin müşteriye, birikimini (ad belirtmeksizin) yatırım fonlarında kullanmasını tavsiye etmek bir genel veya yatırım tavsiyesi değil, bir jenerik tavsiye oluşturmaktadır²⁸⁸. Buna karşın, i-SPK.37.1 Rehberi s. 12-13’te “...sermaye piyasası araçlarına yönelik standart dağılım tavsiyelerinde bulunulması ... sadece o müşterinin durumuna özel olmaması şartıyla genel yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilecek olup, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir” ibareleri yer almaktadır. Rehber’in 9’uncu sayfasında ise standart dağılım tavsiyesi örneği olarak “Sizin risk sınıfınızda yer alan müşterilerin yatırımlarının %40’ını mevduata, %20’sini paylara, %40’ını yatırım fonlarına yatırmasını öneririz” şeklinde bir örnek verilmektedir. Söz konusu örnek, ESMA’nın yukarıda anılan örneği ile aynı türdedir. Ne var ki Rehber’deki ibareler birlikte

²⁸⁴ ESMA, The definition of advice, para. 59. Buna karşın, yatırım kuruluşlarına ilişkin tavsiyeler için istisnai olarak yerindelik testinin uygulanması gerekli olabilir. Bkz. MiFID II 89 numaralı resital.

²⁸⁵ USCA, s. 25; TUĞ, s. 121.

²⁸⁶ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 37, 127; TUĞ, *op. cit.*

²⁸⁷ ESMA, The definition of advice, para. 49. Bunların dışında belirli bir sermaye piyasası aracı tipine yatırım yapılması yahut genel itibarıyla sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak için uygun bir zaman olmadığı gibi jenerik tavsiye örnekleri de verilmektedir. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 38.

²⁸⁸ ESMA, The definition of advice, para. 57.

yorumlandıklarında böyle bir tavsiyenin genel tavsiye olarak nitelendirileceği sonucunu doğurmaktadır. Halbuki jenerik tavsiyeler, III-37.1 Tebliği m. 6/1-a ve m. 71 hükümleri çerçevesinde, *sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmeti sunulması* kapsamında olup, ne genel tavsiye ne de yatırım tavsiyesidir. Öğretide haklı olarak, Rehber’de verilen standart dağılım tavsiyesi örneğinin bir jenerik tavsiye olduğu ve örneklerin dikkatle okunması gerektiği vurgulanmaktadır²⁸⁹.

Görülmektedir ki jenerik tavsiyeler belirsiz bir yatırımcı profiline, kişiselleştirilmeden sunulmaya uygundur²⁹⁰. Öte yandan, kişisel nitelikli jenerik tavsiyeler de söz konusu olabilir. Öğretide, düşük risk tercihini (ve bağlantılı olarak düşük getiri ihtimalini kabul ettiğini) bildiren ve bir müşteriye, “*B tipi yatırım fonlarına ya da tahvile yönelmesi*” yönünde yapılan öneri, kişisel ancak somutlaştırılmamış bir (jenerik) tavsiye örneği olarak sunulmaktadır²⁹¹. Nitekim MiFID II Komisyon Tüzüğü’nün 15 numaralı resitalinde de jenerik tavsiyelerin çoğunlukla yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilmeyeceği (yatırım danışmanlığı kapsamında ele alınmayacağı) belirtilmiş olmakla birlikte²⁹², jenerik tavsiyelere yatırım danışmanlığına ilişkin hükümlerin uygulanabileceği istisnai haller söz konusu olabilir. Komisyon Tüzüğü’nde, yerindeymiş gibi sunulan halbuki ne yerinde ne de genel itibarıyla kişisel olan bir jenerik tavsiyenin müşteriye verilmesi halinde, yatırımcının korunmasına yönelik olan MiFID II m. 24/1,3 hükümlerinin ihlal edilebileceği belirtilmektedir. Başka bir istisnai hal ise 2006/73 sayılı Yönerge’nin²⁹³ 82 numaralı resitalinde yer almaktadır. Buna göre yatırım danışmanlığı kapsamında müşteriye *yatırım tavsiyesi* sunulması sırasında veya öncesinde, bu tavsiyenin hazırlığı veya altyapısı

²⁸⁹ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 47-48 dn. 173. Söz konusu örneğe ilişkin olarak Rehber’de açıklama şu şekildedir: “*müşteri temsilcisi yapılan uygunluk testi sonucunda belirlenen risk gruplarına göre müşterilere, dahil oldukları risk sınıflarına göre, yatırımlarının belli yüzdelerini belli sermaye piyasası araçlarına veya sermaye piyasasına yönlendirmeleri konusunda müşterilerin tamamına yönelik olarak önceden belirlenmiş olan standart dağılım tavsiyeleri verebilir*”. Kanaatimizce bu örnekler yalnızca yatırımların *sermaye piyasasına yönlendirilmeleri* haline ilişkin olarak okunmalıdır; yoksa yatırımların belli sermaye piyasasına araçlarına yönlendirilmesi hâline ilişkin değil.

²⁹⁰ Bu bağlamda dağıtım kanallarında sunulmaya daha elverişli oldukları da belirtilmektedir. Bkz. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 39, 127.

²⁹¹ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 127; ayrıca bkz. TUĞ, s. 122.

²⁹² Ayrıca bkz. ESMA, The definition of advice, para. 50.

²⁹³ Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

mahiyetinde verilen jenerik tavsiyeler de yatırım tavsiyesinin bir parçasını oluşturmaktadır²⁹⁴.

Türk hukukuna dönülecek olursa, öğretide somutlaştırma unsurunun dayanağı hususunda farklı görüşler yer almaktadır. Zira somutlaştırma yükümlülüğü mevzuatta açıkça ifade edilmiş değildir. Bir görüş Avrupa Birliği hukukuna uyum taahhüdüne dayanmaktadır²⁹⁵. Başka bir görüş ise III-37.1 Tebliği m. 48/1-a ve c hükümleri çerçevesinde müşteriye en uygun tavsiyenin sunulması ve özen yükümlülüğünden hareket etmektedir²⁹⁶. Zira tavsiyenin somutlaştırılmadan sunulmasının müşterinin en uygun yatırım kararını almasına engel olabileceği ve özen yükümlülüğünün ihlali anlamına gelebileceği savunulmaktadır²⁹⁷.

C. Mal, Para veya Kıymetli Maden Piyasalarına İlişkin Tavsiyeler

Hem genel tavsiye sunma hem de yatırım danışmanlığı faaliyetleri, konu bakımından “sermaye piyasası araçları veya ihraççılar” ile sınırlandırıldığından, mal veya para piyasalarına ilişkin tavsiyeler bu faaliyetlerin kapsamına girmemektedir. Öğretide YILDIZ, mal piyasasına ilişkin tavsiyelerin, istisnai olarak genel tavsiye sunulması veya yatırım danışmanlığı kapsamında ele alınabileceği görüşündedir. Görüşün gerekçesi ise mal piyasasındaki bazı araçların, tavsiye konusu sermaye piyasası aracının veya ihraççının “temelinde yer alması” ve bunların değerini “doğrudan etkileyebilecek” olmalarıdır²⁹⁸. Yazar, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yapılacak olan bir yatırım çerçevesinde, gayrimenkullere ilişkin tavsiye sunumunu örnek olarak vermektedir²⁹⁹. Her ne kadar Avrupa Birliği hukukunda da aynı yönde uygulama yapılmakta ise de Türk pozitif hukuku bakımından söz konusu görüşe ihtiyatlı yaklaşmak gerekir. Zira, Avrupa Birliği hukukunda genel tavsiye sunmanın ve yatırım danışmanlığının konusunu “finansal araçlar” oluşturmaktadır ki bu kavram, sermaye piyasası araçlarını da içine alan daha geniş bir kategoriye ifade etmektedir.

²⁹⁴ Ayrıca bkz. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 128; ESMA, The definition of advice, para. 48.

²⁹⁵ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 127.

²⁹⁶ TUĞ, s. 123.

²⁹⁷ a.g.e.

²⁹⁸ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 30-31.

²⁹⁹ a.g.e.

Para ve kıymetli maden piyasalarına ilişkin tavsiyeler ise daha büyük bir önemi haizdir. Çünkü, sermaye piyasası araçlarına ilişkin tavsiyeler ile para veya altın piyasalarına ilişkin tavsiyelerin bir arada sunulması dikkate alınmayı gerektiren seviyede uygulama alanına sahiptir. Bunun yanında, genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin aksine bireysel portföy yöneticiliğinin konusunu “finansal varlıklar” oluşturmaktadır. Nitekim III-37.1 Tebliği m. 37/1 çerçevesinde bireysel portföy yöneticiliği “*finansal varlıklardan oluşan portföylerin, her bir müşteri adına, doğrudan veya dolaylı bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesi*” olarak tanımlanmaktadır. Başka bir deyişle, para veya altın piyasalarına yönelik tavsiye sunulması SerPKn kapsamında değerlendirilmezken, portföydeki para veya altının vekil sıfatıyla yönetilmesi SerPKn çerçevesinde ele alınmaktadır. Bu durumun bir çelişki oluşturduğu³⁰⁰ hususunda kanaatimizce daha fazla izahata ihtiyaç bulunmamaktadır. Söz konusu sınırlandırma Avrupa Birliği düzenlemeleri ile uyumlu da değildir. Tüm bunlar, genel tavsiye sunulması ile yatırım danışmanlığının, konu bakımından “sermaye piyasası araçları veya ihraççılar” ile sınırlandırılmasına yönelik düzenlemelerin bilinçli olup olmadığı sorusunu akla getirmektedir.

Bilinçli bir tercihin sonucu olsun ya da olmasın, para veya kıymetli maden piyasalarına ilişkin tavsiyelerin, genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi olarak nitelendirilmesi de lege lata mümkün değildir. Söz konusu tavsiye, SerPKn m. 2/2 bağlamında genel hükümlere tabidir³⁰¹. Öte yandan tavsiye, hem bu piyasalarda işlem gören araçlar hem de sermaye piyasası araçları hakkında ise ne olacağı sorusu mevzuatta yanıtlanmış değildir. Örneğin bir yatırım danışmanı, müşteriye portföy dağılımı hususunda tavsiye sunarken, yatırım miktarının bir kısmı ile Amerikan Doları, kalan kısmı ile de ortaklık payı almasını tavsiye ederse, bu karma nitelikli tavsiye hangi düzenlemelere tabi olacaktır? Bu çerçevede üç farklı görüş ortaya atılabilir: Tavsiyenin tamamen para piyasasına ilişkin hükümlere tabi olması, genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilerek SerPKn hükümlerinin

³⁰⁰ Aynı yönde TUĞ, s. 126.

³⁰¹ **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 35. Bu noktada, sermaye piyasası bağlamında genel hükümlerin normlar hiyerarşisindeki yerine de değinmekte yarar vardır. Zira SerPKn m. 2/2, kanun – tebliğ hiyerarşisinde olağandışı bir düzen getirmektedir. Hükme göre SerPKn'nin ikincil mevzuatı, diğer kanunların önüne geçmiş bulunmaktadır. Nitekim öğretide, *SerPKn'ye dayalı olarak çıkarılan yönetmelik ve tebliğ gibi ikincil düzenlemelerin, “adeta Kanun hükümlerinin bir parçası veya uzantısı niteliğinde özel hüküm olarak değerlendirildiği”* vurgulanmaktadır. Bu itibarla hiyerarşi, SerPKn – SerPKn ikincil mevzuatı – TMK/TBK/TTK şeklinde olup, TMK/TBK/TTK hükümlerinin bir arada değerlendirilmesi gerekmektedir. **BAHTİYAR**, Sermaye Piyasası, s. 16-17.

uygulanması ya da her iki yöndeki düzenlemelerin birlikte uygulanması. SerPKn m. 2/1 hükmünün açık ifadesi karşısında ilk ihtimal olanaklı görünmemektedir. YILDIZ, ikinci ihtimalin uygun olacağını, yani para ve sermaye piyasası araçlarına ilişkin karma tavsiyelerin yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilerek SerPKn hükümlerinin uygulanacağını savunmaktadır³⁰². Yazar, söz konusu sınırlamanın özensizlikten kaynaklandığı, mali piyasalar ile sermaye piyasaları arasında keskin bir çizgi çekmenin uygulamanın ihtiyaçları ile bağdaşmadığı, sağlıklı bir tavsiyenin her iki piyasaya ilişkin unsurlar içermesi gerektiği, kaldı ki bu şekildeki karma tavsiyelerin genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi olarak ele alınmasının mehz³⁰³ ile de uyumlu olduğu gerekçelerini öne sürmektedir.

Kanaatimizce YILDIZ'ın eleştirileri oldukça isabetlidir. Özellikle de genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı faaliyetleri ile bireysel portföy yöneticiliği arasındaki konu sınırlaması farklılığı izah edilebilir değildir³⁰⁴. Ne var ki, Türk hukuku çerçevesinde, para ve sermaye piyasası araçlarına ilişkin karma nitelikli bir tavsiye bakımından para piyasasına ilişkin hükümlerin de lege lata göz ardı edilmesi de mümkün görünmemektedir. Çalışmamızda, sermaye piyasası düzenlemeleri ile sınırlandırıldığından, kapsam dışına çıkmamak amacıyla, para piyasasına ilişkin hükümlerin uygulanabilirliğine sadece gerekli olduğu ölçüde değineceğiz.

D. Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme

Ülkemizdeki robo-danışmanlar tarafından sunulan tavsiyeler, büyük çoğunlukla sermaye piyasası araçlarına ilişkin ve somutlaştırılmıştır. Bununla birlikte hem sermaye hem de para piyasalarına ilişkin karma nitelikli somut tavsiye sunanlar da bulunmaktadır.

AddVICE, Allianz AkıllıBES, Garanti BBVA ve Emeklilik Fon Koçu emeklilik yatırım fonları hakkında finansal bilgi veya tavsiye sunan örnekler olarak verilebilirler.

³⁰² Detaylı açıklamalar için bkz. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 31 vd.

³⁰³ Ayrıca bkz. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 126.

³⁰⁴ USCA da yatırım danışmanlığı faaliyetinin konusunun, bireysel portföy yöneticiliğinde olduğu gibi finansal varlıklar şeklinde genişletilmesini önermektedir. USCA, s. 25-26.

Türkiye İş Bankası Robofon Danışmanı ve Odeabank Rob'o TEFAS'ta işlem gören yatırım fonları; İyi Gelir TEFAS veya BEFAS'ta işlem gören yatırım fonları hakkında tavsiye sunmaktadır.

QNB Finansinvest'in Akıllı Robo ürünü ortaklık payı tavsiye eden robo-danışmanlara bir örnek oluşturmaktadır.

Son olarak, Yapı Kredi Yatırım Gurusu ve Akbank Robo Danışman ise yatırım fonlarının yanı sıra vadeli mevduat gibi para piyasalarına ilişkin karma nitelikli tavsiye sunan örneklerdir.

V. ROBO-DANIŞMANLAR TARAFINDAN SUNULAN TAVSİYELERİN BELİRLİ BİR MÜŞTERİYE VEYA GRUBA YÖNELİK OLMASI

Sunulan tavsiyenin kişisel olması, yatırım danışmanlığını genel tavsiye sunulması faaliyetinden ayırt eden unsurdur. Yukarıda yaptığımız açıklamalarımızı kısaca hatırlatmak gerekirse, sermaye piyasalarında bilgi sunumunun temel olarak üç müessese ile düzenlendiğine değinmiştik: Finansal bilgi sunulması, genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı... Bilgi ve araştırmaların objektif biçimde müşteriye sağlanmasının finansal bilgi sunulmasını, bu sunuma sübjektif karakterli olan yönlendiricilik unsuru eklenmesinin genel tavsiye sunulmasını işaret edeceğini açıklanmıştı. Sermaye piyasası araçları veya ihraççılar hakkındaki, yönlendirici nitelikteki yorum, araştırma, bilgi veya tavsiyelerin, müşteriye, *kişisel tavsiye olarak* sunulması ise yatırım danışmanlığını işaret etmektedir.

MiFID II m. 4/1-(4) hükmünde yatırım tavsiyesi (investment advice) “*müşteriye, kendi talebi veya yatırım kuruluşunun inisiyatifi üzerine sunulan, finansal araçlara ilişkin bir veya daha fazla işlem hakkında kişisel öneri (personal recommendation)*” olarak tanımlanmıştır. Kişisel öneri kavramının detaylarına ise MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 9 hükmünde yer verilmiştir. Buna göre “*Kişisel öneri; yatırımcı, potansiyel yatırımcı veya yatırımcı ya da potansiyel yatırımcının temsilcisi sıfatını haiz bir kişiye yapılan öneri olarak değerlendirilir. Bu öneri, söz konusu kişi için yerinde olarak sunulmalı veya bu kişinin kişisel durumunun değerlendirilmesine dayanmalıdır... ”.*

III-37.1 Tebliği m. 45/1’de ise kişiselleştirilme unsuruna “*belirli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak*” ibareleriyle yer verilmiştir. Öte yandan, bir tavsiyenin hangi hallerde “*belirli bir kişiye yönelik*”, yani “*kişisel*” olacağı Tebliğ’de açıklanmamıştır. Bunun yanında, “*belirli bir gruba yönelik*” tavsiyeler için “*mali durum, risk ve getiri tercihlerinin benzer olması*” ölçütüne yer verilmiştir.

Önemle vurgulanmalıdır ki, tavsiyenin kişisel (personal) olması ile müşteri için yerinde (suitable) olan tavsiyenin sunulması, birbirleriyle bağlantılı, fakat ayrı hususlardır. Türk sermaye piyasası hukuku bağlamında, söz konusu iki hususun gerek öğretisi gerek SPK tarafından zaman zaman birbirine karıştırıldığı görülmektedir.

Şöyle ki bir tavsiyenin kişisel olup olmaması, belirli bir müşteri ya da müşteri grubuna yönelik olup olmamasına ilişkin bir meseledir. Dolayısıyla kişisel olma unsuru tavsiyenin kime ve nasıl sunulduğu ile ilgilidir. Bu itibarla kişisel olma unsuru, bir tavsiyenin niteliğinin yatırım tavsiyesi, sunulan faaliyetin ise yatırım danışmanlığı olup olmadığını belirler. Tavsiyenin müşteri veya müşteri grubu için yerinde olup olmadığı ise bu tavsiyenin nasıl hazırlandığı ve müşteriyle uyumlu olup olmadığı ile ilgilidir. Nitekim, III-37.1 Tebliği m. 45/1 kapsamında bir tavsiye “*belirli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak*” sunulmakta ise kişiseldir. Öte yandan, Tebliğ m. 40/1 ve m. 48/2-a kapsamında, müşteriye yerindelik testi yapılarak, kendisi için uygun olduğu tespit edilen tavsiyeler yerindedir. Öyleyse tavsiyenin yerindeliği meselesi, müşterinin *en uygun yatırım kararını alması sağlayacak tavsiyeyi sunma* yükümlülüğünün bir parçasıdır³⁰⁵. Dolayısıyla, şu iki önerme de doğrudur: Tavsiyenin kişisel olması, yerindelik yükümlülüğünün doğması için bir ön şarttır veya yerindelik yükümlülüğü tavsiyenin kişisel olmasının sonuçlarından biridir.

³⁰⁵ Türk öğretisinde, “kişisel tavsiye” terimi yerine çoğunlukla “kişiselleştirilmiş tavsiye” kavramı tercih edilmektedir. Bunun yanında III.37.1 Tebliği m. 48/2-a kapsamında yükümlülük de “tavsiyenin kişiselleştirilmesi” olarak ele alınmaktadır. Yukarıda belirtildiği üzere bu iki kavram birbirine karıştırılmamalıdır. Ayrıca, III.39.1 Tebliği kapsamında müşterinin tanınmasına ilişkin uygunluk (appropriateness) testi ile III.37.1 Tebliği’ndeki *en uygun* tavsiyenin sunulmasına yönelik olarak yapılan yerindelik (suitability) testi de birbirine karıştırılmaması gereken hususlardır.

Bu nedenlerle, ayrıca mehzaz düzenlemelerle de uyumlu biçimde, “kişiselleştirilmiş tavsiye” yerine “kişisel tavsiye” kavramının kullanılması; III.37.1 Tebliği m. 48/1 hükmünde düzenlenen yerindelik testi yaparak *uygun* tavsiyelerin tespit edilmesi yükümlülüğünün ise “kısaca “yerindelik yükümlülüğü” olarak adlandırılması kanaatimizce daha isabetli olur.

Yerindelik yükümlülüğünün gereği gibi yerine getirilmemiş olması, örneğin yerindelik testinin hatalı biçimde uygulanması veya tavsiyenin yerindelik testine uygun biçimde hazırlanmaması, özen yükümlülüğünün ihlali anlamına gelmekte olup, yatırım danışmanının sorumluluğuna yol açabilecek niteliktedir³⁰⁶. Lâkin, müşterinin kişisel bilgileri dikkate alındı ise gereği gibi olsun olmasın, söz konusu tavsiye, “kişisel tavsiye” niteliğini kazanmıştır³⁰⁷. Diğer şartlar da mevcut ise bu kişisel tavsiyenin sunulması neticesinde yatırım danışmanlığı faaliyeti doğacaktır.

Netice itibariyle, bir tavsiyenin “kişisel” nitelikli olması için belirli bir müşteriye (veya müşteri grubuna), kendisinin kişisel özellikleri dikkate alınarak ya da kendisi için yerinde bir tavsiye olarak sunulması gerekir. Bu hallerde tavsiye *belirli bir kişiye ya da gruba* yönelik olmaktadır.

A. Ana Ölçüt: Müşterinin Kişisel Durumuna İlişkin Bilgilerin Dikkate Alınması

Belirli bir müşterinin kişisel durumuna ilişkin bilgilerin kapsamı ne MiFID II ne de III-37.1 Tebliği’nde açıklanmıştır. Öte yandan düzenleyici idari otoriteler tarafından bu kavrama ilişkin olarak hazırlanan ikincil düzenlemeler ve açıklamalar mevcuttur.

ESMA, müşterinin kişisel durumuna ilişkin bilgilerin, kendisi hakkında objektif (örneğin adres, gelir, medeni hâl) veya sübjektif nitelikli bilgiler (örneğin risk iştahı, kısa ve uzun dönem yatırım hedefleri, sürdürülebilirlik tercihleri, belirli risklerden kaçınma isteği) içerebileceğini belirtmektedir³⁰⁸. Kuruma göre (i) *yatırımcıdan alınan bilgilerin türü ile kapsamı* ve (ii) *bilgi toplama amaçlı soruların yatırımcıya ne şekilde sunulduğu* yatırımcının kişisel durumuna ilişkin bilgilerin dikkate alınıp alınmadığının tespitinde belirleyici olmaktadır³⁰⁹. ESMA esasen, kişisel duruma ilişkin bilgilerin dikkate alınması şartını oldukça geniş yorumlamakta ve yukarıda sayılanlar gibi bilgilerden herhangi birinin dikkate alınmasını kişisel durumun göz önünde bulundurulmuş sayılması için yeterli görmektedir.

³⁰⁶ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 129.

³⁰⁷ Bkz. ESMA, The definition of advice, para. 63.

³⁰⁸ ESMA, The definition of advice, para. 67.

³⁰⁹ *a.g.e.*, para. 68.

BaFin'in de bu ölçütü gayet geniş yorumladığı, hedeflenen yatırım ufku, miktarı, risk iştahı gibi kısıtlı bilgilerden birinin sorulması halinde şartın gerçekleştiği sonucuna vardığı, hatta bu perspektifte müşterinin yaşının dahi yeterli bir bilgi olacağı belirtilmektedir³¹⁰. Alman öğretisinde ise söz konusu ölçütün içeriği tartışmalıdır. BaFin'in esasen müşterinin korunmasına yönelik düzenlemelerin uygulama alanını mümkün olduğunca geniş tutmayı amaçladığı ifade edilmektedir³¹¹. Öğretide bir görüş, müşterinin kişisel durumuna ilişkin bilgilerin yalnızca mali durumu hakkındaki bilgilerle sınırlı olmadığı, yaşı, medeni hali gibi bilgilerin de bu kapsama dahil olduğunu öne sürmektedir³¹². Alman öğretisinde BaFin'in yaklaşımını eleştiren görüşler de bulunmaktadır. Bu bağlamda, yatırım ufku ve risk toleransına ilişkin bilgilerin müşterinin kişisel özelliklerinin dikkate alınmış olması için yeterli olmadığı savunulmaktadır³¹³.

Türk hukukuna dönülecek olursa, III-37.1 Tebliği bakımından da Avrupa Birliği ve Alman hukuklarındaki gibi bir belirsizliğin bulunduğu aşikârdır. Tebliğ m. 45/1 hükmünün “*belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak*” şeklindeki lafzı, tavsiyenin kişisel olması için müşterinin mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine ilişkin bilgilerin dikkate alınabileceğini ortaya koymaktadır.

Öte yandan, mali durum ile risk ve getiri tercihleri kıstasının örnekleyici mi sınırlayıcı mı olduğu, sınırlayıcı ise bunların ayrı ayrı mı yoksa kümülatif olarak mı dikkate alınması gerektiği belirsizdir. Tebliğ, Rehber, SPK duyuruları, hatta SPL notlarında bu sorular cevaplanmadığı gibi Kurul'un bu sübjektif amacı da tespit edilememektedir. Bu nedenle, düzenlemelerin lafzi unsurları ile ratio legisi, objektif yorum metodu³¹⁴ çerçevesinde değerlendirilerek bir sonuca ulaşılmalıdır³¹⁵.

³¹⁰ Pawel GRISCHUK, “Robo-advice - Automated investment advice in supervisory practice”, *BaFin Expert Articles*, 2017, <https://www.bafin.de/ref/19619406>, (E.T. 15.06.2024); LORDT, s. 52.

³¹¹ LORDT, s. 53.

³¹² Öte yandan, bu görüş çerçevesinde dahi, yatırım miktarının kişisel duruma ilişkin bilgi sayılmayacağı, zira tavsiyenin hazırlanmasında önem arz etse dahi müşterinin kişisel durumu ile ilgili olmadığı savunulmaktadır. MADEL, s. 89.

³¹³ Bkz. LORDT, s. 52 ve orada anılan yazarlar.

³¹⁴ Objektif yorum metoduna ilişkin bilgi için bkz. M. Kemal OĞUZMAN / Nami BARLAS, *Medenî Hukuk*, 25. Bası, 2019, İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 69-71.

³¹⁵ Düzenlemenin sistematığının veya hazırlık çalışmalarının yorum için doğrudan ışık tutmadığı hallerde dahi, müessesenin niteliğinin, ilgili düzenlemelerin ratio legisini ortaya çıkarabileceği belirtilmektedir. Ratio legisin, hükmün anlamını tespit etmek için kullanılan temel faktörlerden biri olduğu vurgulanmaktadır. *a.g.e.*, s. 78.

1. Müşterinin Risk ve Getiri Tercihlerine İlişkin Olarak

a. i-SPK.37.1 Rehberi'ndeki İlgili İlkeler

i-SPK.37.1 Rehberi'nde, tavsiyenin kişiselliği meselesiyle ilgili ilkeler mevcuttur. Rehber'in E.1. başlığında³¹⁶, “*Yatırım danışmanlığı kapsamında olmayan, genel yatırım tavsiyesi niteliğinde olan hizmetler*” başlığı altında, “*Yatırım kuruluşları tarafından müşterilere uygunluk testi yapılması ve bu testin sonucuna göre; müşterilerin risk ve getiri tercihlerine göre sınıflandırılması ve sınıflandırılan bu gruplara yönelik araştırma raporu hazırlanması; bu raporlarda müşteri portföyünde yer alacak sermaye piyasası araçlarına yönelik standart dağılım tavsiyelerinde bulunulması*³¹⁷; raporda tavsiye edilen sermaye piyasası araçlarının müşteri ile paylaşılması, sadece o müşterinin durumuna özel olmaması şartıyla genel yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilecek olup, yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında değildir” ilkesi yer almaktadır.

Rehber'in C.2. başlığında³¹⁸, “*Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi Olmayan Yatırım Kuruluşlarının Yatırım Fonlarıyla İlgili Sunabilecekleri Diğer Hizmetler*” genel başlığı altında, çeşitli fonlarının yatırım danışmanlığı kapsamına girmediğine yönelik açıklamalar mevcuttur. Bu kapsamda müşterilere yapılan uygunluk testi sonucunda belirlenen risk gruplarına göre müşterilere, dahil oldukları risk sınıflarına göre yönlendirici biçimde standart dağılım tavsiyesi sunmak için yatırım danışmanlığı yetki belgesine ihtiyaç bulunmadığı belirtilmektedir. Lâkin, müşterinin “bireysel özellikleri ve durumu dikkate alınarak, tavsiyelerin kişiye özel hale getirilmemesi gerekir”.

Yukarıdaki açıklamalar risk ve getiri tercihlerinin, tavsiyenin kişisel olması için yeterli görülmediğini işaret etmektedir. Aksi halde altı çizili olarak vurgulanan kayıtlara gerek kalmazdı. Bu açıklamalara göre yalnızca risk ve getiri tercihleri çerçevesinde sunulan tavsiyeler, kişisel tavsiye olarak değil genel tavsiye olarak nitelendirilmelidir.

³¹⁶ i-SPK.37.1 Rehberi, “E. Genel Yatırım Tavsiyeleri / 1. Yatırım danışmanlığı kapsamında olmayan, genel yatırım tavsiyesi niteliğinde olan hizmetler”.

³¹⁷ Rehber'in 9'uncu sayfasından, standart dağılım tavsiyeleri ile yatırımların belirli yüzdelerinin belli sermaye piyasası araçlarına veya sermaye piyasasına yönlendirilebileceği anlaşılmaktadır.

³¹⁸ i-SPK.37.1 Rehberi, “C. Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi Olmayan Yatırım Kuruluşlarının Yatırım Fonlarıyla İlgili Sunabilecekleri Diğer Hizmetler: 2. Müşteriye, yatırımının belli yüzdelerini belli sermaye piyasası araçlarına veya sermaye piyasasına yönlendirmesi konusunda tavsiye (standart dağılım tavsiyeleri) verilmesi”.

Öte yandan, Rehber'in C.3. başlığındaki³¹⁹ ilkeye göre “*Müşteri temsilcisinin, müşteriye verilen yatırımın belli yüzdesinin sermaye piyasasına yönlendirilmesine dair standart dağılım tavsiyesi çerçevesinde TEFDP’nda işlem gören yatırım fonları ile para piyasası fonları (likit fonlar) ve kısa vadeli tahvil ve bono fonlarından olması kaydıyla belli yatırım fonlarını müşteriye önermesi mümkündür. Ancak müşteri temsilcisi, örneğin payları veya istisna tanınmayan diğer sermaye piyasası araçlarını içeren tavsiyelerde bulunamaz”.* Bu ilke, yukarıdakiler ile tezat oluşturmaktadır. Zira, madem müşterinin risk ve getiri tercihlerine göre sunulan bir tavsiye kişisel değil genel tavsiye niteliğindedir, o halde niçin istisna tanınmayan diğer sermaye piyasası araçlarını içeren tavsiyeler ancak yetkili yatırım kuruluşlarınca sunulabilmektedir?

Üstelik, Rehber yakından incelendiğinde, çelişkilerin yukarıda anılan mesele ile sınırlı olmadığı anlaşılmaktadır. Bu bağlamda, aşağıda Rehber’in daha derin bir analizine yer verecek, çelişki yaratan ilkeleri bir arada değerlendirmeye çalışacağız.

b. i-SPK.37.1 Rehberi’ndeki İlkelerin Değerlendirilmesi

aa. i-SPK.37.1 Rehberi’nde Yer Alan Çelişkiler

Rehber kapsamında, tavsiyenin kişiselliği ile risk ve getiri tercihi bilgileri arasındaki ilişkiye dair, ortaya atılabilecek dört farklı hipotez bulunmaktadır. Ne var ki söz konusu dört hipotez de farklı çelişkilere yol açmaktadır. Açıklamak gerekirse:

- **Hipotez (1)**: Rehber’e göre risk ve getiri tercihlerine göre sunulan tavsiyeler kişisel değildir.
- **Gerekçe**: Eğer risk ve getiri tercihi göre sunulan tavsiyeler kişisel olsa idi,
 - C.2. başlıklı ilkedeki, standart dağılım tavsiyelerinin yatırım danışmanlığı yetki belgesi olmayan kuruluşlarca sunulması için aranan “*müşterinin bireysel özellikleri ve durumu dikkate alınarak, tavsiyelerin kişiye özel hale getirilmemesi*” şartı ile

³¹⁹ i-SPK.37.1 Rehberi, “C. Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi Olmayan Yatırım Kuruluşlarının Yatırım Fonlarıyla İlgili Sunabilecekleri Diğer Hizmetler: 3. Müşteriye verilen standart dağılım tavsiyesi çerçevesinde belli yatırım fonlarının önerilmesi”.

- E.1. başlıklı ilkedeki, risk grubu sınıflandırmasına göre genel tavsiye sunulabilmesi için aranan “*sadece o müşterinin durumuna özel olmaması*” şartı anlamsız olurdu.
- **Eleştiri:** C.3 başlıklı ilkeye göre göre, belirli bir risk sınıfında yer alan yatırımcılara, standart dağılım tavsiye kapsamında, “*Sizin risk sınıfınızda yer alan müşterilerimizin yatırımlarını %40 oranında X hisselerine yönlendirmelerini öneririz*” şeklindeki bir öneri, yatırım danışmanlığı yetki belgesi olmayan kuruluşlar tarafından sunulamaz. Çünkü sayılan fonlar dışında bir sermaye piyasası aracı tavsiye edilmektedir. Halbuki müşterinin yalnızca risk ve getiri tercihleri dikkate alınmıştır; bu nedenle tavsiye kişisel değildir, dolayısıyla niteliği genel tavsiyedir. O halde, genel tavsiye olarak değerlendirilmesi gereken bir önerinin sunulması için niçin yatırım danışmanlığı yetki belgesi aranmaktadır? Ayrıca risk ve getiri tercihinine göre sunulan yatırım fonu tavsiyeleri genel tavsiye niteliğinde olsalar idi, yatırım fonları için genel tavsiye sunulmasının *zaten mümkün olduğuna* dair C.5. başlığındaki açıklama anlamsız olurdu.
- **Hipotez (2):** Rehber’e göre risk ve getiri tercihlerine göre sunulan tavsiyeler kişiseldir.
 - **Gerekçe:** Rehber’in C.2. ve C.3. başlıklı ilkeleri birlikte ele alınmalıdır. Esasen, risk ve getiri tercihi tavsiyenin kişisel olması için yeterlidir; fakat yalnızca sayılan fonlara ilişkin kişisel tavsiyelerin yatırım danışmanlığı kapsamında sayılmayacağına ilişkin bir istisna getirilmiştir. Zira söz konusu fonlar dışında, ortaklık payı gibi bir sermaye piyasası aracı standart dağılım tavsiyeleri ancak yatırım danışmanlığı yetki belgesi olan kuruluşlarca sunulabilir.
 - **Eleştiri:** Eğer risk ve getiri tercihinine göre sunulan tavsiyeler kişisel olsa idi,
 - C.2. başlıklı ilkedeki, standart dağılım tavsiyelerin yatırım danışmanlığı yetki belgesi olmayan kuruluşlarca sunulması için aranan “*müşterinin bireysel özellikleri ve durumu dikkate alınarak, tavsiyelerin kişiye özel hale getirilmemesi*” şartı ile

- E.1. başlıklı ilkedeki, risk grubu sınıflandırmasına göre genel tavsiye sunulabilmesi için aranan “*sadece o müşterinin durumuna özel olmaması*” şartı anlamsız olurdu.
 - Üstelik, bu şartların yalnızca, Rehber’de sunulan standart tavsiye örneğine (*Sizin risk sınıfınızda yer alan müşterilerimizin yatırımlarını %40 oranında yatırım fonlarına yönlendirmelerini öneririz*) ilişkin olduğu da söylenemez. Zira söz konusu tavsiye jenerik niteliklidir. Kişisel hale getirilse dahi zaten ne genel tavsiye sunulması ne de yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilir.
- **Hipotez (3)**: Risk ve getiri tercihlerine göre sunulan, yatırım fonu tavsiyeleri kişisel, diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin tavsiyeler kişisel değildir.
 - **Gerekçe**: C.5. başlıklı ilkeye göre, “*Tüm sermaye piyasası araçları için geçerli olduğu gibi, yatırım fonları için de yatırım danışmanlığı yetki belgesi olmayan yatırım kuruluşları tarafından genel nitelikli ve yönlendirici tavsiyelerin müşterilere sunulması ‘genel yatırım tavsiyesi’ başlığı altında zaten mümkün olup, buna ilişkin Yatırım Hizmetleri Tebliği’nde belirlenen esaslara uyulması gerekmektedir*”. Buna göre, yatırımcıların risk gruplarına göre belirlenen ve sayılan fonları içeren standart dağılım tavsiyeleri kişisel tavsiye niteliğindedir. Çünkü bunlar genel tavsiye olsalar idi yatırım fonları için genel tavsiye sunulmasının *zaten mümkün olduğuna* dair açıklama anlamsız olurdu.
 - **Eleştiri**: Tavsiyenin kişisel olup olmaması sunulan aracın niteliği ile ilgili değildir. Belirli fonlara ilişkin tavsiyelerin kişisel olması için başka, ortaklık paylarına ilişkin tavsiyelerin kişisel olması için başka ölçüt kullanılmasının hiçbir makul izahı bulunmamaktadır. Kaldı ki, tavsiyenin kişiselliğine ilişkin ölçütler, sunulan sermaye piyasası aracının niteliğine göre belirlenecek olsaydı dahi; yatırım fonu tavsiyelerinin kişisel olması için aranan ölçütlerin, diğer sermaye piyasası araçları bakımından aranan ölçütlerden daha ağır olmaları beklenirdi. Zira yatırım fonlarının, çoğunlukla karmaşık olmayan ürün grubunda yer aldıkları ve bunlara ilişkin istisna hükümleri düşünülürse, yatırım danışmanlığı kapsamında uzaklaştırılmaları beklenirdi. Ayrıca (1) ve (2) numaralı hipotezlere ilişkin eleştiriler burada da geçerlidir.

- **Hipotez (4):** Risk ve getiri tercihlerine göre sunulan, yatırım fonu tavsiyeleri kişisel değil, diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin tavsiyeler kişiseldir.
 - **Gerekçe:** (2) numaralı hipotezden başka, bu hipotez de yatırımcıların risk gruplarına göre belirlenen standart dağılım tavsiyelerinde, ortaklık payı önerilerine izin verilmezken, sayılan fonlara ilişkin önerilere niçin izin verildiğini açıklar. Zira hipotez kapsamında, yatırımcıların risk gruplarına göre belirlenen ve ortaklık payı içeren standart dağılım tavsiyesi kişisel, sayılan fonları içeren standart dağılım tavsiyesi ise genel tavsiye niteliğinde olacaktır. Dolayısıyla, sayılan fonlara ilişkin tavsiyeler için yatırım danışmanlığı yetki belgesi aranmaması doğaldır.
 - **Eleştiri:** Yukarıda da belirttiğimiz üzere tavsiyenin kişisel olup olmaması sunulan aracın niteliği ile ilgili değildir. Böyle bir ayırımın hiçbir makul izahı bulunmamaktadır. Ayrıca risk ve getiri tercihine göre sunulan yatırım fonu tavsiyeleri genel tavsiye olsalar idi yatırım fonları için genel tavsiye sunulmasının zaten mümkün olduğuna dair C.5. başlığındaki açıklama anlamsız olurdu.

bb. SPL'nin Yorumu

SPL, Rehber'in C.1. başlığındaki ilkeye³²⁰ ilişkin olarak şöyle bir not paylaşmıştır: *“Burada dikkat edilmesi gereken husus, söz konusu raporların müşterilerle birebir paylaşılması için (yüz yüze veya telefonda sözlü olarak paylaşılması olarak anlaşılmalıdır³²¹) o müşterilere uygunluk testinin yapılmış olması zorunluluğudur. Diğer bir deyişle genel yatırım tavsiyesinde bulunabilecek olan medya hizmet sağlayıcıları veya süreli yayın yapanların bu raporları müşterilerle bire bir paylaşması mümkün değildir”³²².*

Bu açıklama, Rehber'in yazım dilinin özensiz olduğunu göstermesinin yanı sıra, kendi içinde tutarlı da değildir³²³.

³²⁰ i-SPK.37.1 Rehberi, “E. Genel Yatırım Tavsiyeleri / 1. Yatırım danışmanlığı kapsamında olmayan, genel yatırım tavsiyesi niteliğinde olan hizmetler”.

³²¹ Mobil uygulama, e-posta gibi elektronik yolla paylaşım vasıtalarının niçin göz ardı edildiği anlaşılammaktadır.

³²² **SPL**, *Lisans Sınavları Çalışma Notları – Yatırım Kuruluşları*, Ders Kodu: 1005, 31.12.2023, https://spl.com.tr/wp-content/uploads/2024/01/1005_MKT_31122023_202401171500-002.pdf, (E.T. 15.06.2024), s. 40 dn. 16.

³²³

Birinci olarak, ilkenin yazım dili ve sistematığı, genel tavsiye sunulması olarak nitelendirilebilecek hizmetlerin kapsamını ve tanımını belirlemeye yöneliktir. Bu bakış açısıyla, *müşterinin risk ve getiri tercihleri dikkate alınsa dahi*, hizmetin genel tavsiye sunulması olarak nitelendirileceği anlaşılmaktadır. Halbuki SPL'nin çıkarımı, ilke kapsamında ön tanımlı biçimde genel tavsiye olarak kabul edilen unsurların, müşteri ile birebir paylaşılmasının, risk ve getiri tercihlerinin dikkate alınması şartına bağlı olduğudur. Kurul'un amacı SPL ile aynı yönde olsa dahi ilkenin lafzı bu yönde değildir.

İkinci olarak, SPL'nin yorumu kendi içinde tutarsız görünmektedir. Rehber'in C.2. başlıklı ilkesi de aynı dille kaleme alınmıştır. Bu ilke SPL'nin bakış açısıyla okunduğunda şu sonuca varılacaktır: Standart dağılım tavsiyelerinin müşteriyle paylaşılması, uygunluk testi yapılarak risk ve getiri tercihlerinin dikkate alınması şartına bağlıdır. Bu sonuç çerçevesinde, Rehber'in E.1. başlığındaki ilkede bahsedilen, *“raporda tavsiye edilen sermaye piyasası araçları”* ne olabilir? Bahsedilen araçlar yatırım fonları ise III.39.1 Tebliği m. 33/2 kapsamında bunlara ilişkin tavsiyeler için uygunluk testi yapılması zaten zorunlu değildir. Bahsedilen araçlar yatırım fonları dışındakiler ise C.3. başlıklı ilkeye uyarınca bunların standart dağılım tavsiyeleri içinde sunulmasına niçin izin verilmemektedir?

Ayrıca, SPL, yine aynı dille kaleme alınmış başka bir ilke kapsamında, farklı bir yorum tarzını benimsemektedir. Rehber'in *“A. Yatırım Fonlarının Yatırım Danışmanlığı Faaliyetinden İstisna Tutulması”* başlığı altındaki açıklamaya ilişkin olarak *“... bahsi geçen sermaye piyasası araçlarına (istisna kapsamındaki yatırım fonlarına) ilişkin yorum ve tavsiyeler yönlendirici nitelikte olsa ve belirli bir grubun ya da kişinin ihtiyaçlarını da karşılama yatırım danışmanlığı kapsamında çıkarılmıştır”* yorumuna yer vermektedir³²⁴.

Üçüncü olarak, E.1. başlıklı ilkenin uygunluk testi zorunluluğu getirdiği kabul edilse dahi uygunluk testinde de risk ve getiri tercihleri sorulmaktadır. Kanaatimizce, SPL'nin açıklaması her hâlde, yukarıda sıraladığımız çelişkileri gidermeye elverişli değildir.

³²⁴ Bkz. SPL, 1005 Yatırım Kuruluşları, s. 25.

c. Görüşümüz

Kanaatimizce yukarıdaki ilkelerin objektif biçimde bir arada değerlendirilmesi ile varılabilecek makul sonuç, *müşterinin kişisel durumu dikkate alınmış olan (yani kişisel) standart dağılım tavsiyeleri içinde dahi*, sayılan fonlara yer verilebileceği, böyle tavsiyelerin yatırım danışmanlığı kapsamında bulunmadığıdır.

Gereçlerimize değinmek gerekirse, ilk olarak, bu yorum tarzı benimsenmediğinde, Rehber, ne şekilde okunursa okunsun çelişkili bir hâle gelmektedir. Halbuki, Rehber'deki ilkeler yukarıda açıklanan görüşümüz çerçevesinde değerlendirildiğinde çelişkiler neredeyse ortadan kalkmaktadır. İkinci olarak, Rehber'in sistematığı de bu yorumu desteklemektedir, nitekim C.2. ile C.3 başlıklı ilkeler aynı genel başlık altında sırayla kaleme alınmıştır. Rehber'in C.5. başlığındaki³²⁵, yatırım fonları için de tüm sermaye piyasası araçlarında olduğu gibi genel tavsiye sunulması imkânının *zaten mümkün olduğuna* ilişkin ayrık ilke de ancak bu çerçevede bir anlam kazanmaktadır.

Sonuç olarak, kanımızca, tavsiyenin kişisel nitelik kazanması bakımından, müşterinin salt risk ve getiri tercihlerinin dikkate alınması, Rehber kapsamında yeterli görülmemektedir.

2. Müşterinin Mali Durumuna İlişkin Olarak

Risk ve getiri tercihlerinin tavsiyenin kişiselliği için de lege lata yeterli olmadığı anlaşılmıştır. O halde, tavsiyenin kişisel olması için başka hangi bilgilere ihtiyaç duyulmaktadır?

Öncelikle III.37.1 Tebliği m. 45/1, müşterinin mali durumuna ilişkin bilgilerin dikkate alınabileceğini işaret etmektedir. Bunun yanında, yerindelik testinin asgari içeriği de dikkate alınabilir³²⁶. Tebliğ'in 40/2 hükmü kapsamında yerindelik testinin, III.39.1 Tebliği m. 39/3

³²⁵ i-SPK.37.1 Rehberi, "C. Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi Olmayan Yatırım Kuruluşlarının Yatırım Fonlarıyla İlgili Sunabilecekleri Diğer Hizmetler: 5. Yatırım fonlarıyla ilgili olarak genel yatırım tavsiyesi veya finansal bilgi kapsamında sunulabilecek tavsiye ve bilgiler".

³²⁶ Kuşkusuz, tavsiyenin kişisel olarak nitelendirilmesi için yerindelik testinde bulunan tüm bilgilerin yatırımcıya sorulması gerekmez, hatta beklenemez. Zira yerindelik testi yapılması, yatırım danışmanlığı nitelemesinin bir sonucudur. Tavsiyenin kişisel olup olmadığının, yerindelik testinin içeriğine veya fiilen yapılıp yapılmadığına göre belirlenmesi, faaliyetin sonucunu ön şartı haline getirir. Bu da döngüsel nedensellik doğurur Aynı yönde MADEL, s. 89. Yerindelik testi uygulanmasının, tavsiyenin kişisel olarak nitelendirilmesi bağlamında kurucu unsur teşkil etmediği hakkında ayrıca bkz. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 129.

kapsamındaki uygunluk testinden tek farkı, yatırımcının mali durumuna ilişkin bilgilerin toplanmasıdır. Dolayısıyla, tavsiyenin yerinde olması için ayırt edici kriter, Tebliğ'e göre müşterinin mali durumun dikkate alınmasıdır. Tavsiyenin yerindeliği için dahi bu derecede önemli bilgiler, kişisel olup olmadığı bakımından da evleviyetle nazara alınabilir.

Öte yandan, i-SPK.37.1 Rehberi kapsamında varılabilecek sonuç, tavsiyenin kişiselliği bakımından risk ve getiri tercihlerinin yeterli olmadığından ibarettir. Dolayısıyla mali duruma ilişkin veya başka bilgilerin gerekli ya da yeterli olup olmadığı belirsizdir. Örneğin, müşterinin yalnızca mali durumu dikkate alınarak sunulan bir tavsiye kişisel midir? Müşterinin yaşı ile risk ve getiri tercihleri değerlendirilerek sunulan bir tavsiye kişisel midir? Müşterinin mali durumu ile yaşı değerlendirilerek sunulan bir tavsiye kişisel midir? Bu sorulara SPK düzenlemeleri çerçevesinde cevap bulunamamaktadır.

Yukarıda özetlenen tüm çelişkilerin ve açıklanamayan hâllerin temel sebebi, SPK'nın uygunluk testi içeriğini hatalı biçimde öngörmüş olmasıdır. III.39.1 Tebliği m. 39/1'de, Avrupa Birliği düzenlemeleriyle de uyumlu biçimde (bkz. MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 56/1), uygunluk testi ile yatırımcının ilgili riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığının tespit edileceği belirtilmiştir. Buna karşın, aynı maddenin üçüncü fıkrası ile uygunluk testinin asgari içerisinde, yatırımcının bilgi ve tecrübesinin yanında, yatırım hedeflerine (yatırım süresi ile risk ve getiri tercihlerine) de yer verileceği öngörülmüştür. Öğretide bu çelişkinin özensizlikten kaynaklandığını ve SPK'nın uygunluk ile yerindelik testlerinin işlevlerini yanlış anladığı, isabetli olarak öne sürülmektedir³²⁷. Yatırım kuruluşları tarafından müşterilere birebir genel tavsiye sunulması halinde dahi uygunluk testi yapılması zorunluluğu, uygunluk testinin içeriğinde ise risk ve getiri

Öte yandan, yerindelik testinde talep edilen bilgilerin tamamı müşteriden alınmış ise söz konusu tavsiye artık kişisel niteliklidir. Zira yukarıda da belirtildiği üzere, tavsiyenin kişisel olması, yerindelik yükümlülüğünün doğması için bir ön şarttır; yerindelik yükümlülüğü tavsiyenin kişisel olmasının sonuçlarından biridir. Yerindelik testi yapılarak, yatırımcı için yerinde olan tavsiyelerin tespit edilebiliyor olması, bu test ile toplanan bilgilerin, müşterinin kişisel durumunu da yeterli seviyede yansıttığını göstermektedir. Öyleyse yerindelik testi, tavsiyenin kişisel olması bağlamında, yatırımcının kişisel durumunun dikkate alınmış olması için gerekli değildir, fakat evleviyetle yeterlidir.

³²⁷ “Tebliğ'deki düzenleme uyarınca müşteriye neredeyse yerindelik testi ile özdeş uygunluk testi uygulanmasına ve müşterinin risk-getiri tercihleri öğrenilmiş olmasına rağmen Rehber'de bunun kişiselleştirilme anlamına gelmeyeceğinin duyurulmuş olması ise çelişki yaratmaktadır”. Bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 47.

tercihlerinin yer alması, i-SPK.37.1 Rehberi'nin hazırlanırken pek de özenli davranılmaması hatalar zincirine yol açmıştır.

O hâlde cevaplar, yatırım danışmanlığı faaliyetinin niteliği ve ratio legis'i çerçevesinde aranmalıdır. Bu çerçevede aşağıda de lege lata çözüm ve de lege ferenda düzenleme önerilerine yer vereceğiz

3. De Lege Lata Değerlendirmelerimiz

Rehber, risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak müşteriye sunulan tavsiyelerin genel tavsiye olarak nitelendirilmesi sonucunu doğurmaktadır. Uygunluk testinin asgari içeriği ve Rehber'deki ilkeler yeniden düzenlenmelidir. De lege lata ise Rehber'in yarattığı *risk ve getiri tercihlerinin tavsiyenin kişiselliği için yeterli olmadığı* yönündeki sonucun olabildiğince dar yorumlanması düşünülebilir. Fakat bu yorum çerçevesinde Rehber'in yarattığı isabetsiz sonuçlar büyüyecektir. Örneğin risk ve getiri tercihlerine göre sunulan tavsiyeler genel, müşterinin salt yaşına göre sunulanlar kişisel tavsiye olarak değerlendirilecektir. *“İstisnaların da kendi dar amaçları kapsamında geniş yorumlanabileceği”*³²⁸ unutulmamalı ve menfaatler dengesinin korunması için tutarlı bir yorum yapılmalıdır. Bu çerçevede, mantık silsilemiz ve de lege lata vardığımız sonuç şu şekildedir:

Bir tavsiyenin kişiye özel olması için bu müşterinin istek ve ihtiyaçlarının göz önünde bulundurulması gerekir. Müşterinin istek ve ihtiyaçlarıyla en yakın ilişkili bilgi grubu risk faktörü kapsamında olanlardır. Esasen risk faktörünün en az üç yüzü vardır: Risk iştahı, risk kapasitesi ve risk algısı. Müşterinin istek ve beklentilerini doğrudan doğruya yansıtabilecek bilgi grupları risk iştahı (örneğin risk ve getiri tercihleri) ve risk kapasitesine (örneğin gelir düzeyi) ilişkin olanlardır. Risk algısı, risk iştahı ile risk kapasitesinin uyumlu olup olmadığını değerlendirme yetisi ve bu bağlamda risk gerçekleştiğinde ortaya çıkabilecek davranış biçimine ilişkindir. Dolayısıyla müşterinin yatırımdan beklentileri ile ancak dolaylı bir ilişkisi söz konusudur.

Risk algısına ilişkin bilgiler tavsiyenin kişisel olması için tek başına yeterli görülmemelidir. Zira müşterinin istek ve ihtiyaçlarını doğrudan ilgilendiren risk iştahına

³²⁸ YONGALIK, s. 12.

ilişkin bilgiler dahi yeterli görülmemekte ise risk algısına ilişkin bilgiler için bu sonuç evleviyetle geçerlidir. Risk kapasitesine ilişkin bilgiler de tavsiyenin kişisel olması için tek başına yeterli görülmemelidir. Zira risk kapasitesine ilişkin bilgiler de risk iştahına ilişkin bilgiler gibi müşterinin istek ve ihtiyaçları ile doğrudan ilişkilidir. Risk iştahı, kapasitesi ve algısına yönelik bilgi gruplardan herhangi ikisine ait bilgilerin dikkate alınmış olması tavsiyenin kişisel olması için gerekli ve yeterlidir. Zira Rehber yalnızca risk ve getiri tercihlerinin, yani risk iştahının yeterli olmadığını açıkça düzenlemekte olup, gerekli olduğuna dair bir düzenleme içermemektedir. Örneğin müşterinin mali durumu ile risk ve getiri tercihleri (risk kapasitesi ile risk iştahı), mali durumu ile yaşı dikkate (risk kapasitesi ile risk algısı) ya da risk ve getiri tercihleri ile yaşı (risk iştahı ile risk algısı) dikkate alınarak sunulan tavsiyeler, kanaatimizce, de lege lata kişisel niteliklidir.

4. De Lege Ferenda Düzenleme Önerilerimiz

Müşterinin hiçbir kişisel bilgisi dikkate alınmadan, kamuya yönelik olarak sunulan tavsiyeler ile müşterinin herhangi bir kişisel bilgisine binaen sunulan tavsiyeler aynı etkiyi yaratmamaktadır. Yatırım ufku, hatta yaş veya medeni hâl gibi yatırımla doğrudan doğruya ilgisi bulunmayan bilgilerin toplanmış olması halinde dahi durum ayındır. Çünkü tavsiye sunan teşebbüs, müşterinin objektif veya subjektif, herhangi bir kişisel bilgisini topladığı vakit, müşteri üzerinde tavsiyenin kişiselleştirildiğine dair bir güven yaratmaktadır.

Eğer tavsiyenin kişisel olması için aranan ölçütler ağırlaştırılır ve genel tavsiyelerin uygulama alanı genişletilir ise yukarıda özetlenen sorunlar genel tavsiyeler kapsamında da gündeme gelecektir. Bu da genel tavsiyeler üzerindeki idari denetimin artırılması gerekliliğini doğuracaktır. Bu durum hem yatırım danışmanlığı hem genel tavsiye sunulması faaliyetlerinin en baştan tasarlanmasını gerektirecek, idari otoritelerin iş yükünü artıracak ve genel tavsiye sunulması faaliyetinin zamanla yatırım danışmanlığına yaklaşması ile sonuçlanacaktır.

Öte yandan, eğer tavsiyenin kişisel olması için gerekli ölçütler asgari seviyede aranır ve yatırımcının danışmanlığının uygulama alanı çok geniş tutulur ise bu defa hem FinTek sektörü hem de müşteriler bundan olumsuz etkilenecektir. Müşterinin korunmasına yönelik aşırı bir yaklaşım, yatırım danışmanlığı hizmetine erişimi zorlaştıracak ve uygulamanın ihtiyaçlarına cevap vermeyecektir. Şu var ki, bu sorunun çözümü çok daha basittir. Yatırım

danışmanlığının uygulama alanı baştan *kural olarak* geniş tutulduktan sonra, menfaatler dengesini gözeten bir muafiyet hükmü ile bu problem aşılabılır. Nitekim böyle bir muafiyet hali hem Avrupa Birliği hem de Türk hukuku çerçevesinde özellikle yatırım fonları ekseninde düzenlenmiş durumdadır.

O halde, de lege ferenda, müşteriye ilişkin herhangi bir bilginin dikkate alınması tavsiyenin kişisel olması ve yatırım danışmanlığının doğması için yeterli görülmeli, ardından menfaatler dengesini gözeten uygun bir istisna hükmüne yer verilmelidir³²⁹.

5. Yatırım Fonlarına İlişkin Muafiyet

2014 yılında hazırlanan i-SPK.37.1 Rehberi kapsamında, yatırım fonlarına ilişkin bazı tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamından muaf tutulmuştur. 2022 yılına gelindiğinde, Rehber'deki muafiyet birtakım değişiklikler ile III.37.1 Tebliği m. 45'in beşinci ile altıncı fıkralarına işlenmiştir.

Benzer muafiyet halleri Avrupa Birliği Hukukunda da bulunmaktadır. III.37.1 Tebliği'ndeki muafiyet hükümlerinin, Avrupa Birliği düzenlemeleri ile karşılaştırmalı biçimde ve tarihsel süreç de dikkate alınarak değerlendirilmesi faydalı olur.

a. Avrupa Birliği ve Alman Hukukundaki Durum

Hem MiFID hem de MiFID II m. 3/1 hükümlerinde, ihtiyari muafiyetlere ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır. Bu hükümlere göre:

“Üye devletler, ana üye devleti (home member state) oldukları kişilere bu Yönerge'yi uygulamamayı tercih edebilirler, yeter ki bu kişilerin faaliyetleri ulusal düzeyde yetkilendirilmiş ve düzenlenmiş olsun ve bu kişilere:

- (a) Müşterilerin fonlarını veya menkul kıymetlerini kontrol etmeye ve bu sebeple hiçbir zaman kendilerini müşterilerine borçlandırmalarına izin verilmemiş;*
- (b) devredilebilir menkul kıymetler ve kolektif yatırım kuruluşlarındaki katılma paylarına ilişkin emirlerin alınması ve iletilmesi ve/veya bu tür finansal araçlarla*

³²⁹ Bkz. aşağıda İkinci Bölüm, §1. V.B., Alternatif Ölçüt: Tavsiyenin Yatırımcı için Yerinde Olarak Sunulması.

ilgili olarak yatırım tavsiyesi verilmesi dışında herhangi bir yatırım hizmeti sunmalarına izin verilmemiş

... olsun". Maddenin 2'nci fıkrasında ise muafiyet kapsamındaki kişilere kıyasen ve asgari olarak uygulanması gereken hükümler belirtilmiştir.

Söz konusu ihtiyari muafiyet hâlinin ardında, muafiyet kapsamındaki hizmetlerin karşı taraf riski (counterparty risk) oluşturmadığı düşüncesi yatmaktadır³³⁰. Teşebbüsün, tavsiye sunma ve emir iletim aracılığı dışında faaliyette bulunmasına izin verilmemesi, dolayısıyla müşterinin fonlarını kontrol etmesinin ve özellikle müşteriye borçlanmasının önüne geçilmesi halinde, karşı taraf riskinin doğmayacağı düşünülmektedir.

Maddede yatırım fonu katılma paylarının özel olarak belirtilme sebebi ise kanaatimizce bu araçların niteliği ile ilgilidir. Bazı finansal araçlar nitelikleri ve riskleri itibariyle yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir değilken, bazıları ise yatırımcı için daha basit, göreceli olarak daha az riskli ve anlaşılabilir bir yapıya sahiptir. Bu çerçevede, karmaşık (complex) ve karmaşık olmayan (non-complex) finansal ürünler arasında ayırım yapılmaktadır. Yatırım fonları, MiFID II kapsamında da karmaşık olmayan ürün şeklinde sınıflandırılmaktadır³³¹. Yatırım fonu katılma payları gibi karmaşık olmayan finansal ürünlere ilişkin yatırım tavsiyesi sunulmasının, yatırım danışmanlığının tüm hükümlerine tabi olması gerekli görülmemiştir.

MiFID II m. 3/1'deki muafiyetin ulusal hukuk düzeyindeki bir örneği Alman Bankacılık Kanunu KWG (Kreditwesengesetz) §2/(6) hükmünün 8 numaralı bendinde yer almaktadır. KWG §1/(1a) hükmüne göre, kredi kuruluşları hariç olmak üzere, ticari olarak finansal hizmet sağlayan teşebbüsler finansal hizmet kuruluşu olarak değerlendirilmektedir. Aynı madde kapsamında yatırım tavsiyesi sunulması da bir finansal hizmet olarak nitelendirildiğinden, yatırım danışmanlığı sunan teşebbüsler de birer finansal hizmet kuruluşudur. KWG §2/(6)-8'de ise özetle, bir teşebbüsün,

³³⁰ LEHMANN / KUMPAN, s. 21 para. 5.

³³¹ MiFID II'de karmaşık ve karmaşık olmayan finansal ürün ayrımı, müşterinin tanınmasına ilişkin olarak uygunluk testi bağlamında ele alınmıştır. MiFID II m. 25/4'te yer alan hükme göre üye devletlere, belirli şartlar altında, "para piyasası araçları", "bonolar veya düzenlenmiş piyasalarda işlem gören borçlanma araçları", "yatırım fonu katılma payları" ve "diğer karmaşık olmayan ürünler" bakımından uygunluk testinin uygulanmamasına ilişkin yetki tanınmıştır. MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 57'de de karmaşık olmayan finansal ürünlere ilişkin ölçütler belirlenmiştir.

- (i) Maddede sayılan kuruluşlardan biri olup,
- (ii) Yatırım tavsiyesi sunulması ile sınırlı finansal hizmet sağladığı,
- (iii) Yatırım tavsiyelerinin kapsamının yatırım fonu katılma payları ile sınırlılığı olduğu³³² ve
- (iv) Finansal hizmet sunulması kapsamında müşteri fonlarına malik veya zilyet olmaya yetkilendirilmemiş olduğu sürece

finansal hizmet kuruluşu olarak değerlendirilmeyeceği düzenlenmiştir³³³.

KWG'de yatırım danışmanlarına ilişkin olarak düzenlenen başka bir muafiyet halini ise §2/(8) oluşturmaktadır. Özetle,

- (i) Finansal hizmet sunulması kapsamında müşteri fonlarına malik veya zilyet olmaya yetkilendirilmemiş,
- (ii) Finansal araçların kendi hesabından alım satımını yapmayan

yatırım danışmanları, finansal hizmetlerin sunulmasına ilişkin esaslara dair KWG'deki birçok hükümden muaf tutulmaktadır.

b. i-SPK.37.1 Rehberi Kapsamında Alınan Ülke Kararı

SPK'nın 2014 yılında i-SPK.37.1 Rehberi kapsamında aldığı ilke kararı şu şekildedir: *“Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nda işlem gören yatırım fonları ile para piyasası fonları (likit fonlar) ve kısa vadeli tahvil ve bono fonlarının³³⁴ ilgili olarak müşterilerin risk ve getiri tercihlerine göre verilen yönlendirici nitelikteki tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir”³³⁵.*

³³² Yatırım fonları Alman, Avrupa Birliği ve belirli şartlar altında üçüncü ülke fonları olabilir. Maddede muafiyetin kapsamı bakımından yatırım fonlarının yanı sıra, MiFID II'ye uygun olarak yatırım ortaklığı paylarına, ayrıca Vermögensanlagengesetz §1/(2)'de sayılan araçlara da yer verilmiştir.

³³³ Meğerki söz konusu teşebbüs, kendi başvurusuna binaen KWG §32/(1) çerçevesinde, finansal hizmet kuruluşu olarak uygun biçimde ayrıca yetkilendirilmiş olsun. Önemle belirtmek gerekir ki “serbest fon” (*Hedgefond* / hedge fund) katılma payları muafiyetin dışında tutulmuştur.

³³⁴ Bu ifade “fonlarıyla” şeklinde olmalıydı. Aynı yönde **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 125 dn. 474.

³³⁵ i-SPK.37.1 Rehberi, “A. Yatırım Fonlarının Yatırım Danışmanlığı Faaliyetinden İstisna Tutulması”.

Rehber bağlamında ortaya atılan eleştiriler, III-37.1 Tebliği bakımından da büyük oranda geçerlidir. Zira emeklilik yatırım fonlarının muafiyet kapsamına dahil edilmesi haricinde iki düzenleme hemen hemen aynıdır. Bu kapsamda hem Rehber'deki düzenlemenin hem de buna ilişkin eleştirilerin değerlendirilmesi faydalı olur.

Muafiyetin (TEFAS'ta işlem görmeyenler dahil olmak üzere) herhangi bir para piyasası veya kısa vadeli tahvil ve bono fonuna ilişkin tavsiyeler ile diğer yatırım fonları arasından TEFAS'ta işlem görenlere ilişkin tavsiyeleri kapsadığı anlaşılmaktadır³³⁶. Lâkin söz konusu muafiyetin gerekçesi Rehber'de belirtilmemiş, SPK'nın genel mektup ve duyurularında da tespit edilmemiştir³³⁷.

Muafiyetin genel şartı olarak TEFAS'ta işlem görme ölçütü isabetli görünmektedir. Zira bir fonun TEFAS'ta işlem görmesi müşteriler açısından şeffaflığı ve anlaşılabilirliği artırmaktadır. Müşteriler açısından TEFAS'ta işlem görmeyen platformlar hakkında şeffaf ve güvenilir bilgi edinmek göreceli olarak daha güçtür³³⁸. Bu noktada likit fonlar ile kısa vadeli borçlanma araçları fonlarına ilişkin tavsiyeler bakımından niçin TEFAS'ta işlem görme şartının aranmadığı sorusu akla gelebilir. Bu ayırmada, söz konusu fonların diğer fon türlerine göre daha basit bir yapıya sahip olmaları ile özellikle para piyasası araçlarına yakın özellik göstermelerinin etkili olduğu düşünülebilir³³⁹. Kanımızca, muafiyet kapsamında yer verilecek araçlar belirlenirken karmaşık – karmaşık olmayan araç ayrımı da dikkate

³³⁶ Aynı yönde TUĞ, s. 29. Hem likit fonlar hem de kısa vadeli borçlanma araçları fonları, III.52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğ kapsamında yatırım fonu türleridir. SPK Yatırım Fonları Rehberi'nin 6.8. numaralı paragrafına göre kural olarak tüm yatırım fonları bakımından TEFAS'ta işlem görme zorunluluğu getirilmiş; likit fonlar ile kısa vadeli borçlanma araçları fonları için istisna tanınmıştır. Ayrıca kısa vadeli kira sertifikaları katılım fonları ile serbest fonlar da ancak kurucunun talebi halinde Platform'da işlem görmektedir. Bununla yanında “*özel fon, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, garantili fon ve koruma amaçlı fonların katılma payları*” Rehber'e göre TEFAS'ta işlem görmeyecektir (Bkz. **SPK, Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber**, <https://spk.gov.tr/data/61e4a3a01b41c60d1404d7d2/Yat%C4%B1r%C4%B1m%20Fonlar%C4%B1na%20C4%B0li%C5%9Fkin%20Rehber> 16.02.2024 WEB sonhali.pdf, E.T. 23.02.2024).

³³⁷ Ayrıca bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 126.

³³⁸ Kaldı ki özel fon, serbest fon gibi TEFAS'ta işlem görmeyen ya da görmesi zorunlu olmayan bazı fon türleri karmaşık ürün olarak da nitelendirilebilmektedir. Örneğin KWG kapsamında serbest fonlara ilişkin hiçbir tavsiye muafiyetten yararlanamamaktadır.

³³⁹ YILDIZ, tüm fon tiplerine değil de yalnızca para piyasası araçlarını temel almış fonlara yer verilmesinin, bu fonların katılma paylarının para piyasası araçlarına yakın özellikler taşımasından kaynaklandığını öne sürmektedir. Yazar hem sermaye hem para piyasası araçlarının özelliklerini gösteren böyle karma araçların, Avrupa Komisyonu tarafından yatırım tavsiyesi hükmünde sayıldığına işaret etmekte; muafiyet sınırlarının isabetli olmadığını savunmaktadır. Bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 126. Yukarıda açıklandığı üzere, kanaatimizce muafiyet kapsamında yalnızca para piyasası araçlarını temel alan fonlar sayılmış değildir.

alınmıştır. Nitekim MiFID II kapsamında yatırım fonu katılma payları, para piyasası araçları ve kısa vadeli borçlanma araçlarının karmaşık olmayan araç şeklinde nitelendirildiği ve benzer muafiyet hükümlerine yer verildiğini yukarıda açıklamıştık.

Öğretide, muafiyetin ilke kararı ile düzenlenmiş olması bakımından normlar hiyerarşisine aykırı olduğu ve mehz Avrupa Birliği düzenlemeleri ile uyumsuz olduğu yönünde eleştiriler mevcuttur³⁴⁰. Ayrıca muafiyet kapsamındaki tavsiyelerin “kişisel” olmaları sebebiyle genel tavsiye olarak da değerlendirilemeyeceği; ne genel tavsiye ne de yatırım tavsiyesi olarak nitelendirilen bu tavsiyelerin sunulmasına, yatırım danışmanlığı hükümlerinin uygulanmasının “anlaşılması zor” olduğunu belirtilmektedir³⁴¹.

Söz konusu eleştiriler, normlar hiyerarşisine ilişkin olanlar hariç³⁴², kanaatimizce pek yerinde değildir. Çünkü, özellikle karmaşık olmayan yatırım ürünlerine ilişkin muafiyet rejimleri makul gerekçelerle açıklanabilir. Hatta yatırım danışmanlığı kapsamının geniş tutulduğu sistemlerde muafiyet hükümleri gereklidir. Muafiyet gerekliliği, FinTek’ler açısından ele alındığında daha iyi anlaşılmaktadır. Nitekim hem mehz hem güncel Avrupa Birliği düzenlemelerinde de benzer muafiyet hükümleri yer almaktadır. Özellikle yatırımcının haiz olduğu araçları saklama veya yönetme yetkisi bulunmayan, salt yatırım tavsiyesi sunan, üstelik bu tavsiyeleri de karmaşık olmayan yatırım ürünleri ile sınırlandıran FinTek’ler, SPK faaliyetleri bakımından öngörülen ağır yeterlilik ölçütlerine tabi tutulmamalıdır. Aksi durumda hem FinTek ekosisteminin hem de bu sistemin artık ayrılmaz bir parçası olduğu sermaye piyasasının gelişmesine engel olunur.

Bunlara ek olarak, muafiyet kapsamındaki tavsiyelere yatırım danışmanlığı hükümlerinin uygulanmasını da anlaşılması zor bulmamaktayız. Zira yatırım tavsiyelerinin hangi kuruluşlar tarafından sunulabileceği başka hangi esaslara göre sunulması gerektiği

³⁴⁰ Bkz. **YILDIZ**, *op. cit.*; **TUĞ**, s. 30-31.

³⁴¹ **TUĞ**, s. 29.

³⁴² Şu da var ki, normlar hiyerarşisine aykırılık bakımından, SerPKn m. 128/2 bağlamında, ilke kararlarının niteliği ile ilke kararları ve tebliğler arasındaki ilişki aslında tartışılabilir. SerPKn 128/2 hükmü, lafzen, düzenleyici idari işlem olarak yönetmelik ve tebliğleri işaret etmiş; bu işlemler ile kararları farklı sınıflar olarak ele almıştır. Öte yandan, ilke kararlarının da genellikle düzenleyici idari işlem olarak ele alındığı görülmektedir: **ADIGÜZEL**, s. 11; **MEMİŞ / TURAN**, s. 33-34. Aynı hüküm uyarınca yönetmelik ve tebliğlerin Resmi Gazete’de yayımlanması gerekirken, kararlar için böyle bir zorunluluk bulunmamaktadır. Esasen yönetmelik ve tebliğler ile kararlar arasındaki hiyerarşik ilişki SerPKn’de net bir biçimde ortaya konulmuş değildir. Her halde SerPKn’ye istinaden çıkarılan tebliğlerin TTK, TBK ve TMK hükümlerine nazaran öncelikli olduğu, fakat hiyerarşik olarak kendilerinin üzerinde bulunan kanun ve yönetmeliklere aykırı olamayacağı hususunda ayrıca bkz. **BAHTİYAR**, Sermaye Piyasası, s. 17.

başka bir konudur³⁴³. Öte yandan, uygulanabilir hükümlerin seçimi elbette eleştirilebilir. Muafiyetin gerekliliği ile düzenlenme biçiminin (kapsam ve istisnalarının) isabetinin farklı konular olduğu da unutulmamalıdır.

c. Muafiyetin III.37.1 Tebliği'ne İşlenmesi

BES Yönetmeliği'nde³⁴⁴ yapılan değişiklik³⁴⁵ neticesinde, BEFAS platformu 1 Temmuz 2021 tarihi itibarıyla faaliyete geçmiştir. BEFAS, emeklilik yatırım fonlarının³⁴⁶ alım satımının yapıldığı merkezi elektronik platformdur.

BEFAS'ın faaliyete geçmesini ve emeklilik yatırım fonlarının bu platformda işlem görmesini takiben, III.37.1 Tebliği m. 45 hükmüne de 2022 yılında iki yeni fıkra eklenmiştir³⁴⁷.

Maddeye eklenen beşinci fıkra, bireysel emeklilik şirketleri tarafından, BEFAS fonlarına ilişkin, yönlendirici nitelikte ve “**mali durum, risk ve getiri tercihlerine**” göre sunulan tavsiyeler hakkındadır. Böyle tavsiyeler, Avrupa Birliği hukukunda olduğu gibi³⁴⁸, Tebliğ hükümlerinden tamamen arî tutulmuştur. Kanaatimizce emeklilik yatırım fonlarının payları da diğer yatırım fonlarının katılma payları gibi sermaye piyasası aracı niteliğindedir. Zira emeklilik fonu payları da menkul kıymet tanımındaki unsurları karşılamakta olup, bunların menkul kıymet sayılmasını önleyen özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla, Tebliğ m. 45/5 olmasaydı, emeklilik yatırım fonlarına ilişkin kişisel tavsiyeler

³⁴³ Nitekim genel tavsiyeler için de benzer bir durum söz konusudur. Genel tavsiyeleri kural olarak yatırım kuruluşları dışındaki teşebbüsler tarafından da sunulabilir. Lâkin bunların III.37.1 Tebliği m. 78/1 uyarınca yatırım danışmanlığına ilişkin hükümler uygulanmaktadır.

³⁴⁴ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik, RG. 09.11.2012 28462.

³⁴⁵ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik, RG. 06.05.2021 31476.

³⁴⁶ Emeklilik yatırım fonları, esasen sosyal güvenlik sistemine ilişkin bir tasarruf yöntemidir. Bu fonlarına ilişkin, SerPKn'ye nazaran özel hüküm niteliğinde olan düzenlemeler, 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik'tir. Esasen emeklilik fonları ile diğer yatırım fonları arasında hukuki nitelik bakımından bir farklılık bulunmamaktadır (bkz. **ADIGÜZEL**, s. 192). BES Yönetmeliği vasıtasıyla emeklilik yatırım fonlarının işleyişi sermaye piyasası mevzuatı ile yakından ilişkili hâle getirilmiştir. Yönetmelik'te emeklilik yatırım fonlarına ilişkin olarak yer verilen “fon payları” kavramı, III.37.1 Tebliği'ndeki “katılma payları” teriminin karşılığıdır.

³⁴⁷ Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, RG. 07.04.2022 31802.

³⁴⁸ Bkz. MiFID II, 34 ve 89 numaralı resitaller ile m. 2/1-i.

de yatırım tavsiyesi olarak nitelendirilebilir, yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilebilirdi. Buna karşın, bireysel emeklilik şirketlerinin beşinci fıkra kapsamında sunacakları tavsiyelere ilişkin esaslar SEDDK'nın 2017/21 sayılı "Fon Tercih, Fon Dağılımı Değişikliği ile Bu Hakların Devrine İlişkin Genelge"ye, 14.04.2022 tarih³⁴⁹ ve 2022/11 Genelgesi ile eklenen 2'nci maddede belirlenmiştir. Bu noktada dikkat çekici bir husus, Genel m. 2/4 hükmünde, emeklilik şirketlerinin, robo-danışmanlık vasıtasıyla katılımcılara tavsiye sunabileceğinin hüküm altına alınmış olmasıdır. Bu kapsamda, robo-danışmanlık kavramı mevzuatta da yerini almış bulunmaktadır.

III-37.1 Tebliği m. 45/6 ise TEFAS ve BEFAS fonları ile likit fonlar ve kısa vadeli borçlanma araçlarına ilişkin, yönlendirici nitelikte ve "**risk ve getiri tercihlerine**" göre sunulan tavsiyelere ilişkindir. Söz konusu tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir, fakat Tebliğ m. 48/2 (-a- bendi hariç) ve m. 50 hükümlerinde yer alan esaslara tabidir. Başka bir ifadeyle, i-SPK.37.1 Rehberi'nde bulunan ilke kararı Tebliğ hükmü haline getirilmiştir.

d. Muafiyet Kapsamındaki Tavsiyelerin Niteliği

Tebliğ'in beşinci ve altıncı fıkralarında farklı ölçütlere yer verilmiş olması, bu iki fıkranın aynı tür tavsiyeleri düzenleyip düzenlemediği sorusunu akla getirmektedir. Gerçekten de beşinci fıkra "*mali durum, risk ve getiri tercihlerine*" göre, altıncı fıkra ise yalnızca "*risk ve getiri tercihlerine*" göre sunulan tavsiyelerden söz etmektedir. İlk bakışta, aynı düzenleme ile hatta alt alta eklenen bu iki fıkradaki farklılığın bilinçsiz olamayacağı düşünülebilir. Üstelik, yalnızca risk ve getiri tercihlerine göre sunulan tavsiyelerin, i-SPK.37.1 Rehberi kapsamında de lege lata, kişisel tavsiye olarak görülmediğini de yukarıda açıklamıştık³⁵⁰. O hâlde beşinci fıkranın kişisel yani yatırım tavsiyelerini, altıncı fıkranın ise sayılan fonlara ilişkin genel tavsiyeleri düzenlediği akla gelebilir; lâkin bu bir yanlışlı olur.

Tebliğ'in 45'inci maddesine yapılan eklemeler bakımından Kurul'un amacını tespit etmek mümkündür. Beşinci fıkraya ilişkin olarak SPK "*emeklilik şirketleri tasarrufların*

³⁴⁹ Değişikliğin SPK'nın III.37.1.c Tebliği'nden bir hafta sonra yapılması iki kurumun koordinasyonu ile bir düzenleme yapıldığına işaret etmektedir. Genelge m. 2/3 hükmünde tavsiyelerin "*robo-danışmanlık uygulamaları*" ile sunulabileceğinin açık bir şekilde vurgulanması da düzenlemelerin FinTek'ler ve robo-danışmanlarla olan bağına ortaya koymaktadır.

³⁵⁰ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm, §1.V.A.3., De Lege Lata Değerlendirmelerimiz.

toplanması ve değerlendirilmesinde önemli bir rol oynamakta, katılımcıların yatırım yaptıkları fonların performansının artırılması için daha etkin fonksiyonlar üstlenmeyi amaçlamaktadır. Söz konusu amacın gerçekleştirilmesine katkı sağlanması için, ... (III-37.1.c) ile emeklilik şirketlerine, ... yorum ve tavsiyelerde bulunması imkanı getirilmektedir³⁵¹. Yatırım kuruluşu olmayan emeklilik şirketlerinin bu faaliyetleri yürütebilmeleri için icra edilecek faaliyetlerin yatırım danışmanlığı faaliyeti olarak değerlendirilmeyeceği hüküm altına alınmıştır³⁵² açıklamasına yer vermiştir. Gerek fıkranın kaleme alınış biçimi gerek SPK'nın açıklaması, beşinci fıkrada kişisel tavsiyelerin düzenlendiğini açıkça göstermektedir.

Bununla birlikte, altıncı fıkrada da -öyle görünmese dahi- yine kişisel tavsiyeler düzenlenmektedir. Başka bir ifadeyle, fıkrada sayılan fonlara ilişkin kişisel tavsiyeler de yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Tebliğ'de değişiklik yapılırken özenli davranılmamıştır. Tebliğ m. 45/5 hükmü, birinci fıkranın diline göre yazılmış; oysa altıncı fıkra, Rehber'den neredeyse birebir kopyalanmıştır. Rehber'in yazım dili başlı başına özensiz olduğu gibi, bu özensizlik Tebliğ'e de sirayet ettirilmiştir. Bu durum da iki fıkrada farklı tür tavsiyelerin düzenlendiği görünümüne yol açmaktadır.

Gerçekten de SPK, yukarıda anılan açıklamasının devamında şu ifadelerle yer vermektedir: "*Ayrıca, i-SPK.37.1 (27.06.2014 tarih ve 20/661 s.k.) sayılı İlke Kararı ile kabul edilen 'Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber'de yer verilen; Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nda işlem gören yatırım fonları ile para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonları ile ilgili olarak verilen yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyelerin yatırım danışmanlığı kapsamında*

³⁵¹ SPK'nın duyurusu, bireysel emeklilik şirketlerine tavsiyede bulunma imkânının ilk defa verildiği izlenimi uyandırmaktadır. Buna karşın Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü'nün 19.12.2017 tarih ve 2017/20 sayılı Risk Profili Anketine İlişkin Genelgesin 2'nci maddesinde bulunan "*Ayrıca, emeklilik şirketi risk profil anketini, kurumsal internet sitesinde katılımcı adına oluşturulan güvenli sayfada sürekli erişilebilecek şekilde sunar. Alınan yanıtlar şirket tarafından değerlendirilerek, katılımcının risk profili belirlenir ve bu profil esas alınarak fon tercihi ve fon dağılımı önerisinde bulunulur*" ibareleri gözden kaçırılmamalıdır. Bkz. https://egm.org.tr/Sites/1/upload/files/genelge_65-213.pdf, (E.T. 15.06.2024).

³⁵² Bkz. **SPK**, Basın Duyurusu: *Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ*, 2022, <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2022/yatirim-hizmetleri-ve-faaliyetleri-ile-yan-hizmetlere-iliskin-esaslar-hakkinda-teblig-iii-37-1de-degisiklik-yapilmasina-dair-teblig>, (E.T. 15.06.2024).

değerlendirilmemesine ilişkin hükümler, Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu'nda işlem gören yatırım fonlarını da kapsayacak şekilde Tebliğ hükmü haline getirilmiştir”.

Bunun yanında SPL, her iki fıkra için aynı ifadelere yer vermektedir. SPL beşinci fıkra için “*Emeklilik şirketlerinin bireysel emeklilik fon paylarına ilişkin verdiği yorum ve tavsiyeler yönlendirici nitelikte olsa ve belirli bir katılımcı, katılımcı adayı ya da grubun ihtiyaçlarını da karşılarsa söz konusu faaliyet, Yatırım Hizmetleri Tebliği kapsamında çıkarıldığından yatırım danışmanlığı olarak kabul edilmemektedir*”; altıncı fıkra için de “*Bu kapsamda, bahsi geçen sermaye piyasası araçlarına ilişkin yorum ve tavsiyeler yönlendirici nitelikte olsa ve belirli bir kişi ya da grubun ihtiyaçlarını da karşılarsa yatırım danışmanlığı kapsamında çıkarılmıştır*”.

Nitekim, sayılan yatırım fonlarına ilişkin genel tavsiye sunulması imkânının ayrıca vurgulanması da muafiyet kapsamının bu fonlara ilişkin kişisel tavsiyeleri kapsadığını işaret etmektedir. Bu itibarla, III.37.1 Tebliği m. 45/5-6 hükümlerinin ikisinde de muafiyetin çerçevesi, kanaatimizce kişisel tavsiyeleri kapsamaktadır³⁵³.

e. Karma Tavsiyelerin Muafiyet Kapsamında Olup Olmadığı Sorunu

Yatırım fonlarıyla birlikte farklı sermaye piyasası araçları hakkında yahut hem sermaye hem de para piyasaları hakkında tavsiye sunan robo-danışmanlık hizmetlerinin niteliği açıklığa kavuşturulmuş değildir. Örneğin tavsiye edilen portföy içeriğinde hem yatırım fonları hem de ortaklık paylarının bulunması halinde, bu tavsiyenin muafiyet kapsamında olup olmadığı belirlenmelidir.

İlk ihtimal, tavsiyede yatırım fonlarının yanı sıra ortaklık payı gibi başka bir sermaye piyasası aracına da yer verilmesidir. De lege lata yalnızca yatırım fonlarına ilişkin tavsiyeler muafiyet kapsamındadır. Bu itibarla, tavsiyenin içeriğinde yatırım fonlarından farklı bir sermaye piyasası aracının bulunması halinde söz konusu tavsiye kanaatimizce muafiyet kapsamında olmayacak ve yatırım danışmanlığı faaliyetinin doğumuna neden olabilecektir.

Diğer bir ihtimal ise yatırım fonlarıyla birlikte para piyasa araçlarına ilişkin bir tavsiyede bulunulmasıdır. Öncelikle, konusu yatırım fonları ve para piyasası araçları olan

³⁵³ Öte yandan, sayılan fonlara ilişkin tavsiyeler de yalnızca risk ve getiri tercihleri çerçevesinde sunulmakta ise yine genel tavsiye niteliğinde olacaktırlar. Lâkin muafiyetin kapsamı, özensiz yazım diline karşın, sayılan fonlara ilişkin genel tavsiyeler ile sınırlı olmayıp, bu fonlara dair kişisel tavsiyeleri de kapsamaktadır.

karma bir tavsiyenin, yatırım danışmanlığına ilişkin tüm hükümlere tabi tutulmasının uygun olmadığı aşikârdır³⁵⁴. Kanaatimizce böyle tavsiyeler de muafiyetin kapsamı içinde değerlendirilmelidir³⁵⁵. Şöyle ki, konusu para piyasası araçları olan bir tavsiye dahi, karma tavsiyelerin yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilmesine ilişkin görüş çerçevesinde, istisnai olarak yatırım danışmanlığı hükümlerine tabi olabilir³⁵⁶. Söz konusu görüş çerçevesinde, sermaye piyasası araçlarına ilişkin yatırım tavsiyesinin tabi olduğu hükümler, para piyasası araçları hakkındaki tavsiyeye de sirayet ettirilmektedir. Yukarıda anılan görüş burada tatbik edilecek olursa, yatırım fonları ve para piyasası araçları içeren karma bir tavsiye bağlamında, III-37.1 Tebliği m. 45/6'da sayılan yatırım fonları hakkındaki tavsiyeye ilişkin kurallar da söz konusu karma tavsiyenin tamamına, uygun düştüğü ölçüde, sirayet ettirilmelidir. Bu noktadan hareketle konusu yatırım fonları ve para piyasası araçları olan tavsiyeler de kanaatimizce muafiyet kapsamındadır³⁵⁷. Başka bir ifadeyle böyle karma tavsiyeler de III.37.1 Tebliği m. 45/6 uyarınca yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilmez, fakat (a) bendi hariç m. 48/2 ve m. 50 hükümlerine tabi olurlar.

f. Tebliğ m. 45/6 Hükümünde Yatırımcının Portföyünü Saklama veya Yönetme Yasağının Bulunmaması

Muafiyetin kapsamına ilişkin dikkat çekici bir husus, MiFID II ve KWG'nin aksine, yatırımcının portföyünde bulunan araçları kontrol etme yasağının Tebliğ'de bulunmamasıdır. Tavsiye sunan teşebbüsün yatırımcının araçlarını saklamaya veya

³⁵⁴ Zira tek başına sunulduğunda yatırım danışmanlığı hükümlerine tabi olmayacak para piyasasına araçlarına ilişkin bir tavsiyenin, yine tek başına sunulduğunda yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilmeyen yatırım fonlarına ilişkin tavsiyelerle sırf bir arada sunulmasına dayanarak, yatırım danışmanlığı hükümlerine tabi olacağını öne sürmek mantık kurallarıyla bağdaşmaz.

³⁵⁵ Görüşümüzün gerekçesi, bu tavsiyelerin, Tebliğ m. 45/1 bağlamında yatırım danışmanlığının kapsamına baştan itibaren dahil olmadıkları değil, m. 45/6 bağlamında muafiyetten yararlandıklarıdır. İlk bakışta, ne para piyasası araçlarına ne de yatırım fonlarına ilişkin tavsiyelerin, ayrı ayrı sunulduklarında yatırım danışmanlığı olarak nitelendirildiği, dolayısıyla bir arada sunulduklarında da zaten yatırım danışmanlığı hükümlerinin dışında kalmaları gerektiği düşünülebilir. *Singularia non sunt extenda* (istisnalar dar yorumlanır veya istisnalar geniş yorumlanamaz) ilkesi de göz önüne alınarak söz konusu karma tavsiyelerin III.37.1 Tebliği m. 45/6'daki muafiyet kapsamına girmediği düşünülebilir. Lâkin bir istisna hükmü yorumlanırken de kendi ratio legis'i göz önünde bulundurulmalı, "*istisnaların da kendi dar amaçları kapsamında geniş yorumlanabileceği*" unutulmamalıdır. Bkz. **YONGALIK**, s. 12. Karma tavsiyelere ilişkin sorun da bu bakış açısıyla ele alınmalıdır.

³⁵⁶ Yukarıda bu görüşe kısmen iştirak ettiğimiz açıklanmıştı. Görüşün dayanaklarını uygulamanın ihtiyaçları, mehz Avrupa Birliği hukuku ve sağlıklı bir tavsiyede her iki piyasaya dair unsurların bulunması gerekliliği oluşturmaktadır. Bkz. yukarıda, İkinci Bölüm, §2.IV.C., Mal, Para veya Kıymetli Maden Piyasalarına İlişkin Tavsiyeler.

³⁵⁷ Öte yandan, meseledeki karma tavsiyesi yatırım danışmanlığı hükümlerinden tamamen soyutlamak da, YILDIZ'ın iştirak ettiğimiz görüşü ve muafiyetin ratio legis'i göz önüne alındığında, hatalı olacaktır.

yönetmeye yetkili olmaması muafiyetin çok önemli bir unsurudur. Zira karşı taraf riskini bertaraf etmek amacını taşımaktadır ki bu da muafiyetin altında yatan ana düşüncedir.

Öte yandan, Tebliğ'deki düzenleme biçimi bakımından bu şarta yer verilmemiş olması, pratik açıdan çok büyük bir eksiklik değildir. İlk olarak, beşinci fıkra kapsamındaki muafiyet zaten bireysel emeklilik şirketleri tarafından sunulacak tavsiyeler ile sınırlıdır. İkinci olarak, SerPKn kapsamında, yatırım faaliyetleri sırasında yatırımcının portföyünü kontrol emte yetkisi, saklama veya portföy yönetimi hizmetleri çerçevesinde mümkündür. III.37.1 Tebliği m. 60 uyarınca saklama hizmeti sunabilecek kuruluşlar ise işlem aracılığı, portföy aracılığı, portföy yöneticiliği, en iyi gayret aracılığı veya aracılık yüklenimine yetkili olan kuruluşlardır. Yatırım danışmanlığı ile yakın ilişki içinde olanlar ilk üçüdür. SerPKn m. 39/9 ile III.37.1 Tebliği m. 17, 22, 38 uyarınca söz konusu hizmetlerin sunulmasında rol oynayabilecek kuruluşlar, aracı kurumlar, bankalar, yatırım ve kalkınma bankaları ya da portföy yönetim şirketleri ile sınırlıdır. Bu kurumların hepsi için ayrı ayrı, asgari özsermaye başta olmak üzere organizasyonel yeterliliğe ilişkin yükümlülüklerin öngörülmüş olması, ayrıca saklama hizmetlerinde asgari özsermaye yükümlülüğüne ilişkin Tebliğ m. 61/1-a hükmü, karşı taraf riskine ilişkin önemli bir önlem sağlamaktadır.

B. Alternatif Ölçüt: Tavsiyenin Yatırımcı için Yerinde Olarak Sunulması

MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 9/2 kapsamında, bir tavsiyenin kişisel tavsiye olarak değerlendirilmesi için ya tavsiye hazırlanırken müşterinin kişisel durumu göz önüne alınmış olmalı ya da tavsiye müşteri için yerinde olarak sunulmalıdır (*presented as suitable*).

ESMA'ya göre tavsiye, açık veya örtülü biçimde müşteri için yerinde olarak sunulabilir. “*Bu ürün sizin için en iyi seçenek olur*” örneğinde, tavsiyenin müşteri için yerinde olduğu açıkça vurgulanmaktadır³⁵⁸.

Buna karşın, müşteriye birkaç yatırım aracı sunulup da bu araçlardan biri için “*Sizin durumunuzdaki insanlar bu ürünü alma eğilimindedirler*” şeklinde bir beyanda bulunulması, müşteri için yerinde olduğu ima edilen örtülü bir tavsiye barındırmaktadır³⁵⁹. Zira böyle bir beyan, sunulan tüm araçlar arasından özel olarak biri hakkında işlem yapması için müşteriye

³⁵⁸ ESMA, The definition of advice, para. 61.

³⁵⁹ *a.g.e.*

etkileyecektir. “Araştırmamız, X fonunun artık müşterilerimizin isteyebileceği yönde performans sergilemediğini göstermektedir. Aynı yatırım sonuçlarına ulaşabilecek ikame bir araç olarak Y fonunu belirledik” şeklindeki bir beyanı da başka bir örnek olarak verilmektedir³⁶⁰. Bu bağlamda, yatırım kuruluşu, tavsiyenin müşteri için yerinde olmadığını bilse dahi, söz konusu tavsiye müşteri için yerinde olarak sunulmuş sayılacaktır³⁶¹. Aynı şekilde, bir yatırım kuruluşunun aynı iletişim kanalı üzerinden art arda alınan benzer hizmetler bakımından, kuruluşun, yatırımcıdan daha önceden aldığı bilgileri, sonradan sunduğu hizmet için de kullandığının varsayılabilirliğini belirtmektedir³⁶². Dolayısıyla, bir tavsiyenin, müşteri bakımından yerinde olarak sunulması için böyle olduğunun açıkça vurgulanması gerekmemektedir³⁶³.

Türk hukukuna dönülecek olursa ne SerPKn’de ne de III-37.1 Tebliği’de, bir tavsiyenin kişisel nitelikli (dolayısıyla yatırım danışmanlığı kapsamında) değerlendirilmesi için, müşteriye yerinde olarak sunulması gibi bir şart bulunmaktadır. Buna karşın, söz konusu şart, kanaatimizce, güven ilkesi çerçevesinde Türk hukukunda da uygulama alanına sahiptir. Nitekim dürüstlük kuralı çerçevesinde, müşterinin bildiği veya somut olayın koşullarına göre gerekli dikkat ve özeni gösterseydi bilmesi gereken hususlar çerçevesinde³⁶⁴, beyana vereceği anlam esas alınmalıdır. Bu değerlendirme müşterinin bulunduğu somut şartlar altındaki üçüncü bir kişinin, söz konusu beyanı nasıl yorumlanasının bekleneceği esas alınmalıdır. Dolayısıyla hem tavsiyenin sunulma biçimi

³⁶⁰ *a.g.e.* Kanaatimizce söz konusu örneğe ihtiyatlı yaklaşılmalıdır. Zira, farklı kişisel özellikleri haiz müşterilerin tamamına böyle bir beyan bildirilmiş ve somut olayın koşulları çerçevesinde bunun genel bir beyan olduğunu müşteri tarafından da anlaşılabilir ise “tavsiyenin yatırımcı için yerinde olarak sunulmuş” olması şartı gerçekleşmez. Zira, böyle bir durumda müşterinin korunabilecek haklı bir güveni bulunmadığı gibi tavsiyeyi “kişisel” olarak anladığını öne sürmesi de dürüstlük kuralı ile bağdaşmayacaktır.

³⁶¹ *a.g.e.*, para. 63. Nitekim, bir tavsiyenin kişisel olup olmaması ile yerindelik yükümlülüğünün gereği gibi yerine getirilip getirilmemesi farklı meselelerdir.

³⁶² *a.g.e.*, para. 69. Örneğin, müşteri, portföy yöneticiliği sözleşmesi çerçevesinde yerindelik testi sunduğu yatırım kuruluşundan daha sonra yatırım danışmanlığı hizmeti alacak ise aynı yerindelik testinin güncelliğini koruduğu sürece kullanılabilirliği belirtilmektedir. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 167. Ayrıca bkz. MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 55/3.

³⁶³ **ESMA**, The definition of advice, para. 62.

³⁶⁴ Bkz. **Necip KOCAYUSUFPAŞAOĞLU (Hüseyin HATEMİ, Rona SEROZAN, Abdülkadir ARPACI)**, *Borçlar Hukuku Genel Bölüm Birinci Cilt – Borçlar Hukukuna Giriş - Hukukî İşlem - Sözleşme*, 6. Bası, 2014, İstanbul: Filiz Kitabevi, s. 133-134.

gibi objektif hem de müşterinin nitelikli profesyonel müşteri mi yoksa genel müşteri mi olduğu gibi sübjektif ölçütlere yer verilmesi³⁶⁵ gerekmektedir.

Gerçekten de bir tavsiye hiçbir suretle müşteri için yerinde olmamasına rağmen, kendisi için yerinde bir tavsiye görünümde sunulmakta ise müşterinin korunması gereken haklı bir güveni vardır; meğerki somut olayın koşulları çerçevesinde tavsiyenin ne kişisel ne de kendisi için yerinde olduğu müşteri tarafından anlaşılabilir olsun.

Müşteriye, uygun ve yerinde tavsiyelerin sunulması, yatırım kuruluşunun bir yükümlülüğüdür. Çoğu halde müşteri, tavsiyenin kendisi için yerinde olup olmadığını değerlendirebilecek bilgi ve tecrübeye sahip olmayabilir. Nitekim, yatırım kuruluşundan da kendisine en uygun olan tavsiyeyi sunması için hizmet almaktadır. Dolayısıyla, müşteri, tavsiye sunan kuruluşun kendisi üzerinde yarattığı güvenin korunmasına layıktır.

Ayrıca, aksi durum hukuk mantığıyla da çelişmektedir. Müşteri için yerinde olmayan bir tavsiye sunduğunu bilmesine rağmen; müşteriyi, söz konusu tavsiyenin onun için yerinde olduğuna ikna eden bir yatırım kuruluşu, kendi kusurundan yararlanmamalıdır. Eğer, gerçekte öyle olmamasına rağmen, müşteri için yerinde olarak sunulan bir tavsiye, “kişisel tavsiye” olarak nitelendirilmez ise müşteri, yatırım danışmanlığı kapsamındaki hükümlerden yararlanamayacak, yatırım kuruluşunun yükümlülüklerini ihlal ettiğini öne süremeyecektir. Dolayısıyla yatırım kuruluşu, yarattığı haksız güvenden ve kendi kusurundan istifade etmiş olacaktır.

Elbette dürüstlük kuralının uygulama alanını unutmamak gerekir. Somut olayın koşulları çerçevesinde, tavsiye hazırlanırken kişisel durumunun göz önünde bulundurulmadığı müşteri tarafından biliniyor veya bilinmesi gerekiyor ise durum başkadır. Böyle bir durumda ne müşterinin korunmaya layık bir güveni bulunmakta ne de yatırım kuruluşu kendi kusurundan istifade etmektedir. Örneğin, yatırımcının kişisel durumuna dair hiçbir bilgiyi vermediği ve temel işlevi yatırım araçlarının karşılaştırılması olan bir platformun, “*Müşterilerimiz için bu ayın en uygun yatırım aracını X fonu oluşturmaktadır*” şeklinde bir beyanı karşısında, müşterinin korunmaya değer bir güveni bulunmaz. Sosyal medyada sunulan tavsiyelerde de genellikle aynı durum söz konusudur³⁶⁶. Çünkü müşteri,

³⁶⁵ *a.g.e.*

³⁶⁶ Bkz. *a.g.e.*, s. 36.

söz konusu tavsiye hazırlanırken kişisel durumunun gözetilmediğini bilebilecek durumdadır. Bu şartlar altında müşterinin kişisel durumunun dikkate alınmamış olduğu açıktır.

De lege lata, III-37.1 Tebliği'ndeki düzenleme de söz konusu şartın uygulanmasına engel değildir. Zira “*belli bir kişiye yönelik olarak*” şeklinde yazılan ibare, “tavsiyenin müşteriye uygun olarak sunulması” şartını da içerir biçimde yorumlanmaya elverişlidir. Türk pozitif hukuku bakımından önem arz eden bir husus, müşterinin kişisel durumuna ilişkin bazı bilgileri dikkate alınsa dahi, tavsiyenin kişisel sayılmaması ihtimalidir. Örneğin, salt risk ve getiri tercihlerine göre sunulan tavsiye, ne yazık ki de lege lata, kişisel tavsiye olarak değerlendirilmez. O hâlde müşterinin yalnızca risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sunulan, “*Sizin durumunuzdaki insanlar bu ürünü alma eğilimindedirler*” şeklindeki bir beyanın kişisel tavsiye sayılmasına, dürüstlük kuralı engel olur mu? Başka bir ifadeyle, risk ve getiri tercihlerine göre sunulan tavsiyenin kanunen genel tavsiye niteliğinde olması ve kanunun da aleni olması nedenleriyle, müşterinin yatırım tavsiyesi almadığını bilebilecek durumda bulunduğu sonucuna varılabilir mi? Kanaatimizce bu soru somut olayın şartlarına, özellikle de müşterinin niteliğine göre cevaplanmalıdır. Örneğin, ortalama genel müşteri, bir tavsiyenin hangi ölçütlere göre genel, hangilerine göre yatırım tavsiyesi olduğunu bilebilecek durumda değildir. Lâkin bu müşteri hizmet aldığı kuruluş tarafından daha önce bilgilendirilmiş ise durum başkadır. Keza profesyonel bir müşterinin de bu ayrıma hâkim olması beklenir.

Her halde, tereddüte yer vermemek amacıyla, Tebliğ'in m. 45/1 hükmünün ilk cümlesinde, şu değişikliğin yapılmasının yararlı olacağı kanaatindeyiz: “*Yatırım danışmanlığı, yetkili yatırım kuruluşunun, yatırımcı talebi doğrultusunda veya yatırımcı talebi olmaksızın sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında, belli bir müşteriye veya mali durumları veya risk ve getiri tercihleri gibi özellikleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak ya da müşteriler tarafından kendilerine yönelik bulunduğu haklı olarak kabul edilebilecek, yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyelerde bulunulması faaliyetidir*”.

C. Sunulan Hizmetin Yatırım Danışmanlığı Olmadığına İlişkin Uyarı Notlarının Tavsiyenin Kişiselliğine Etkisi

Uygulamada birçok kuruluş, özellikle de elektronik ortamda tavsiye sunan çoğu platform, bu tavsiyelerin yatırım tavsiyesi niteliğini haiz olmadığına dair uyarı notu paylaşmaktadır. Bazıları ise sağladıkları hizmetin yatırım danışmanlığı olmadığını açıkça belirtmektedir. Söz konusu uyarı notlarının, sunulan tavsiyenin veya hizmetin niteliğinde bir etkisinin olup olmadığı önem arz etmektedir.

Eğer yatırım danışmanlığı faaliyetine ilişkin tüm kurucu şartlar mevcut ise böyle uyarı notları, faaliyetin doğumuna kural olarak engel olmaz. Bir teşebbüs, sunduğu tavsiyenin müşteriye yönelik kişisel bir tavsiye olmadığını beyan etse dahi, söz konusu tavsiyeyi müşterinin kişisel durumuna ilişkin bilgiler çerçevesinde sunmakta ise uyarı notunun bir etkisi olamaz. Bu tavsiye, uyarı notuna rağmen kişisel tavsiye olarak nitelendirilmelidir. ESMA da bu hususu açıkça belirtmektedir³⁶⁷.

Öte yandan, söz konusu uyarı notları, tavsiyenin örtülü olarak kişisel nitelik kazandığı, yani yatırımcı için yerinde olarak sunulduğu hallerde işlevsel olabilir. ESMA, bir yatırım kuruluşundan geçmişte yatırım tavsiyesi alan müşteriye, müteakip bir hizmet sunulması sırasında, uyarı notlarının sonraki hizmetin niteliğini teyit etme bakımından kullanılabileceğini belirtmektedir³⁶⁸. Kanaatimizce, müşterinin kişisel bilgileri dikkate alınmamış olmasına rağmen, müşteri için yerinde olarak sunulan bir tavsiye bakımından³⁶⁹, bunun yatırım tavsiyesi olmadığına yönelik bir uyarı notu işlevsel olmalıdır.

Türk hukuku bakımından uyarı notlarının etki gösterdiği başka bir meselede daha vardır. Yukarıda “*Risk ve getiri tercihlerine göre sunulan tavsiyenin, kanunen genel tavsiye niteliğinde olması ve kanunun da aleni olması nedenleriyle, müşterinin yatırım tavsiyesi olmadığını bilebilecek durumda bulunduğu sonucuna varılabilir mi?*” sorusunun somut olayın şartlarına göre cevaplanması gerektiğini açıklanmıştı. Bu çerçevede ortalama bir genel müşteriye, salt risk ve getiri tercihi göre sunulan, “*Sizin durumunuzdaki insanlar bu ürünü alma eğilimindedirler*” şeklindeki bir beyanın da örtülü kişisel tavsiye anlamına

³⁶⁷ Bkz. ESMA, The definition of advice, para. 65.

³⁶⁸ a.g.e, para 61.

³⁶⁹ “*X aracı sizin için en iyi seçenek olur*” gibi bir beyanda olduğu üzere...

gelebileceği sonucuna bir önceki başlığımız altında varmıştık. İşte bu halde, söz konusu müşteri uyarı notu ile bilgilendirir ise artık dürüstlük kuralı işleyecek ve uyarı notu, tavsiyenin kişisel nitelik kazanmasına kanımızca engel olacaktır.

D. Tavsiyenin Yatırımcı, Potansiyel Yatırımcı ve Bunların Temsilcisi Niteliğini Haiz Kişiye Sunulması

Yatırımcı, “belirli bir kazanç elde etmek amacıyla birikimlerini yatırıma yönlendiren kişi” olarak tanımlanmaktadır³⁷⁰. Bu itibarla yatırımcı, getiri elde etmek veya enflasyon gibi risklere karşı korunmak amacıyla, tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmektedir. Potansiyel yatırımcı ise tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmeye henüz başlamamış, bu piyasalarda işlem yapmamış, fakat bu yönde isteği bulunan kişilerdir. Müşteri kavramı ise hem yatırımcıları hem de potansiyel yatırımcıları içine alan bir üst kavramdır³⁷¹.

MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 9/1’de, MiFID II m. 4/1-(4) bağlamında yatırım tavsiyesinin doğması için söz konusu tavsiyenin “yatırımcı veya potansiyel yatırımcı yahut bunların temsilcisi sıfatını haiz kişiye” verilmiş olması şartı da aranmaktadır. ESMA, söz konusu sifatlardan birini haiz olmayan kişiye verilen tavsiyenin, diğer şartların mevcudiyeti halinde dahi yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilmeyeceğinin altını çizmektedir³⁷². ESMA’ya göre kuruluşun bir kişiye, finansal araçlar hakkında al, sat veya tut yönünde tavsiye vermesi halinde, somut olayın koşulları açıkça aksini göstermediği sürece, söz konusu kişi yatırımcı veya potansiyel yatırımcı olarak varsayılmalıdır³⁷³. Buna göre bir kişinin sermaye piyasası araçları veya ihraççılar hakkında, özellikle yatırım kuruluşlarından tavsiye alması, bu kişinin yatırımcı ya da potansiyel yatırımcı olduğuna dair bir karine teşkil eder; meğerki somut olayın koşulları aksini gösterebilir. Örneğin, verilen tavsiyenin temel amacı (gelir artışı veya sermaye birikimi elde etmek gibi yaygın yatırım amaçları yerine)

³⁷⁰ ATA, s. 48.

³⁷¹ Aynı yönde MADEL, s. 92 dn. 326 ve orada anılan yazarlar. Sermaye piyasası düzenlemelerinde “yatırımcı”, “müşteri” ve “hak sahibi” kavramlarının kullanımı hakkında bkz. ATA, s. 48 dn. 162.

³⁷² ESMA, The definition of advice, para 91. Öte yandan, yatırım kuruluşunun tavsiye karşılığında maddi menfaat sağlaması gerekli değildir.

³⁷³ a.g.e, para. 92.

portföy değerindeki kayıp veya faiz oranı gibi risklerin önlenmesi olsa dahi müşteri yine de yatırımcı sıfatıyla hareket etmiş olacaktır³⁷⁴.

III-37.1 Tebliği'nde açıkça yazılmamış olmakla birlikte, bu şartın Türk hukukunda da uygulama alanına sahip olduğu, mevcut düzenlemelerden anlaşılmaktadır³⁷⁵. Tavsiye alan kişinin yatırımcı sıfatını haiz olup olmaması şu iki mesele çerçevesinde önem arz etmektedir:

- (i) Finansal yönetim danışmanlığı kapsamındaki tavsiyeler,
- (ii) Tavsiyelerin münhasıran kamuya sunulması ve bu bağlamda dağıtım kanallarından sunulan tavsiyelerin durumu.

İlk olarak, teşebbüslere, sermaye yapısı, endüstriyel stratejiler ve bağlantılı konular hakkında veya bunların birleşmesi ya da satın alınmasıyla ilgili olarak tavsiye sunulması, MiFID II'de yan hizmetler arasında sayılmaktadır³⁷⁶. Bu tarz tavsiyeler, ülkemizde genellikle “finansal yönetim danışmanlığı”, Avrupa Birliğinde hukukunda ise “corporate finance advisory” olarak adlandırılmaktadır. Müşterinin yatırımcı veya potansiyel yatırımcı olarak nitelendirilip nitelendirilmeyeceğine dair ölçüt, bu müşterinin niyeti değil, yatırım faaliyetine katılımıdır³⁷⁷. ESMA, finansal yönetime ilişkin tavsiyeler ile yatırım tavsiyeleri arasında ayırım yaparken, müşterinin öncelikli amacını göz önünde bulundurmaktadır. Müşterinin öncelikli amacının endüstriyel, stratejik ve işletmesel sebeplere dayanması finansal yönetim tavsiyesini, bu amacın getiri elde etme veya yatırıma yönelik olması ise yatırım tavsiyesini (dolayısıyla yatırım danışmanlığını) işaret etmektedir. Zira müşterinin öncelikli amacı tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirerek getiri elde etmekten

³⁷⁴ *a.g.e.*

³⁷⁵ Esasen, “tavsiyenin yatırımcı veya potansiyel yatırımcı yahut bunların temsilcisi sıfatını haiz kişiye verilmiş olması” olması koşulu, “tavsiyenin düzenli bir uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet kapsamında verilmiş olması” ölçütü içinde de örtülü olarak bulunmaktadır. Nitekim, düzenli bir uğraşı, ticari veya mesleki bir faaliyet çerçevesinde bir kişiye tavsiye sunulduğunda, ESMA'nın da belirttiği üzere, bu kişinin en azından potansiyel bir yatırımcı olduğu varsayılmalıdır. Tavsiye sunulan kişinin yatırımcı veya potansiyel yatırımcı sıfatlarını taşımadığı, tavsiyenin farklı bir kapsamda sunulduğu iddia edilmekte ise bu ya somut olayın şartlarından açıkça anlaşılmalı ya da tavsiye sunan tarafından ispatlanmalıdır.

³⁷⁶ MiFID II, Ek I, Kısım B, para. 3; ESMA, The definition of advice, para. 100.

³⁷⁷ ESMA, The definition of advice, para 92.

ziyade, işletmesel amaçlara dayanmakta ise bu kişi kural olarak yatırımcı niteliğinde değildir³⁷⁸.

III.37.1 Tebliği'nde benzer bir düzenlemeye yer verilmiştir. Tebliğ m. 71'de, bir yan hizmet türü olarak, sermaye piyasasıyla ilgili danışmanlık hizmeti sunulması düzenlenmiştir. Birinci fıkranın (a) ve (b) bentleri çerçevesinde, şirketler için yatırım planı oluşturulması, finansman seçeneklerinin tespiti, riskten korunma gibi konularda sunulan tavsiyeler, genel tavsiye sunulması veya yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Böyle tavsiyeler sermaye piyasası hakkında danışmanlık hizmeti kapsamında değerlendirilmektedir³⁷⁹.

İkinci olarak, münhasıran kamuya sunulan tavsiyeler de kişisel değildir. Dolayısıyla yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmez. Bu ilke MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 9/3 hükmünde açıkça düzenlenmiştir. Bu bağlamda, dağıtım kanallarından sunulan tavsiyelerin durumu önem arz etmektedir. Bu kanallar geçmişte, çoğunlukla, tavsiyelerin kamu ile paylaşılması amacıyla kullanılmaktaydı³⁸⁰. Halbuki çevrimiçi platformlara olan ilginin giderek artması neticesinde, dağıtım kanallarının kullanım amacı da değişikliğe uğramıştır. Günümüzde, tavsiyelerin kamu ile paylaşılması amacıyla olduğu kadar kişisel tavsiyelerin daha fazla müşteriye ve daha kolay biçimde ulaştırılması için de kullanılmaktadır³⁸¹. Dağıtım kanallarına ilişkin düzenlemelerin gelişim süreci, her ne kadar, çoğunlukla kamuya sunulan tavsiyeler çerçevesinde ilerlemiş ise de günümüzde bu kanallarının kullanım amacının değiştiği unutulmamalıdır. Nitekim MiFID II Komisyon Tüzüğü'nün 14 numaralı resitalinde, dağıtım kanallarını kullanan kuruluş sayısının giderek arttığı göz önünde bulundurularak, münhasıran internet gibi bir dağıtım kanalından sunulan tavsiyelerin dahi kişisel tavsiye olarak nitelendirilebileceği vurgulanmaktadır³⁸².

III-37.1 Tebliği m. 45/1'deki, tavsiyenin “*belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak*” sunulması şartı, Avrupa

³⁷⁸ ESMA, öncelikli amacın ne olduğu tespit edilemiyor ise sunulan tavsiyesi “yatırım tavsiyesi” olarak nitelendirmenin isabetli olacağını belirtmektedir. Ayrıntılı değerlendirmeler için bkz. **ESMA**, The definition of advice, para. 101 vd.

³⁷⁹ i-SPK.37.1 Rehberi s. 11'de (b) bendi kapsamındaki tavsiyelerin “*genel kategori itibarıyla çeşitli sermaye piyasası araçlarını*” tavsiye edebileceği belirtilmektedir.

³⁸⁰ Dağıtım kanallarının kişisel tavsiyeler için kural olarak elverişli olmadığı, zira bunların niteliği gereği kamuya hitap ettiği hakkın bkz. **YILDIZ**, *op. cit.*

³⁸¹ Aynı yönde **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 130.

³⁸² Ayrıca bkz. **ESMA**, The definition of advice, para. 77.

Birliği'nde olduğu gibi, münhasıran kamuya sunulan tavsiyelerin yatırım danışmanlığı kapsamı dışında değerlendirilmesi sonucunu doğurmaktadır. Dağıtım kanalları ise Tebliğ m. 3/1-d'de "*bilgiye geniş bir kitle tarafından ulaşılmaya imkân sağlayan veya sağlayabilecek nitelikte olan her türlü iletişim aracı*" olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede gazete, radyo-televizyon, dergi, telefon, faks, internet sayfası, sosyal medya platformları, mobil uygulamalar, e-posta gibi medya gibi iletişim araçları dağıtım kanallarına örnek teşkil etmektedir³⁸³. Dağıtım kanalları Avrupa Birliği hukukunda, tavsiyelerin niteliğini belirleyen düzenlemelere nazaran, daha çok piyasa güveninin korunması bağlamında ele alınmaktadır³⁸⁴. Buna karşın, Türk hukukunda ise dağıtım kanallarına ilişkin temel düzenlemeler III-37.1 Tebliği'nin genel tavsiye sunulmasıyla ilgili hükümlerde yer almaktadır³⁸⁵.

³⁸³ V/55 (mülga) Tebliği'nde dağıtım kanalları yerine medya ve elektronik ortam kavramları tercih edilmişti. Mülga Tebliğ m. 3 kapsamında medya "*gazete, dergi, televizyon, radyo ve diğer periyodik yayınlar gibi her türlü yazılı, görsel ve işitsel kitle iletişim aracı*", elektronik ortam ise "*mali piyasalara ilişkin haber ve bilgi akışı sağlayan haber ajansları ile basın kuruluşlarının internet sayfaları dahil olmak üzere, internet, elektronik posta gibi bilgisayarlarla oluşturulan her türlü iletişim ağı ile telefon, faks ve benzeri iletişim araçları*" şeklinde tanımlanmıştır. Bu kavramların geçerliliğini koruduğu yönünde bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 41.

³⁸⁴ Avrupa Birliği sermaye piyasası hukukunda yatırım faaliyetleri çerçevesinde "investment advice", piyasa bozucu eylemler bakımından ise "investment recommendation" terimleri tercih edilmektedir. Zira yatırım faaliyetlerinin vasıflarının ve esaslarının belirlenmesi ile bunların piyasa bozucu eylemler çerçevesinde değerlendirilmesi farklı bakış açıları gerektirmekte olup; terminoloji farklılığı fayda sağlamaktadır. Nitekim, hem advice hem recommendation kavramları dilimize "tavsiye" olarak çevrilebilecek olmalarına karşın; bu iki düzenleme alanında farklı anlamlara sahiptirler.

Bu bağlamında "dağıtım kanalları", daha önce 2003/125 sayılı Yönerge'de tanımlanmıştı (Bkz. Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest). Yönerge'nin konusunu "yatırım önerileri" (investment recommendation) oluşturmakta; bu Yönerge kapsamında öneri kavramı, "*bir veya daha fazla finansal araç yahut finansal araçların ihraççıları hakkında, bu araçların mevcut ya da gelecekteki değer veya fiyatlarına ilişkin görüşler de dahil olmak üzere, dağıtım kanallarına veya kamuya yönelik olan, açık ya da örtülü biçimde yatırım stratejisi öneren araştırma veya diğer bilgi*" şeklinde tanımlanmaktaydı (MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 36/1 çerçevesinde "yatırım araştırması / investment research" kavramına karşılık gelmektedir). 2003/125 sayılı (mülga) Yönerge'nin 3 numaralı resitalinde yatırım tavsiyelerinin (investment advice), yani müşteriye kişisel olarak sunulan ve kamuya açık hale gelmesi muhtemel olmayan tavsiyelerin, düzenleme kapsamında olmadığı açıkça belirtilmişti. Yönerge'nin m. 1/7 hükmünde ise dağıtım kanalları (distribution channels) dağıtım kanalları "*bilginin kamuya açık veya açık hale gelmesinin muhtemel olduğu kanallar*" olarak tanımlanmıştı. Aynı hüküm kapsamında "kamuya açık hale gelmesi muhtemel bilgi" ise "*çok sayıda kişinin erişim sahibi olduğu bilgi*" anlamına gelmekteydi.

Piyasa bozucu eylemlere ilişkin olarak yürürlükte olan MAR'da dağıtım kanalları terimi ayrıca tanımlanmış değildir. Öte yandan, "yatırım önerisi" (investment recommendation) kavramı ise 2003/125 sayılı (mülga) Yönerge ile aynı biçimde tanımlanmıştır.

³⁸⁵ Tebliğ m. 73/1'e göre genel tavsiyeler müşteriye doğrudan sunulabilecekleri gibi dağıtım kanallarına yönelik olarak da hazırlanmış olabilirler. Tebliğ m. 79/1 hükmünde ise dağıtım kanallarına yönelik genel tavsiyeler bakımından uyarı notuna ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

Tavsiyenin dağıtım kanalları üzerinden sunulup sunulmaması, bu tavsiyenin tabi olacağı esasları belirler; hukuki niteliğini değil. Kişisel tavsiyelerinin dağıtım kanalları üzerinden sunulmasına bir engel bulunmadığı gibi, bir tavsiyenin sadece dağıtım kanalları üzerinden sunulması da kişisel olmasına engel değildir. Çevrimiçi platformlar, mobil uygulamalar, e-posta gibi yöntemlerle müşterilere kişisel tavsiye sunulması mümkündür. Bu nedenle, III.37.1 Tebliği kapsamında, dağıtım kanallarına ilişkin temel kurallara genel tavsiyelere ilişkin düzenlemeler arasında yer verilmesi, kanaatimizce isabetli değildir. Dağıtım kanallarından tavsiye sunulmasına yönelik kurallar, bu kanallardan kişisel tavsiyelerin sunulması halinde de niteliğinde uygun düştüğü ölçüde uygulanmalıdır.

E. Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme

Müşteriden toplanan bilginin içeriği ve kapsamı robo-danışmanlar arasında farklılık göstermektedir. Robo-danışmanların büyük çoğunluğunun TEFAS veya BEFAS fonlarına ilişkin tavsiye sunduğu görülmektedir. III-37.1 Tebliği m. 45/6 ve i-SPK.37.1 Rehberi uyarınca, yatırım fonlarına ilişkin tavsiyeler yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilmemektedir. Bu muafiyet özellikle robo-danışmanlar bakımından önem arz etmektedir³⁸⁶. Buraya kadar açıklanan bilgileri gerçek uygulamalar üzerinden örneklendirmek faydalı olur.

İyi Gelir platformunda, Robo Portföyler adlı model portföylerin sunulması için yatırımcıya iki soru sorulmaktadır: Yatırımcı Davranışı (Korumacı, Dengeli, Hareketli, Hırslı) ve Başlangıç Bakiyesi. Türkiye İş Bankası Robofon Danışmanı hizmetinde, *risk algısı ve getiri beklentisine göre yatırımcı profilinin tespit edildiği, müşterinin profiline uygun fon tavsiyesi sunulduğu* belirtilmektedir. Müşterinin medeni durumu, çocuk sayısı, çalışma durumu, oturduğu evin kira olup olmadığı, bireysel kredisinin bulunup bulunmadığı, hatta en çok yapmak istediği spor (dağcılık, yelkenli, bisiklet sürmek gibi) gibi hususlar sorulmaktadır. Akbank Robo Danışmanlık hizmetinden faydalanmak için uygunluk testinin yapılması gerekmektedir. Hizmet kapsamında ortaklık payı, tahvil/bono, altın/emtia, mevduat gibi varlık sınıflarını içeren bir dağılımı önerilmektedir. Yapı Kredi Yatırım Gurusu

³⁸⁶ Zira, yatırım fonu tavsiye eden robo-danışmanların yatırım danışmanlığı faaliyetinin kapsamından muaf tutulması, III-37.1 Tebliği m. 46'da sayılan kurumlar dışındaki teşebbüsler tarafından, m. 47'de belirtilen özel şartlar yerine getirilmeksizin, robo-danışmanlık hizmetlerinin sunulabileceği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla söz konusu muafiyet, robo-danışmanlık hizmeti sunmayı planlayan FinTek'ler için çok önemli bir imkân oluşturmaktadır.

hizmetinde de esasen uygunluk testinde yer alan sorular kullanıcı dostu bir ara yüz çerçevesinde sorulmaktadır. Bu hizmet kapsamında da hem sermaye piyasası hem de para piyasası araçlarını içeren tavsiyeler sunulmaktadır. QNB Finansinvest Akıllı Robo ürününden yararlanmak için müşterinin yerindelik testini tamamlaması gerekmektedir. Bu hizmet kapsamında, eşit dağılım ile yatırım yapmak üzere en az üç adet ortaklık payı tavsiye edilmektedir. Allianz AkıllıBES ve Garanti BBVA ve Emeklilik Fon Koçu gibi uygulamalarda, genellikle risk profili anketi çerçevesinde, bireysel emeklilik fonları tavsiye edilmektedir. Bazı platformlarda sunulan hizmetin yatırım danışmanlığı olmadığına yönelik uyarı notları bulunmaktadır. Örneğin Yapı Kredi Yatırım Gurusu ve QNB Finansbank ürünlerinde, III.37.1 Tebliği Ek-3'te yer alan, sunulan tavsiyelerin genel nitelikli olduğuna ilişkin standart uyarıya yer verilmektedir. Başka bir örnek olarak, İyi Gelir platformunda şu uyarı notuna yer verilmektedir: “... web sitesi/uygulaması/platformu üzerindeki yorum ve tavsiyeler, genel kabul gören bilimsel modellerden faydalanarak üretilen algoritmaya, bu algoritmaya makine öğrenmesi yöntemiyle kazandırılan risk profillemeye ve benzeri yaklaşımlara dayanmakta veya geliştiricinin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Algoritma mali durum, risk ve getiri tercihi gibi sübjektif öğelerden bağımsız olarak kurgulanmış olup yatırım tavsiyesi niteliği taşımamaktadır”.

Yukarıda saydığımız uygulama örneklerinden bağımsız genel bir değerlendirme olmak üzere, bir robo-danışmanlık faaliyetini yatırım danışmanlığı olarak nitelendirmek için öncelikle yatırım araçlarının somutlaştırılmış olması gerekir. Bir tavsiye kişisel olsa dahi, yatırım araçları somutlaştırılmadığı sürece yatırım danışmanlığı kapsamına değildir. Bu bağlamda, yerindelik testindeki bilgilerin toplanması, tavsiyenin kişisel olması için kanaatimizce evleviyetle yeterlidir. Öte yandan, önceden belirlenmiş yatırım stratejileri çerçevesinde de müşterinin risk ve getiri tercihleri örtülü olarak toplanabilir³⁸⁷. Kanaatimizce, yatırımcının hem risk ve getiri tercihine hem de mali durumuna ilişkin bilgiler toplandığında kişisel tavsiye sunulduğu söylenebilir. Bunun yanında yatırımcının profiline uygun, kendisi için yerinde bir tavsiyede bulunduğu dair bir beyan verilip verilmediği, kişisel tavsiyenin örtülü olarak sunulması bakımından dikkatle incelenmelidir. Uyarı notları ise ancak tavsiyenin kişiselliğine ilişkin alternatif ölçütün gündeme geldiği veya müşteriden alınan bilgilerin tavsiyenin kişiselliği için yeterli olmadığı hâllerde bir etki göstermektedir.

³⁸⁷ Aynı yönde **GRISCHUK**.

Bu hallerden biri bulunmadığı sürece, böyle uyarı notları ile tavsiyenin niteliğinin değiştirilmesi ya da yatırım danışmanlığı faaliyetinin doğumuna engel olunması mümkün değildir. ESMA, müşteriden kişisel durumuna ilişkin bilgilerin alınmış olmasına rağmen, bu bilgilerin sunulan tavsiyede kullanılmadığına ilişkin uyarı notlarının, tavsiyenin kişisel olmasına engel teşkil etmediğini vurgulamaktadır³⁸⁸. Şu da var ki, sunulan tavsiyeler TEFAQS veya BEFAQS fonlarına ilişkin olduğunda ise Tebliğ m. 45/6 hükmündeki muafiyetin işlerlik kazandığı öne sürülebilir. Bunun yanında, tavsiye edilen sermaye piyasası araçları III.37.1 Tebliği m. 45/6’da sayılan fonlar ile sınırlı değilse, muafiyet gündeme gelmeyecek ve yatırım danışmanlığı faaliyetinin doğumu söz konusu olabilecektir.

Müşteri ile etkileşimli robo-danışmanlar için çoğunlukla ortak olan hususlar söz konusu tavsiyelerin yatırımcı veya potansiyel yatırımcı niteliğini haiz kişilere sunulması ile bunların dağıtım kanallarından sunulmasıdır. Bir kişinin, yatırım kuruluşları tarafından sağlanan robo-danışmanlık hizmetlerinden faydalanması, bu kişinin yatırımcı veya potansiyel yatırımcı olduğuna dair bir karine teşkil etmektedir. Robo-danışmanlık platformları tarafından sunulan hizmetlerin de çoğunlukla “münhasıran kamuya yönelik” olmadığı görülmektedir. Bu hizmetlerden bazıları yalnızca platform abonelerine bazıları ise kamuya açık biçimde sunulmaktadır. Lâkin tavsiye sunulan neredeyse her robo-danışmanlık platformunda, müşterinin kişisel bilgileri az ya da çok toplanmaktadır. Zira robo-danışmanlık hizmetleri, tespit ettiğimiz kadarıyla ya internet sayfaları ya da mobil uygulamalar üzerinden sağlanmaktadır. Robo-danışmanlık hizmetlerinden yararlanmak için, çoğunlukla bir kuruluşun müşterisi ya da platformun abonesi olmak gerekliyse de bu hizmetler *bilgiye geniş bir kitle tarafından ulaşılmaya imkân sağlayabilecek iletişim araçları* üzerinden sağlanmaktadır. Nitekim robo-danışmanlık uygulamalarının temel amaçlarından biri de daha geniş bir müşteri kitlesine ulaşmaktır.

Daha önce de vurguladığımız üzere dağıtım kanallarından sunulan tavsiyeler genel ya da kişisel nitelikli olabilirler. Teknolojinin gelişmesiyle iletişim biçimi de değişmiştir. Robo-danışmanlık hizmetleri çerçevesinde, müşterinin yalnızca veya çoğunlukla algoritmik sistemlerle muhatap olduğu hâller ortaya çıkmıştır. Müşterinin bir insan danışmandan yüz yüze tavsiye alması ile bir insanla hiçbir şekilde muhatap olmadan algoritmik sistemlerden tavsiye alması, yatırım kararındaki muhakemesinde aynı etkiye sahip olmayabilir. Bu

³⁸⁸ ESMA, The definition of advice, para. 74.

nedenle, dağıtım kanalları vasıtasıyla belirli bir müşteriye veya müşteri grubuna kişisel olarak sunulan yatırım tavsiyelerin, müşterilere yüz yüze sunulan tavsiyelerden farklı esaslara tabi olmasını gerektiren durumlar oluşabilir. Nitekim III-37.1 Tebliği m. 73'te de dağıtım kanallarından sunulan tavsiyelere özel hükümlere yer verilmiştir³⁸⁹.

Görüldüğü üzere, robo-danışmanlar tarafından sunulan tavsiyelerin ve faaliyetlerin niteliği uygulamada çeşitlilik göstermektedir. Jenerik veya genel tavsiyeler gibi yatırım danışmanlığı kapsamına dahil olmayan faaliyetlerin yanında, Tebliğ m. 45/5-6 hükümlerindeki muafiyetler gereği bu kapsamdan çıkarılan tavsiyelerin sunulması söz konusu olabilmektedir. Bunların yanında robo-danışmanlar tarafından yatırım danışmanlığı faaliyetinin icra edildiği de görülmektedir. Her halde, ülkemizdeki robo-danışmanlık hizmetlerinin bir kısmında müşterilerin kişisel bilgileri toplanmakta olsa dahi çoğunlukla yatırım fonlarına ilişkin tavsiye sunulmaktadır. Bu bağlamda, robo-danışmanlar bakımından uygulama alanı en geniş olan hükümlerin III.37.1 Tebliği m. 45/5-6 hükümleri olduğu ileri sürülebilir.

³⁸⁹ Ayrıca bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm, §1.II.B.5., Genel Tavsiyelere İlişkin Esaslar.

§2. İKİNCİ NESİL ROBO-DANIŞMANLIK VE ALGORİTMİK ALIM SATIM HİZMETLERİNİN NİTELENDİRİLMESİ

I. İNCELEME – DEĞERLENDİRME METODUMUZ

İkinci nesil robo-danışmanlar tavsiye sunmanın ötesine geçerek, müşteri adına alım satım işlemlerinin de gerçekleşmesini sağlamaktadır. Başka bir ifadeyle, ikinci nesil robo-danışmanlar yatırım kararını da müşteri adına almakta ve uygulamakta, bu itibarla portföyün yönetimini sağlamaktadır. Türk sermaye piyasası hukukunda, portföy yöneticiliğine ilişkin iki temel faaliyet türü bulunmaktadır: Bireysel portföy yöneticiliği ve kolektif portföy yöneticiliği.

Esasen tavsiye sunulmasına yönelik faaliyetlere nazaran, portföy yöneticiliği faaliyetlerini ayırt etmek çok daha basittir. Zira tavsiye verilmesine yönelik faaliyetlere nazaran unsurları çok daha belirgin, ayrıca sözleşmesel ilişkiler kapsamında sunulabilecek faaliyetlerdir. Bunun yanında portföy yöneticiliği faaliyetleri ile tavsiye sunulmasına yönelik faaliyetler arasındaki ortak hususlara binaen, tekrardan kaçınmak amacıyla gerektiğinde çalışmanın yukarıdaki kısımlarına atıf yapacağız.

İkinci olarak, bireysel ve kolektif portföy yöneticiliği bakımından da birçok ortak husus bulunmaktadır. Ne var ki çalışmamızın önceki bölümünün aksine, bu bölümde ortak hususlar bir arada değerlendirilmeyeceğiz. Bunun yerine, önce bireysel portföy yöneticiliğinin unsurları açıklanacak, ardından kolektif portföy yöneticiliği açıklanırken bu hususlara atıf vermekle yetineceğiz. Bu tercihimizin sebebi portföy yöneticiliği faaliyetinin dağınık biçimde düzenlenmiş olmasıdır. Gerçekten de bireysel portföy yöneticiliği bakımından temel olarak III-37.1 ve III-39.1 sayılı Tebliğler uygulama alanı bulurken; kolektif portföy yöneticiliği bakımından III-55.1, III-52.1 ve yatırım ortaklıklarına ilişkin muhtelif Tebliğler uygulanmaktadır. Söz konusu Tebliğler, özellikle faaliyetlerin nitelendirilmesi bakımından pek çok ortak hüküm barındırmaktadır. Fakat aynı başlık altında sürekli farklı düzenlemeler arasında geçiş yapmanın okuyucu açısından faydalı olmayacağı kanaatindeyiz.

Üçüncü olarak, kolektif portföy yönetimi bağlamında robo-danışmanlık, özellikle yatırım fonlarının yönetilmesinde kullanılmakta ve etkisi günden güne artmaktadır. En azından, yatırım fonları bağlamında robo-danışmanlık uygulamalarının kullanımı sık sık gündeme gelmekte, yatırım kuruluşları tarafından reklam unsuru olarak tercih edilmekte ve yatırımcıların bu yolla teşvik edilmesi amaçlanmaktadır. Bunun yanında, bireysel portföy yönetiminde kullanılan robo-danışmanlık uygulamaları da, daha çok yatırım fonları katılma paylarına ilişkin alım satım yapmaktadır. Bu nedenlerle çalışmamızda, portföy yöneticiliği bağlamında robo-danışmanlık incelerken yatırım ortaklıklarından ziyade yatırım fonlarına daha fazla yer vereceğiz.

Son olarak, çalışmamızın ilk bölümünde de açıkladığımız üzere, algoritmik alım satım ikinci nesil robo-danışmanlığın bir parçası olarak veya bağımsız biçimde icra edilebilir. Bağımsız olarak icra edilen algoritmik alım satım, esasen alım satım aracılığı faaliyetlerinin algoritmik biçimde sunulmasıdır. Öte yandan, ikinci nesil robo-danışmanlıkla da bağlantılı olarak, yatırım fonu paylarının dağıtım bakımından III-52.1 Tebliği'nde özel düzenlemeler yer almaktadır. Bu bağlamda odak noktamızı yine III-37.1 ve III-52.1 sayılı Tebliğler oluşturacaktır.

II. ROBO-DANIŞMANLIK HİZMETLERİNİN PORTFÖY YÖNETİCİLİĞİ OLARAK NİTELENDİRİLMESİ

Portföy yöneticiliği faaliyetini, tavsiye sunulmasına yönelik faaliyetlerinden ayıran temel unsurlardan biri, sürekli edim içeren bir ilişkinin varlığıdır. Esasen tavsiye sunulmasına yönelik faaliyetler de sürekli edimli bir borç ilişkisi kapsamında sunulabilir. Örneğin bir defa için tavsiye sunulmasından öteye geçen, belirli süreli veya süresiz yatırım danışmanlığı sözleşmelerinde durum böyledir. Yatırım danışmanı, müşteriye bir yatırım tavsiyesi sunduktan sonra, portföyünü düzenli olarak izleyerek belirli aralıklarla tavsiyelerini güncelleme yükümlülüğü altına girebilir. Bu ilişkide, yatırım danışmanının portföyü izleme yükümlülüğü sürekli bir edim teşkil etmektedir. Lâkin, ilişkinin ana edimi olan tavsiye sunulması, her hâlde ani niteliklidir. Her yatırım tavsiyesi, ayrı birer edim teşkil

eder. Halbuki portföy yöneticisi, özellikle portföyü düzenli olarak izlemek ve gerektiğinde yeniden dengelemek şeklinde kesintisiz nitelikli bir davranış yükümlülüğü altındadır³⁹⁰.

Portföy yöneticiliğini ayırt eden başka bir unsur ise yöneticiliğin vekil sıfatıyla icra edilmesidir. Yatırım danışmanının sunduğu tavsiyeye uygun hareket edip etmemek müşterinin takdirindedir. Halbuki portföy yöneticisi, portföydeki araçla üzerinde müşteriye temsilen ve müşteriye vekâleten işlem yapma yetkisini haizdir. Yatırım danışmanlığında olduğu gibi müşteriye yerindelik testi yapılarak, onun yatırıma ilişkin tercihleri öğrenilir³⁹¹. Fakat, yatırım danışmanlığından farklı olarak portföydeki araçlar üzerindeki işlemler portföy yöneticisi tarafından gerçekleştirilir.

Portföy yöneticiliğinin tavsiye sunulmasına yönelik faaliyetlerden farkları ile kendi alt türleri arasındaki diğer farklılıklara, aşağıda ikinci nesil robo-danışmanlığa ilişkin açıklamalar çerçevesinde değineceğiz.

A. Robo-Danışmanlık Hizmetlerinin Bireysel Portföy Yöneticiliği Olarak Nitelendirilmesi

Bireysel portföy yöneticiliği, müşterilere ait münferit portföylerin, her bir müşteriye özel olarak, vekil sıfatıyla yönetilmesi faaliyetidir. Nitekim, III.37.1 Tebliği m. 37/1’de “*kolektif yatırım kuruluşlarının portföyleri hariç olmak üzere, finansal varlıklardan oluşan portföylerin, her bir müşteri adına, doğrudan veya dolaylı bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesi*” olarak tanımlanmıştır.

Avrupa Birliği hukukunda ise MiFID II m. 4/1-(8) hükmünde, (bireysel) portföy yönetimi, “*bir veya daha fazla finansal araç içeren portföylerin, müşteri talimatlarına uygun biçimde ve müşteri bazında takdiri olarak yönetilmesi*” şeklinde tanımlanmış bulunmaktadır.

³⁹⁰ Ani ve sürekli edimler hakkında bkz. **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU**, s. 37-38.

³⁹¹ SPK, portföyün “*portföy yöneticisinin belirleyeceği risk-getiri tercihi doğrultusunda*” yönetildiğini ifade etmektedir. Bkz. **SPK**, Portföy Yönetim Şirketleri – Tanıtım Rehberi, <https://spk.gov.tr/kurumlar/portfoy-yonetim-sirketleri/tanitim-rehberi>, (E.T. 15.06.2024). Bu ifade yanıltıcı olabilir. Portföy yöneticisi müşterinin risk ve getiri tercihlerini onun adına takdiren belirleyemez. Müşterinin risk ve getiri tercihleri, yerindelik testi kapsamında tespit edilmeli ve portföy yöneticisi müşterinin risk ve getiri tercihlerine göre hareket etmelidir.

1. Portföyün Müşteri Adına Yönetilmesi

a. Portföy Yönetimi Kapsamındaki İş ve İşlemler

Yönetim işi sürekli edim niteliği taşımaktadır. Bu itibarla tek seferlik ya da dönem dönem değil, kesintisiz olarak gerçekleştirilen bir işi ifade eder. Finans alanında, portföy yönetiminin üç temel işlevine atıfta bulunmaktadır: (i) portföy kurmak ve analizini yapmak, (ii) portföyde gerekli düzeltmeleri yapmak ve (iii) portföy performansını ölçmek³⁹². Portföy yönetiminin aşamaları ve kapsadığı iş ve işlemler şu şekilde özetlenebilir:

- 1- Portföyün Oluşturulması: Portföy yönetimi için öncelikle bir portföyün planlanması ve meydana getirilmesi gerekir. Portföy kavramına ilişkin olarak öğretilen çeşitli tanımlar bulunmakla birlikte³⁹³, genel olarak, yatırımcının belirli bir yatırıma konu olan ve kural olarak bir bütün halinde ele alınan malvarlığı parçası olduğu söylenebilir. Portföyün oluşturulmasında öncelikle müşterinin bilgileri toplanır, portföy alınması düşünülen varlıklar analiz edilir ve nihayetinde uygun görülen yatırım araçları portföye dahil edilir³⁹⁴.

³⁹² SARIOĞLU, s. 7.

³⁹³ Öğretilen verilen bazı tanımlar şu şekildedir: “vade, risk, getiri, değer, tür ve sağladığı haklar açısından, birbirinden farklı unsurlardan oluşan bir paket” **Zühtü AYTAÇ**, “Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları”, *Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar Semineri)*, 1984, Ankara (naklen: **Ayşe Hümay YILDIRIM**, *Portföy Yönetim Sözleşmesi*, 2008, İstanbul: Marmara Üniversitesi [Yüksek Lisans Tezi], s. 3; aynı yönde **Mehmet BAHTİYAR**, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyete Geçme Esasları”, *Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı*, 2. Bası, 2001, s. 63; “bir gerçek veya tüzel kişinin sahip olduğu hisse senedi, tahvil, ve diğer değerli kağıtlardan oluşan paket teşkil eden bütün” **Faruk ACAR**, “Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi”, *Dr. Vecdi Aral’a Armağan*, 2001, Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, s. 327; “bir kişinin ve bir şirketin menkul kıymetlerden oluşan sermayesinin (yatırımının) tamamı” **İbrahim KAPLAN**, *Portföy Yönetim Sözleşmesi (Portfolio-Management Agreement)*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1995, C. 18, S. 1, s. 47; “gerçek veya tüzel kişilerin faiz veya kâr payı gibi gelir elde etmek amacıyla satın aldıkları muhtelif sermaye piyasası araçlarının tümü”; **Oğuz Kürşat ÜNAL**, *Aracı Kurumlar – Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar*, 1997, Ankara: Yaklaşım Yayınları, s. 133; “sahip olunan varlıkların ister aynı ister farklı özelliğe sahip en az iki kıymete yatırılması sonucu oluşan toplam değer ve kendine özgü ölçülebilir nitelikleri olan yeni bir varlık” **Ceyda İSKENDER**, *Portföy Yönetim Teknikleri*, 1999, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu (Yeterlik Etüdü), s. 1 (naklen: **GEMİCİ**, s. 4); “işletilmek veya yönetilmek amacıyla biraraya getirilen sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler” **Tülay KARAKAŞ**, *Portföy Yönetimi Sözleşmesi*, 2000, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Merkezi, s. 6. Ayrıca **TEKİNALP** de menkul kıymetler yatırım ortaklığı bağlamında, portföy kavramının “tahvil ve hisse senetleri başta olmak üzere, çeşitli menkul değerlerden oluşan ve ayrı bir <paket> teşkil eden <bütün>ü anlatmak için” kullanıldığını belirtmektedir. **Ünal TEKİNALP**, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, 1982, İstanbul: ES Yayınları, s. 101.

³⁹⁴ Bazı yazarlar “portföy planlaması, yatırım analizi, portföy seçimi” gibi daha detaylı basamaklara da yer vermektedirler. Bkz. **Ramazan AKTAŞ**, **Mete M. DOĞANAY**, **Yunus GÖKMEN**, **Kartal SOMUNCU**, *Finansal Yönetim*, 2017, Beta, s. 329-330.

- 2- Portföyün İzlenmesi: Oluşturulan portföyün performansı zaman içinde düşebileceği gibi yatırımcının profili ile uyumunu da kaybedebilir. Bu nedenlerle portföyün belirli bir zaman dilimi içinde takip edilmesi, veriminin ölçülmesi, alternatif seçeneklerle karşılaştırılması ve raporlanması icap eder.
- 3- Portföyün Yeniden Düzenlenmesi: Portföyün izlenmesi neticesinde yatırımcı için daha uygun olduğu düşünülen alternatifler ortaya çıkmış ise portföy içeriğindeki yatırım araçlarının bir kısmı veya tamamı değiştirilir, gerekli alım satım işlemleri gerçekleştirilir.

b. Portföyün Vekil Sıfatıyla Yönetilmesi

aa. Portföy Yöneticisinin Tasarruf Yetkisi

III-37.1 Tebliği'nde açıkça belirtildiği üzere, portföyü müşteri adına yöneten portföy yöneticisi, bu faaliyetini vekil sıfatıyla gerçekleştirmektedir. Portföy yöneticisinin vekil olarak addedilmesinin sebebi, faaliyetin konusu gereği bir takdir hakkını haiz olması gerekliliğidir. Avukatlık mesleğinde olduğu gibi bireysel portföy yöneticiliği de temel olarak, uzmanlığa dayalı bir iş görme edimi içerir. Portföy yöneticisi, yalnızca müşterinin talimatına göre hareket etmekle yükümlü bir çalışan değildir, yatırım kararı üzerinde takdir hakkı bulunmalıdır. Nitekim, portföy yöneticiliğini yatırım danışmanlığından ayıran temel unsurlardan biri, portföy yöneticisinin yatırım kararı almaya ilişkin yetkisidir.

Yatırım kararı vermek dış ilişkiye sirayet eden bir husustur. Yatırım danışmanı da müşterinin hiçbir katkısı olmaksızın bir portföy oluşturabilir, izleyebilir, gerektiğinde portföyü düzenleyebilir. Lâkin tavsiyelerini gerçekleştirip gerçekleştirilmeme noktasında, yani yatırıma ilişkin karar alma noktasında son söz müşteridedir. Halbuki portföyün yönetimi, portföydeki araçların müşteri adına veya hesabına alım satımının yapılabilmesini gerektirir. Bu da dış ilişki ile ilgidir. İşte bu nedenledir ki portföy yöneticisinin, portföydeki araçlar üzerinde tasarruf yetkisini de haiz olması gerekir. Bireysel portföy yöneticisinin tasarruf yetkisi, inanca devir veya temsil yetkisi ile sağlanmaktadır³⁹⁵.

³⁹⁵ KARAKAŞ, s. 34 vd; LORDT, s. 79-80. Portföy yönetim sözleşmesinde dolaylı temsilin uygulama alanı hakkında değerlendirmeler için bkz. İbrahim KAPLAN, *Portföy Yönetim Sözleşmesi (Portfolio-Management Agreement)*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1995, C. 18, S. 1, s. 60-61.

bb. Sözleşmesel İlişkinin Gerekliliği

Portföy yöneticisinin tasarruf yetkisine ilişkin gereklilik nedeniyle portföy yöneticiliği ancak sözleşmesel bir ilişki içinde sunulabilir. Nitekim portföy yöneticisi, bu tasarruf yetkisini müşteri ile arasındaki bireysel portföy yöneticiliği sözleşmesinden almaktadır.

Bireysel portföy yöneticiliği sözleşmesinin kurucu unsurları ve niteliği kanunda (mevzuatta) açıkça belirlenmiş değildir. III-37.1 Tebliği m. 42’de “*yetkili kuruluşun, müşteri ile ... Kurulca belirlenecek asgari unsurları içeren yazılı bir çerçeve sözleşme*” imzalayacağı belirtilmiş ve maddede sözleşme içeriğine ilişkin birtakım unsurlara yer verilmiş olması da sonucu değiştirmemektedir. Öte yandan, Tebliğ m. 42 hükmünün bir geçerlik şekli getirip getirmediği sorusu akla gelebilir. Öğretide KARAKAŞ, 2499 sayılı (mülga) SerPKn döneminde, normlar hiyerarşisinden hareketle bu soruyu olumsuz yönde yanıtlamıştır³⁹⁶. Öte yandan, 6362 sayılı SerPKn m. 2/2 hükmü ile SPK tebliğlerinin TBK’ya nazaran özel hüküm olarak konumlandırılması ve TBK m. 12/1 hükmünün birlikte ele alınmasıyla, artık yazılı şeklin bir geçerlik şekli olduğu savunulabilir.

Öğretide sözleşmenin niteliği tartışmalıdır³⁹⁷. Kendi içinde farklı gerekçeleri bulunmakla birlikte, öğretilerdeki görüşler üç genel başlık altında toplanabilirler: Portföy yönetim sözleşmesini sui generis, karma ve vekâlet sözleşmesi olarak nitelendirenler³⁹⁸... SPK’nın bu sözleşmeyi inanca işlem temeline dayalı bir vekâlet olarak nitelendirdiği görülmekte³⁹⁹, Yargıtay’ın ise karma nitelikli sözleşme olarak değerlendirdiğine ilişkin

³⁹⁶ KARAKAŞ, s. 27-28; aynı yönde İlke AYTEKİN GEMİCİ, *Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği*, 2005, Ankara: Ankara Üniversitesi (Yüksek Lisans Tezi), s. 42.

³⁹⁷ Aynı yönde İlke AYTEKİN GEMİCİ, *Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Sorumluluk*, 2005, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu (Yeterlik Etüdü), s. 9.

³⁹⁸ Görüşlere ilişkin ayrıntılı açıklamalar için bkz. Korhan ARMAĞAN, “Bireysel Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Kapsamında Portföy Yöneticisinin Hukuki Sorumluluğu”, *Ankara Barosu Dergisi*, 2022, S, 2, s. 265 vd. ve orada anılan yazarlar.

³⁹⁹ SPK, “Portföy Yönetim Şirketleri – Tanıtım Rehberi”, <https://spk.gov.tr/kurumlar/portfoy-yonetim-sirketleri/tanitim-rehberi>, (E.T. 15.06.2024).

kararlarına⁴⁰⁰ işaret edilmektedir⁴⁰¹. Kanaatimizce, portföy yöneticisinin tasarruf yetkisinin içeriğinin belirlenmesi bakımından, bireysel portföy yöneticiliği sözleşmesinin niteliğine ilişkin tartışmalar *çoğunlukla* teorik kalmaktadır. Zira bu tartışmalar daha çok temsil yetkisinin sınırlarını belirleme noktasında toplanmaktadır. Oysa bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinin doğumu için değerlendirilmesi gereken husus, temsil yetkisinin sınırları değil, tasarruf yetkisinin asgari düzeyde hangi unsurları içermesi gerektiğidir. Başka bir ifadeyle, asıl tartışılması gereken husus portföy yöneticisinin takdir yetkisinin sınırlardır.

cc. Portföy Yöneticisinin Takdir Yetkisi

Bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinin doğması için portföy yöneticisinin, en azından, müşterinin portföyüne yeni araçların alınması ve portföyündeki araçların satılması hususunda, III-37.1 Tebliği m. 42/b-c hükümleri saklı kalmak üzere, karar vermeye yetkili olması gerekir. Bu yetki özellikle portföyde hangi araçların bulunacağını ve alım satımın zamanlamasını takdir edebilme yetkisini içermelidir. Aksi halde, yani portföy yöneticisi bu işlemler için yetkili değil ise yatırımların gerçekleştirilmesine ilişkin işlemler (yatırım kararları) tamamen yatırımcının takdirinde bulunacaktır ki bu durum portföy yöneticiliğinin niteliğine aykırı olur. Zira bireysel portföy yöneticiliği yatırım danışmanlığından ayıran temel unsur, portföy yöneticisinin yatırım araçları üzerinde karar verebilme yetkisinin bulunmasıdır.

Bu noktada, yatırımcının talimat⁴⁰² verme hakkı ile portföy yöneticisinin tasarruf yetkisi birbiri ile çatışmaktadır. Bu çatışma MiFID II tanımında çok daha belirgin görülmektedir. Hatırlatmak gerekirse, bireysel portföy yöneticiliği Avrupa Birliği

⁴⁰⁰ "...davacı ile diğer davalı aracılık şirketi arasında akdedilen sözleşmenin ise doktrinde ve Dairemiz uygulamalarında (05.11.2009 tarih 2009/7920 E. 2009/11418 K. sayılı ilam ve 22.11.2010 tarih 2009/8161E. 2010/11870 K. sayılı ilam) menkul kıymet alım satım (portföy yönetim) sözleşmelerinin; vekalet, komisyon ve vedia sözleşmelerine ilişkin unsurların kimi zaman tamamının, kimi zaman bir kısmının yansıtıldığı karma nitelikli sözleşmeler olduğu kabul edilerek, ortaya konulan karma niteliğinin bir sonucu olarak da taraflar arasında bir uyumsuzluk doğması halinde bu karma sözleşmeyi oluşturan unsurların ait olduğu sözleşme tiplerine ilişkin hükümlerin kıyasen uygulanacak olmasına, somut uyumsuzlukta uyumsuzluğun sözleşmenin vedia yönünün ihlalden kaynaklanmasına ve 10 yıllık zamanaşımı süresinin uygulanacak olmasına göre..." **Yargıtay 11. HD**, E. 2016/5095, K. 2017/4098, T. 12.07.2017.

⁴⁰¹ **ARMAĞAN**, s. 264..

⁴⁰² Vekâlet sözleşmeleri kapsamında talimat kavramı için bkz. **Tuğçe TEKBEN**, *Vekâlet İlişkilerinde Vekâlet Veren Talimatı ve Hukuki Sonuçları*, 2021, İstanbul: On İki Levha, s. 74 vd.

hukukunda “bir veya daha fazla finansal araç içeren portföylerin, müşteri talimatlarına uygun biçimde ve müşteri bazında takdir olarak yönetilmesi” şeklinde tanımlanmıştır.

Konuyu Alman hukuku bağlamında ele alan MADEL, portföydeki araçlara ilişkin işlem yapılması hususunda portföy yöneticisinin bağımsız olarak karar alabilme yetkisine sahip olması gerektiğini belirtmektedir. Buna göre, belirli bir yatırım kararının (belirli sermaye piyasası aracının belirli bir zamanda satılması gibi), nihayetinde portföy yöneticisinin kendi takdirine dayanması halinde böyle bir yetkiden söz edilebilir⁴⁰³. Yazar, portföy yöneticisinin, her işlemde önce yatırımcının rızasını alması mecburiyetinde olması halinde, takdir yetkisinden söz edilemeyeceğini vurgulamaktadır⁴⁰⁴. LORDT da aynı yönde görüş bildirmekte, yatırımcının, kendisine önceden danışılmasını dahi gerektirmeksizin, işlem yapma hususunda karar alabilmesi için portföy yöneticisini sözleşme ile yetkilendirdiğinin altını çizmektedir⁴⁰⁵. Öte yandan, bu açıklamalardan portföy yöneticisinin mutlak bir takdir yetkisinin bulunduğu çıkarımı yapılmamalıdır. Aksine, karar almaya yönelik takdir yetkisi oldukça geniş yorumlanmakta; bu yetki fiilen sıfır noktasına indirgenmedikçe bireysel portföy yöneticiliğinin doğacağı vurgulanmaktadır⁴⁰⁶.

dd. Türk Hukukunda İlgili Tartışmalar ve Takdir Yetkisine İlişkin Görüşümüz

Türk öğretisinde esasen, bireysel portföy yöneticiliğinin doğumu için gerekli şartlar derinlemesine ele alınmış değildir. Bunun yanında, ilgili sayılabilecek tartışmalarda ise Tebliğ’in yazım dili ve vekâletin doğasından kaynaklanan unsurlar etkili olsa gerek, “takdir yetkisi” kavramı kullanılmamaktadır. İlgili sayılabilecek tartışmalardan kastımız bireysel portföy yöneticiliği sözleşmesinin niteliğine dair tartışmalardır. İşte bu noktada, müşterinin talimat verme yetkisinin tavan sınırı ile portföy yöneticisinin tasarruf yetkisinin taban sınırına yönelik görüşler, portföy yöneticiliğinin kurucu unsurlarına ışık tutmaktadır.

⁴⁰³ MADEL, s. 114 ve orada anılan yazarlar.

⁴⁰⁴ *a.g.e.*

⁴⁰⁵ LORDT, s. 77.

⁴⁰⁶ MADEL, *op. cit.*; LORDT, *op. cit.*

Doktrinde, yatırımcının talimatları genel veya özel nitelikli şekilde ayrılmaktadır⁴⁰⁷. Genel nitelikli talimatlar yatırım politikasının belirlenmesine, örneğin risk ve getiri tercihinine veya yatırım araçlarının sınıfına (yabancı ülke ortaklık payları gibi) talimatlardır. Özel talimatlar ise çok daha somut, örneğin hangi sermaye piyasası aracının alım ya da satımının yapılacağı veya zamanlamasının ne olacağı hususlarına ilişkin talimatlardır. Yatırımcının, portföy yöneticisine genel talimat verebileceği hususunda şüphe bulunmamaktadır⁴⁰⁸. Kanaatimizce bu hususta bireysel portföy yöneticiliği sözleşmesinin niteliğinin yanında, III-37.1 Tebliği'nden de yararlanılabilir. Zira bireysel portföy yöneticiliği faaliyeti sırasında müşteriye yerindelik testi uygulanmalıdır. Esasen yerindelik testi ile zaten müşteriye ilişkin yatırım politikası belirlenmekte olup, doktrinde örneklendirilen genel talimatlar da çoğunlukla yerindelik testi kapsamındaki bilgilere ilişkindir.

Öte yandan özel talimatlar hususunda tartışma bulunmaktadır. KARAKAŞ, vekâlet temelinden hareket ederek, özel talimatların teknik anlamda talimat olmadıklarını; bunların vekilin kabulüne bağlı özel birer vekâlet olduklarını öne sürmektedir⁴⁰⁹. Yazar gerekçe olarak, özel talimatların portföy yönetiminin amacıyla uyuşmadığını ki bu amacın “*yatırım hakkında karar verme yetkisinin portföy yöneticisine aktarılması*” olduğunu belirtmektedir. YILDIRIM ise yine vekâlet temeline dayanmakla birlikte aksi yönde sonuca varmaktadır. Yazara göre özel ve genel talimatlar arasında böyle bir ayırım yapmak gereksiz olduğu gibi bireysel portföy yöneticiliği müşterisinin amacı (kolektif portföy yönetiminin aksine) yatırımı üzerinde söz sahibi olmaktır⁴¹⁰.

Kanaatimizce, yukarıda atfedilen Alman hukukundaki görüşler, Türk hukukunda da uygulanabilir. Zira öğretimizde portföy yöneticisinin temsil yetkisinin sınırlarına dair ortaya atılan her görüş, aslında dolaylı olarak yöneticinin belirli bir hareket alanına ve takdir yetkisine sahip olması gerektiğini ortaya koymaktadır. Nitekim, bireysel portföy yöneticiliği sözleşmesinin niteliği veya baskın karakteri ne şekilde değerlendirilirse değerlendirilsin, bir uzmanlık mesleğinin vekil sıfatıyla icra edilmesi bu takdir yetkisini gerektirir.

⁴⁰⁷ KARAKAŞ, s. 88-89; YILDIRIM, s. 110-111.

⁴⁰⁸ *a.g.e.*

⁴⁰⁹ KARAKAŞ, *op. cit.*

⁴¹⁰ YILDIRIM, s. 113.

c. Portföy Bireysel Olarak Yönetilmesi

Portföyün bireysel olarak yönetilmesinin birkaç farklı yönü vardır. İlk olarak, bu ölçüt bireysel ve kolektif portföy yöneticiliğinin ayrımında etkilidir. Bireysel portföy yöneticiliği, her bir müşterinin kendi münferit profiline göre icra edilir. Kolektif portföy yöneticiliğinde ise yatırım ortaklığının ya da fonunun çok sayıda yatırımcının profillerinin ayrı ayrı dikkate alması söz konusu değildir.

İkinci olarak, bireysel portföy yönetimi de yatırım danışmanlığında olduğu gibi müşteriye özel bir faaliyettir. Nitekim III.37.1 Tebliği m. 37/2 hükmünde de bireysel portföy yöneticiliğinin “*müşterinin mali durumuna, risk-getiri tercihlerine ve yatırım süresine uygun portföyler*” oluşturulmasını ve bunların yönetilmesini içerdiği belirtilmektedir.

Bu bağlamda, yatırım danışmanlığında olduğu gibi, portföy yöneticiliğinin “bireysel” olarak nitelendirilmesi için yatırımcının kişisel durumuna ilişkin bilgilerden hangilerinin dikkate alınmış olması gerektiği tartışılabilir. Şu var ki yatırım tavsiyelerinin kişiselliğine ilişkin tartışmaların, portföyün müşteriye özel olarak yönetilmesi hususuna pek de sirayet etmediği görülmektedir. Hatta MiFID II Komisyon Tüzüğü’nde yatırım danışmanlığının tanımlanması için bir hüküm konulmuş; ESMA, tavsiyelerin kişiselliğini detaylı olarak ele almıştır. Oysa, yine müşteriye özel bir faaliyet olan portföy yöneticiliği böyle derin değerlendirmelere layık görülmemiştir.

Esasen bu durum anlaşılabilir. Yatırıma ilişkin tavsiyeler genel tavsiye ve yatırım tavsiyesi şeklinde ayrıma tabi tutulmakta ve bu ayrım farklı sonuçlara yol açmaktadır. Ayrıca tavsiye sunulması sözleşmesel bir ilişki içinde veya sözleşme dışı icra edilebilen bir faaliyettir. Bu nedenlerle bir tavsiyenin “kişisel” olup olmadığının tespiti, yatırım danışmanlığı faaliyetinin doğup doğmadığının belirlenmesinde kilit bir rol oynamaktadır. Halbuki portföy yönetiminin ayırt edici unsuru, portföy yöneticisinin sözleşmesel bir ilişki içinde, vekil sıfatıyla yatırım kararını takdir etmeye yetkili bulunmasıdır. Portföyün bu şekilde yönetimi, yatırımcının kişisel bilgilerinin dikkate alınmasını *kural olarak* gerektirmekte, hatta içinde barındırmaktadır. Başka bir ifadeyle, portföy yöneticiliği bakımından istisnai olan, müşterinin kişisel durumunun dikkate alınmamış olmasıdır.

Yine de bireysel portföy yöneticiliği çerçevesinde, müşterinin kişisel durumunun hiçbir suretle veya yeterince dikkate alınmadığı hâller olabilir. Örneğin “copy trading” veya

“social trading” olarak adlandırılan yatırım kopyalama tekniğinde bu durum söz konusu olabilir. Keza portföy yöneticisinin takdir yetkisinin çok kısıtlı olduğu model portföye dayalı (standart) yönetimde de portföyün müşteriye özel olarak yönetilip yönetilmediği, dolayısıyla faaliyetin “bireysel” olup olmadığı tartışılabilir.

aa. Yatırım Kopyalama Yöntemiyle Bireysel Portföy Yöneticiliği

III-37.1 Tebliği m. 37/3 uyarınca, yatırım kopyalama suretiyle de portföy yöneticiliği icra edilebilir. Buna göre “müşterilere ... yatırım kuruluşları tarafından her türlü elektronik ortam aracılığıyla doğrudan sunulan veya yönlendirilen başka gerçek veya sanal portföylere ilişkin işlemlerin takip edilmesi ve/veya kopyalanmasını sağlayan imkanların sunulması şeklindeki yatırım danışmanlığı hizmetinin müşterinin kendi portföyünde otomatik olarak işlem yapılmasını sağlayacak şekilde her türlü mekanizma aracılığıyla sunulması (başka portföylerin takip edilmesi ve/veya kopyalanması) da bireysel portföy yöneticiliği kapsamındadır”⁴¹¹.

Yatırım kopyalama tekniğinde gerçek bir yatırımcının veya önceden modellenmiş bir portföyüne ilişkin işlemler takip edilmekte, kopyalanmaktadır. Kanaatimizce, yatırım kopyalama yönteminde müşterinin kişisel durumunun dikkate alınması gerekli olmayıp, bu yöntem kanun (Tebliğ) gereği portföy yöneticiliği faaliyetinin kapsamında alınmıştır. Bu itibarla yatırım kopyalamanın müşteriye özel olup olmadığı, dolayısıyla portföy yöneticiliği sayılıp sayılmayacağı şeklinde tezahür edebilecek bir tartışmanın da önüne geçilmiştir.

bb. Model Portföye Dayalı (Standart) Yönetim

Portföyün yönetimi, müşterileri (risk profili gibi) belirli ölçütlere göre gruplayarak, bu gruplar için standart modellerin oluşturulması ve revizyon işlemlerinin de model bazında yapılması suretiyle icra edilebilir. Esasen standart yönetim, robo-danışmanlıkta uygulanan temel tekniktir. Esasen, portföyün hangi ölçütlere göre yönetildiği faaliyetin nitelendirilmesinden ziyade portföy yönetiminin gereği gibi yerine getirilip getirilmediği ile alakalıdır. Öte yandan, özellikle robo-danışmanlar bakımından, acaba portföy yönetiminde müşterinin kişisel durumunun dikkate alınmadığı, yönetiminin standart modeller

⁴¹¹ SPL, 1005 Yatırım Kuruluşları, s. 20.

çerçevesinde yürütüldüğüne ilişkin uyarı notları, faaliyetin “bireysel” portföy yöneticiliği olarak nitelendirilmesine engel teşkil eder mi?

Kanaatimizce bu sorunun cevabı olumsuz olmalıdır. Öncelikle, karşılaştırma yapılacak olursa, standart portföy yönetimi, yatırım danışmanlığının “*belirli bir gruba*” yönelik olarak sunulmasından farklı bir teknik değildir. Bireysel portföy yöneticiliğinin tanımında bu husus açıkça belirtilmemiş olmakla birlikte, faaliyetin doğası gereği belirli bir ölçüde standartlaştırma fiili bir ihtiyaçtır. İkinci olarak, yatırım tavsiyeleri bağlamında müşterinin kişisel durumunun dikkate alınması bakımından eşğin düşük tutulmasına, yani müşterinin herhangi bir kişisel verisinin dikkate alınmış olmasının yeterli olacağına ilişkin görüşümüz⁴¹², bireysel portföy yöneticiliği bakımından evleviyetle geçerlidir. Bireysel portföy yöneticiliğinde yatırım kararının takdiri portföy yöneticisinde olduğu için yatırımcının korunması ihtiyacı burada çok daha belirgindir. Üçüncü olarak, i-SPK.37.1 Rehberi’nde yer alan isabetsiz açıklamalar da görüşümüzün bireysel portföy yöneticiliği bağlamında de lege lata tatbikine engel değildir. Dördüncü olarak, III-37.1 Tebliği’nin gerek 45/1 gerek 37/2 belirtilen, müşterinin kişisel durumuna ilişkin bilgiler sınırlayıcı olmayıp, bu iki hüküm arasındaki dil farkı kanaatimizce bilinçli değildir. Kaldı ki Tebliğ m. 37/2 hükmünün “kapsar” eylemi ile bitirilmesi de hükümdeki ölçütlerin sınırlayıcı olmadığını işaret etmektedir.

Netice itibariyle model portföye dayalı yönetim de kanaatimizce yine bireysel portföy yöneticiliği kapsamındadır. Nitekim Alman hukukunda da aynı yönde görüşler bildirilmektedir⁴¹³.

2. Portföyün Maddi Menfaat Karşılığında Yönetilmesi

Yatırım danışmanlığının aksine, portföy yöneticiliği faaliyeti, karşılığında maddi bir menfaat sağlanmasına, yani karşılığında herhangi bir ekonomik yarar taahhüt edilmiş olmasına bağlıdır. III-37.1 Tebliği m. 37/1 hükmünde belirtildiği üzere, maddi menfaat doğrudan veya dolaylı olabilir. Doğrudan menfaat çoğunlukla ücret veya komisyon şeklinde

⁴¹² Bkz. yukarıda İkinci Bölüm, §1.V.A.5, De Lege Ferenda Düzenleme Önerilerimiz.

⁴¹³ Standart portföy yönetiminin kolektif portföy yöneticiliği olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği de akla gelebilir. MADEL, bu fikre isabetli olarak karşı çıkmaktadır. Zira yönetim her ne kadar önceden belirlenmiş modellere göre ve standartlaştırılmış biçimde yürütülse de müşteri varlıkları bir havuzda toplanmış değildir. MADEL, s. 111-112. Ayrıca bkz. LORDT, s. 76-77.

ortaya çıkmaktadır. Portföy yöneticiliği karşılığında ücret veya komisyon alınmamasına rağmen, bu hizmetin sadece kuruluş müşterisi olma şartına bağlanması veya bu hizmetin sunulması neticesinde aracılık komisyonuna hak kazanılacak olması gibi durumlarda ise dolaylı menfaat söz konusudur⁴¹⁴.

Portföyün yönetilmesine karşılık maddi menfaat sağlanması tek başına yeterli değildir. Bu faaliyetin düzenli bir uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet çerçevesinde sunulmuş olması gerekir ki sunulan faaliyet SerPKn bağlamında bireysel portföy yöneticiliği olarak nitelendirilsin. Esasen V/59 (mülga) Tebliği⁴¹⁵ m. 4/3'te yer alan “*alım satıma aracılık faaliyetinin yürütülmesi sırasında, bu faaliyetin içeriğiyle ilgili olarak süreklilik arzetmeksizin verilen*” hizmetlerin portföy yöneticiliği kapsamında olmadığına ilişkin düzenleme, bu gerekliliği kısmen işaret etmekte, fakat buna ilişkin açık bir hüküm bulunmamaktaydı. Aynı şekilde III-37.1 Tebliği'nde de bireysel portföy yönetiminin düzenli bir uğraşı çerçevesi sunulması gerekliliğini belirten açık bir hüküm yer almamaktadır. Ne var ki yatırım danışmanlığında olduğu gibi, SerPKn m. 39/1 hükmü marifetiyle SerPKn bağlamında bireysel portföy yöneticiliğinin de ancak düzenli bir uğraşı, ticari veya mesleki bir faaliyet çerçevesinde sunulması halinde söz konusu olacağı ileri sürülebilir⁴¹⁶.

3. Yönetilen Portföyün Finansal Varlıklardan Oluşması

Ülkemizde bireysel portföy yöneticiliğine ilişkin ilk düzenlemeler, yatırım danışmanlığına benzer biçimde, portföy kapsamını sermaye piyasası araçları ile sınırlandırmıştı⁴¹⁷. Buna karşın, 2003 yılında yürürlüğe giren V/59 (mülga) Tebliği ile portföye dahil edilebilecek araçlar genişletilmiş, III-37.1 Tebliği'nde de aynı esas benimsenmiştir. Günümüzde, genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden farklı olarak, bireysel portföy yöneticiliğinin konusu sermaye piyasası araçları ile sınırlı değildir. Bireysel portföy yöneticiliğine konu olan portföy, “finansal”

⁴¹⁴ Dolaylı menfaat hakkında bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 135-136.

⁴¹⁵ Seri :V, No: 59 Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği, RG. 21.01.2003 25000.

⁴¹⁶ Ayrıntılı açıklamalar için bkz. yukarıda İkinci Bölüm, §1, III, ROBO-DANIŞMANLAR TARAFINDAN TAVSİYE SUNULMASININ TİCARİ VEYA MESLEKİ FAALİYET ÇERÇEVESİNDE OLMASI.

⁴¹⁷ Bkz. **GEMİCİ**, Hukuki Nitelik, s. 12, 21 dn. 36.

varlıklardan oluşmalıdır. Finansal varlıklar, sermaye piyasası araçlarını da içine alan daha geniş bir küme oluşturmaktadır. Elbette bu varlıkların hangileri olduklarının tespiti gerekir.

V/59 (mülga) Tebliği m. 3/b hükmünde finansal varlıklar tanımlanmış, aynı tanım III-37.1 Tebliği 3/e hükmünde korunmuştur. Buna göre “*sermaye piyasası araçları, para piyasası araç ve işlemleri, nakit, döviz, mevduat, katılma hesabı ile Kurulca uygun görülen diğer varlık ve işlemler*” finansal varlık olarak değerlendirilmekte ve bireysel portföy yöneticiliğinin konusu olabilmektedir⁴¹⁸.

Bu çerçevede özellikle para piyasası araçları ile mevduatın bireysel portföy yöneticiliğine konu olması robo-danışmanlar bakımından önem arz etmektedir. Zira birinci nesil robo-danışmanların tavsiye sundukları ürünler sırasıyla yatırım fonları, döviz veya mevduat ile ortaklık payları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Yatırım danışmanlığı kapsamında tavsiye sunulabilecek ürünlerin yalnızca sermaye piyasası araçları ile sınırlandırılmış olması birinci nesil robo-danışmanlık hizmetlerinin nitelendirilmesi bakımından tartışmalara yol açmaktayken, ikinci nesil robo-danışmanlar bakımından bu tartışmalara gerek kalmamaktadır.

4. Diğer Hususlar

a. Portföyün Saklanması

Saklama hizmetleri esasen, SerPKn m. 37/1-ğ hükmü uyarınca, ayrı birer yatırım faaliyeti olarak düzenlenmiştir. Saklama hizmetlerinin tanımı ise III-37.1 Tebliği m. 59’da yapılmış olup, robo-danışmanlar bakımından özellikle önem arz eden husus birinci fıkranın (a) bendinde yer almaktadır. Buna göre *yatırım hizmet ve faaliyetleri sebebiyle ... veya idare etmek için ... veya her ne nam altında olursa olsun müşteriye ait kayden veya fiziken tevdi veya teslim edilen sermaye piyasası aracının merkezi saklama kuruluşlarında ve/veya yatırım kuruluşunun kendi nezdinde ve/veya işleme konu sermaye piyasası aracının niteliği itibariyle gerekli olması halinde başka bir yatırım kuruluşu nezdinde müşteri hesabına hak sahibi bazında tutulması ve izlenmesi, her hâlükârda müşteri hesaplarına*

⁴¹⁸ V/59 (mülga) Tebliği’nde finansal varlık olarak sayılan “vadeli işlem ve opsiyonlar” ibaresi III-37.1 Tebliği’nin tanımın bulunmamasında ise de bu husus kapsam farklılığı yaratmamaktadır. Zira 6362 sayılı SerPKn ve III-37.1 Tebliği kapsamında, türev araç niteliğindeki vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri de sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmektedir. Nitekim sermaye piyasası araçları da yine finansal varlık kümesindedir.

erişim yetkisi olması saklama hizmeti olarak değerlendirilmektedir. Maddenin üçüncü fıkrası uyarınca, saklama hizmetleri genel ve özel olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Genel saklama hizmeti, kuruluşun yetkili olduğu yatırım faaliyetinden bağımsız olarak, ayrıca sunduğu bir hizmettir. Buna karşın, özel saklama hizmeti ise işlem veya portföy aracılığı ya da bireysel portföy yöneticiliği gibi fıkra da sayılan hizmetlere konu sermaye piyasası araçlarının yine bu hizmetlerle sınırlı amaçlar dahilinde saklanması ifade eder.

Tebliğ’de bireysel portföy yöneticiliği kapsamında yönetilen finansal varlıkların saklanması da yine saklama hizmeti kapsamında değerlendirileceği açıkça belirtilmiştir. Bu kapsamdaki saklama hizmeti kural olarak özel nitelikliken, genel saklama hizmeti olarak sunulmasına bir engel de yoktur⁴¹⁹.

Öte yandan, bireysel portföy yöneticiliği hizmetini sunan kuruluşlar, mutlaka saklama hizmeti de sunmak zorunda değildir. Nitekim III. 37.1 Tebliği m. 39/3 uyarınca portföy yöneticisi kuruluş re’sen veya müşterinin talebi üzerine, saklama hizmetini başka bir yatırım kuruluşundan temin edebilir⁴²⁰. Her halde, portföy yöneticisi kuruluş ile saklayıcı kuruluş arasında, “saklama sözleşmesi” akdedilmesi gerekir⁴²¹. Netice itibarıyla, bir faaliyetin bireysel portföy yöneticiliği olarak nitelendirilmesi için saklama hizmetinin de sunulması gerekli değildir; saklama hizmeti dışarıdan alınabilir.

b. Yatırım Fonlarının Durumu

Yukarıda açıklandığı üzere yatırım fonlarına ve bu fonların katılma paylarına ilişkin tavsiye sunulması faaliyeti, III.37.1 Tebliği’nin 45’inci maddesinin 5 ilâ 6’ncı fıkraları kapsamında, yatırım danışmanlığının kapsamından kural olarak muaf tutulmuştur. Buna karşın, Tebliğ’de bireysel portföy yöneticiliği bakımından düzenlenmiş bir muafiyet söz konusu değildir. Yatırım fonu katılma payları da birer finansal varlık olduğuna ve Tebliğ kapsamında bir muafiyet hükmü bulunmadığına göre, yatırım fonu katılma paylarından oluşan portföylerin yönetilmesi de yine bireysel portföy yöneticiliği faaliyeti olup, bu faaliyete ilişkin tüm hükümlere tabidirler.

⁴¹⁹ Bkz. III-37.1 Tebliği m. 59/2,3-a; m. 43/1.

⁴²⁰ Bkz. III-37.1 Tebliği m. 39/3 ve m. 43/2.

⁴²¹ Bkz. III.37.1 Tebliği m 62/3.

Öte yandan, emeklilik yatırım fonu paylarına ilişkin olarak, bu noktada açıklanmasında yarar bulunan birkaç husus mevcuttur. BES Yönetmeliği m. 10/3 ve 13/1 uyarınca, BES sistemi içinde fon dağılımı değişikliği kural olarak katılımcı tarafından gerçekleştirilebilir. Yönetmelik m. 10/2 uyarınca katılımcı, dağılım değişikliği hakkını, SPK tarafından portföy yöneticiliğine yetkilendirilmiş bir kuruluşa devredebilir.

Söz konusu dağılım değişikliği hakkı ve bu hakkın devrine ilişkin ayrıntılar SEDDK'nın 2017/21 Genelgesi ile düzenlenmiştir. Genelge m. 4/1'de dağılım değişikliği hakkının yalnızca portföy yönetim şirketlerine devredilebileceği düzenlenmiştir ki bu husus Yönetmelik'e uygun değildir. Zira portföy yöneticiliği için yetkili olan kuruluşlar portföy yönetim şirketleri ile sınırlı değildir.

Bu noktada önem arz eden husus dağılım değişikliği hakkı devrinin, bireysel portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında olup olmadığı meselesidir. Başka bir ifadeyle portföy yönetim şirketleri tarafından sunulan, BES katılımcılara ait bireysel emeklilik fonlarına ilişkin dağılım değişikliklerinin gerçekleştirilmesi hizmetinin, bireysel portföy yöneticiliği olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceği açıklığa kavuşturulmalıdır.

Kanaatimizce bu soruya olumlu yanıt verilmelidir. Öncelikle Genelge m. 4/3'te "*Fon tercih ve fon dağılımı değişikliği hakkını hakkı kendisine devredilen portföy yönetim şirketi, risk profil anketi sonuçlarını ve piyasa koşullarını dikkate alarak, katılımcıların fon tercih ve fon dağılımı değişikliklerini, portföy yönetim sözleşmesi yürürlükte olduğu sürece ve sözleşme hükümleri dahilinde vekil sıfatıyla gerçekleştirir*" hükmüne yer verilmiştir. Söz konusu tanım, bireysel portföy yöneticiliğinin tanımı ve unsurları ile örtüşmektedir. İkinci olarak, Genelge kapsamında, söz konusu faaliyetin bireysel portföy yöneticiliği olarak nitelendirilmesi engelleyici bir hüküm bulunmamaktadır. Katılımcıya yapılacak olan anket veya bilgilendirmeler gibi hususlarda Genelge'de bazı ayırık düzenlemeler mevcut olsa da bunlar portföy yönetim şirketinin yükümlülükleriyle ilgilidir. Üçüncü olarak, gerek Yönetmelik gerek Genelge kapsamında, devrin ancak portföy yöneticiliğine yetkili bir kuruluşa yapılabilecek olması gerekliliği de görüşümüzü desteklemektedir.

O halde, portföy yönetim şirketleri tarafından, BES katılımcılara ait bireysel emeklilik fonlarını içeren portföylerin yönetilmesi (dağılım değişikliklerinin gerçekleştirilmesi) de bireysel portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamındadır.

5. Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme

Müşterilere ait portföylerin algoritmalar aracılığıyla yönetilmesi de günümüzde mümkün ve uygulama alanına sahiptir. Algoritmik portföy yönetimi birçok farklı model çerçevesinde icra edilebilir. Fakat algoritmik portföy yönetim sistemleri hususunda şu temel ayrıma her halde ihtiyaç duyulmaktadır: Müşteri ile etkileşimli olan ve olmayan sistemler.

Müşteri ile etkileşimli olmayan sistemler, adeta birinci nesil robo-danışmanların insan portföy yöneticileri tarafından kullanılması şeklinde görülmektedir. Algoritmik karar sistemi tarafından üretilen çıktılar, insan uzmanların takdirine sunulmakta, yatırım kararı yine insan portföy yöneticisi tarafından alınmaktadır. Bu itibarla müşteri ile etkileşimli olmayan sistemler bakımından, “yönetim” faaliyetinin algoritmik olarak gerçekleştirildiğini ifade etmek pek mümkün görünmemektedir.

Buna karşın, müşteri ile etkileşimli sistemlerde, yatırım kararı algoritma tarafından verilmekte, işlemler otomatik olarak elektronik emir iletimi veya algoritmik alım satım vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir. Nitekim yatırım kararlarının algoritmik olarak alınması, III-37.1 Tebliği kapsamında bireysel portföy yöneticiliğinin doğumuna engel de değildir. Hatta Tebliğ kapsamında yatırım kopyalama dahi bireysel portföy yöneticiliği olarak değerlendirildiğine göre ikinci nesil robo-danışmanlar evleviyetle bu kapsamda görülmelidir.

Ülkemizdeki robo-danışmanlık uygulamaları incelendiğinde, temel olarak Garanti BBVA Emeklilik Otomatik Fon Koçu ve Anadolu Hayat Emeklilik FonMatik ROBO örnekleri öne çıkmaktadırlar.

Fon Koçu’na ilişkin olarak şu açıklamalara yer verilmektedir: “*Otomatik Fon Koçu piyasalara ve risk profilinize göre belirlenen fon dağılım değişikliklerini sizin adınıza sözleşmenize otomatik olarak uygular. Yaptığı değişiklikler ve fon getirilerinizin durumu ile ilgili sizi düzenli olarak bilgilendirir*”⁴²²; “*Fon Koçu, her ay size piyasa koşullarına, yaşınıza ve risk profilinize uygun fon paketini önerir. Bu fon önerilerini uygulayıp uygulamamak sizin tercihinize kalır. Otomatik Fon Koçu ise bu önerileri ilgili sözleşmenize*

⁴²² GARANTİ BBVA EMEKLİLİK, “Fon Koçu”, <https://www.garantibbvaemeklilik.com.tr/fon-kocu>, (E.T. 01.04.2024).

otomatik olarak uygular. Size sadece birikimlerinizi kontrol etmek kalır”⁴²³. Kuruluş, Otomatik Fon Koçu’nun 2017/21 Genelgesi çerçevesinde hizmet sunduğunu vurgulamaktadır.

FonMatik ROBO’nun tanıtımında ise şu ibareler yer almaktadır: “Size en uygun fon dağılımını, yatırımcı karakterinizi dikkate alarak belirler, piyasa koşullarını yakından izleyerek fon dağılımınızı düzenli olarak kendisi değiştirir, yaptığı değişikliği ve fon getirilerinizi güncel finansal göstergelerle birlikte sizinle paylaşır”⁴²⁴. Nitekim portföy yönetim şirketi İş Portföy’ün aynı araca ilişkin olarak hazırladığı tanıtım videosunda da aracın profesyonel fon dağılımı hizmeti sunduğu, fon dağılımını otomatik olarak gerçekleştirdiği vurgulanmıştır⁴²⁵.

Yukarıdaki örneklerden bağımsız olarak, ikinci nesil robo-danışmanlar da birinci nesil olanlar gibi önce bir anket vasıtasıyla müşterinin kişisel bilgilerini toplayabilmektedir. Akabinde algoritmik sistem, söz konusu müşteriye gruplandırmakta ve gruplara tahsis edilmiş olan yatırım stratejileri çerçevesinde bir portföy dağılımı meydana getirmektedir. Robo-danışmanlar tarafından, çoğunlukla model portföye dayalı (standart) portföy yönetimi gerçekleştirildiği söylenebilir. Yukarıda açıkladığımız üzere standart portföy yönetimi de kural olarak bireysel portföy yöneticiliği olarak görülmelidir. Bunların dışında, ikinci nesil robo-danışmanlar da yine doğrudan veya dolaylı bir menfaat çerçevesinde sunulmaktadır. Bu menfaat abonelik ücreti şeklinde tezahür edebileceği gibi ilgili kuruluşun müşterisi olunması şartı şeklinde bir görünüme de sahip olabilir. Ülkemizdeki mevcut örneklerde, yönetilen portföylerin bireysel emeklilik fonlarından oluştuğu görülmektedir.

Bu noktada unutulmaması gereken husus, vekil sıfatının hâlâ portföy yöneticisi gerçek veya tüzel kişide olduğudur. Zira algoritmaların tüzel kişiliği bulunmadığı gibi otonom olsalar dahi, portföy yönetim sözleşmesi yetkili kuruluş ile müşteri arasında akdedilmektedir. Bu itibarla, yetkili kuruluş bireysel portföy yönetimi hizmetini ister insan

⁴²³ *a.g.e.*

⁴²⁴ ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK, “FonMatik ROBO”, <https://www.anadoluhayat.com.tr/urunlerimiz/fonmatik-robo>, (E.T. 15.06.2024).

⁴²⁵ İŞ PORTFÖY YÖNETİMİ, “FonMatikROBO – Webcast”, *Youtube*, 04:26, <https://www.youtube.com/watch?v=SJMegpmBfGM&t=274s>, (E.T. 15.06.2024).

uzmanlar vasıtasıyla ister algoritmalar aracılığıyla sunsun, her hâlde müşterinin muhatabı konumundadır.

Esasen birinci ve ikinci nesil robo-danışmanlar arasındaki temel fark portföydeki araçların alım satım işlemlerinin otomatik olarak gerçekleştirilmesidir. Dolayısıyla robo-danışmanlık hizmetlerinin bireysel portföy yöneticiliği olarak nitelendirilebilmesi için en önemli unsurlardan biri elektronik emir iletimine veya alım satıma imkân tanıyan sistemlerin varlığıdır. Nitekim ülkemizde, özellikle, yatırım fonları bakımından fon kurucularının, para piyasası araçları bakımından bankaların bilgi sistemleri; ortaklık payları ve vadeli işlemler için BISTECH platformu bu işlevi yerine getirmektedir.

O halde, SerPKn ve III-37.1 Tebliği kapsamında, ikinci nesil robo-danışmanlık hizmetleri, bireysel portföy yöneticiliği faaliyeti olarak nitelendirilebilir.

B. Robo-Danışmanlık Hizmetlerinin Kolektif Portföy Yöneticiliği Çerçevesinde Değerlendirilmesi

Kolektif portföy yöneticiliği, diğer adıyla portföy işletmeciliği⁴²⁶, kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetilmesidir. Bu itibarla, kolektif yatırım kuruluşlarına özetle değinmek yararlı olur.

1. Kolektif Yatırım Kuruluşları

Kolektif yatırım kuruluşlarının tarihinin 1800'lü yıllara dek uzandığı ve amacının kolektif olarak toplanan haklarla oluşturulan portföylerin riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde profesyonel anlamda işletilmesi olduğu belirtilmektedir⁴²⁷. Bu kuruluşlar vasıtasıyla birçok kişinin birikimi bir araya toplanmakta, böylece bireysel olarak yapılabilecek tasarruflara nazaran çok daha büyük ölçekli yatırımlar yapılabilmektedir⁴²⁸.

⁴²⁶ Bkz. GÜNAL, s. 354, 381.

⁴²⁷ Burçak YILDIZ, *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri*, 2004, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 16 dn. 15; Füsün NOMER ERTAN, "6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı", *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, 2013, C. LXXI, S. 2, s. 131.

⁴²⁸ YILDIZ, *Katılma Belgeleri*, s. 15-16;

Kolektif yatırım kuruluşları, SerPKn m. 3/1-m uyarınca, yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları olmak üzere iki ayrı biçimde örgütlenebilirler⁴²⁹.

Yatırım ortaklıkları, faaliyet konusu portföy işletmek olan anonim ortaklıklardır. Başka bir ifadeyle kolektif yatırım kuruluşlarının, anonim ortaklık yapısı altında örgütlenmiş türleri olup; diğer anonim ortaklıklardan özellikle faaliyet konusu itibariyle ayrılmaktadır⁴³⁰. SerPKn m. 48/1 kapsamında “*sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklar*” olarak tanımlanmıştır. Yatırım ortaklıkları; sermaye yapısına göre sabit sermayeli ve değişken sermayeli; portföy yapısına göre menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları şeklinde sınıflandırılabilirler⁴³¹. Yatırımcılar, yatırım ortaklığının ihraç ettiği ortaklık paylarını edinerek, bu kuruluşlara yatırım yapmaktadır. Böylece yatırımcıların portföylerini bireysel olarak takip etmeleri veya bireysel portföy yönetim hizmeti almalarına gerek kalmamaktadır. Bunların yerine, yatırımcıların pay karşılığında getirdikleri sermaye, yatırım ortaklığının profesyonel yönetimince yapılan yatırımlarda, daha açık bir ifadeyle işletilen portföyde kullanılmaktadır. Yatırımcılar ise başta kâr payı gibi ortaklık hakları ve ortaklık payının değer farkı üzerinden getiri elde etmektedir.

Yatırım fonları ise yine portföy işletme amacını taşıyan, fakat tüzel kişiliği bulunmayan kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Yatırım fonları SerPKn m. 52/1 hükmünde “... *tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı*” olarak tanımlanmıştır. Söz konusu fonlar, portföy yönetim şirketleri tarafından kurulmakta ve işletilmektedir. Yatırım fonlarının tüzel kişiliği bulunmamakla birlikte, SerPKn m. 52/5

⁴²⁹ Türk hukukunda yer almayan, daha çok Anglo-Amerikan hukukunda rastlanan “investment trust” modeline de işaret edilmektedir. **ERTAN**, s. 134. Bu kavram hakkında detaylı bilgi için bkz. **Kemal Tahir GÜRİSOY**, *Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları*, 1977, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 3-4; **Güven VURAL**, *Yatırım Ortaklıkları*, 1978, Ankara: Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, s. 17 vd.

⁴³⁰ **VURAL**, s. 22.

⁴³¹ 2499 sayılı (mülga) SerPKn dönemindeki sınıflandırmalar için bkz. **GÜNAL**, s. 355 vd.

çerçevesinde bazı hukuki işlemler için bunlara sınırlı tüzel kişilik tanınmıştır. Daha da önemlisi, fonun malvarlığı ile fon kurucusu portföy yönetim şirketinin malvarlığı birbirinden ayrılmıştır⁴³². Yatırım ortaklığının malvarlığı, ortaklık tüzel kişiliğine aittir. Yatırım fonlarının malvarlığı ise fon kurucusu portföy yönetim şirketinin malvarlığının ayrılmış ve fonun amaçlarına özgülenerak koruma altına alınmıştır⁴³³.

Hem yatırım ortaklıklarında hem de yatırım fonlarında kural olarak üçlü bir ilişki söz konusudur. Bu ilişki kolektif yatırım kuruluşunun portföyünün yöneticisi – portföy saklama kuruluşu – yatırımcı arasında meydana gelir. Yatırım ortaklıkları portföylerini kendileri yönetebilecekleri gibi dışarıdan portföy yönetim hizmeti de alabilirler. Yatırım fonları da kurucu portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilebilir veya aynı şekilde dışarıdan hizmet alabilirler. SerPKn m. 56 uyarınca, her iki kuruluş türünde de portföy saklayıcısı farklı bir kişi olmak zorundadır. Başka bir ifadeyle, portföye dahil olan varlıkların saklanması hizmeti yatırım ortaklığının veya portföy yönetim şirketinin kendisi tarafından sağlanamaz⁴³⁴. Yatırımcılar ise yatırım ortaklıklarının ortaklık paylarını, yatırım fonlarının ise katılma paylarını edinerek bu kuruluşlara yatırım yaparlar.

2. Kolektif Yatırım Kuruluşu Portföylerinin Yönetilmesi (Portföy İşletmeciliği)

a. Kolektif Portföy Yöneticiliğinin Tanımı

Yukarıda özetlediğimiz üçlü ilişki içindeki portföyün yönetim safhası, kolektif portföy yöneticiliği faaliyetini oluşturmaktadır. Kolektif portföy yöneticiliği III.55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde⁴³⁵ düzenlenmiştir. Söz konusu faaliyet, Tebliğ m. 32/1'de "*imzalanmış portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, müşterilere ait portföylerin her bir müşteri adına maddi bir*

⁴³² Bkz. III-52.1 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ 5/1.

⁴³³ Bkz. GÜNAL, s. 385 vd.

⁴³⁴ Portföy saklama kuruluşlarına ve saklama hizmetine ilişkin esaslar için bkz. III-56.1 sayılı Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği, RG. 02.07.2013 28695.

⁴³⁵ RG. 02.07.2013 28695.

menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesi” olarak tanımlanmıştır. Maddede geçen *müşteri* kavramı, Tebliğ m. 3/1-i uyarınca *kolektif yatırım kuruluşlarını* ifade etmektedir⁴³⁶.

Avrupa Birliği Hukukunda ise kolektif portföy yöneticiliği UCITS Yönergesi⁴³⁷ kapsamında düzenlenmiştir. Yönerge’de kolektif portföy yönetimi doğrudan doğruya tanımlanmış değildir. Öte yandan, yatırım kuruluşlarına ilişkin UCITS Yönergesi m. 2/1-(b)’de yer alana yönetim şirketlerine (management company) tanım, kolektif portföy yönetimi hakkında fikir vermektedir: “*yönetim şirketi; düzenli uğraşı, yatırım kuruluşlarını ortak fon veya yatırım ortaklığı şeklinde yönetmek (yatırım kuruluşlarının kolektif yönetimi) olan şirkettir*”. UCITS Yönergesi Ek-II’de ise kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamındaki hizmetler sayılmıştır. Yönerge Ek-II’de öngörülen hizmetler, III.55.1 Tebliği m. 32/2’de sayılanlar ile benzerlik göstermektedir. Kolektif portföy yönetimine ilişkin başka bir düzenleme ise alternatif yatırım fonu yöneticilerine ilişkin AIFMD⁴³⁸ yönergesidir. UCITS Yönergesi kapsamında olmayan yatırım fonları AIFMD ile düzenlenmiştir. Bu kapsamda AIFMD de esasen kolektif portföy yöneticiliğine ilişkin hükümler içermektedir. Hatta alternatif fonun yönetimi için dışarıdan hizmet alınması durumunda dahi, dışarıdan alınan hizmetin bireysel değil, yine Yönerge kapsamında kolektif portföy yöneticiliği hükümlerine tabi olacağı öngörülmüştür⁴³⁹.

⁴³⁶ Maddenin ikinci fıkrasında şu hizmetleri kapsadığı belirtilmiştir:

- a) *Portföy yönetimi,*
- b) *Hukuki işlemlerin yürütülmesi ve muhasebe hizmetleri ile kayıtların tutulması,*
- c) *Müşteri ilişkilerinin yürütülmesi,*
- ç) *Değerleme ve pay fiyatının hesaplanması,*
- d) *Portföylerin mevzuata, içtüzüğe, izahnameye ve esas sözleşmeye uygunluğunun izlenmesi ve kontrolü,*
- e) *Fon gelir ve giderlerinin hesaplanması ve dağıtımı,*
- f) *Katılma payı ihracı ve geri alımı,*
- g) *Portföy yönetimine ilişkin işlem ve sözleşmelerden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesi”.*

⁴³⁷ Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) [OJ L 302, 17.11.2009, 32-96]. UCITS teriminin açılımı “undertakings for collective investment in transferable securities” olup, Türk hukukunda kolektif yatırım kuruluşu müessesesine karşılık gelmektedir. Bkz. UCITS Yönergesi m. 1/2.

⁴³⁸ Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 [OJ L 174, 01.07.2011, 1-73].

⁴³⁹ Bkz. AIFMD 20 numaralı resital.

b. Bireysel Portföy Yöneticiliği ile Ortak Unsurlar

Gerek bireysel gerek kolektif portföy yöneticiliği faaliyetlerinde, finansal varlıklardan oluşan müşteri portföyleri, vekil sıfatıyla ve maddi bir menfaat karşılığında yönetilmektedir. Bireysel portföy yöneticiliğine ilişkin olarak bu kapsamdaki açıklamalarımız kolektif portföy yöneticiliği için de kural olarak geçerlidir.

Bireysel portföy yöneticiliğinden farklı olarak, kolektif portföy yöneticiliğinde, portföydeki varlıkların kural olarak portföy saklayıcısı olarak yetkilendirilmiş ayrı bir kuruluş tarafından saklanması gerekmektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin saklanması hususunda III.56.1 sayılı Portföy Saklama Hizmetine ve Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği uygulama alanı bulmaktadır⁴⁴⁰. Tebliğ'in uygulama alanının istisnasını ise gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile emeklilik yatırım fonlarının portföyleri oluşturmaktadır⁴⁴¹. O halde portföyü saklama yetkisi kolektif portföy yöneticiliği için de bir kurucu unsur olmayıp; bu yönüyle de bireysel portföy yöneticiliği ile benzer bir yapıya sahiptir.

Öte yandan, kolektif portföy yöneticiliğinin bireysel portföy yöneticiliğinden farklılaşan başlıca unsurları aşağıda ele alacağız.

c. Bireysel Portföy Yöneticiliğinden Farklı Unsurlar

aa. Portföyün Kolektif Niteliği

Kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti yatırım ortaklığı, yatırım fonu veya investment trust modelleri çerçevesinde doğmuştur. Her üç modelde de ortak olan husus, müşterilerin yatırımlarının ortak bir havuzda toplanmasıdır. Dolayısıyla kolektif portföy yöneticiliğinde her bir müşterinin bireysel ve ayrık fonları değil, esasen bütünleşik olarak ele alınan tek bir portföy söz konusudur.

Bu çerçevede model portföye dayalı, diğer bir deyişle standart portföy yönetiminin kolektif portföy yöneticiliği olarak ele alınıp alınmayacağı tartışılabilir. Standart portföy yönetiminde, müşteriler risk-getiri kıstası gibi belirli ölçütlere göre gruplandırılmakta, her

⁴⁴⁰ RG. 02.07.2013 28695.

⁴⁴¹ Bkz. III-56.1 Tebliği m. 4/3.

bir grupta yer alan portföyler aynı esaslar çerçevesinde yönetilmektedirler. Dolayısıyla aslında daha önce de cevapladığımız ve Alman hukukunda tartışmalı olan sorunu tekrar vurgulamak gerekirse: Ortak bir havuzda toplanmayan portföylerin birebir aynı esaslara göre yönetilmesi kolektif portföy yöneticiliği teşkil eder mi?

Esasen bu soruya Türk hukuku bakımından çok daha net bir cevap verilmesi mümkündür. Zira gerek III.55.1 Tebliği m. 32/1 ile 3/1-i gerek III.37.1 Tebliği m. 37/1 hükümleri uyarınca, kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti, yalnızca kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetilmesini içermektedir. Bu nedenle ancak yatırım ortaklıkları ile yatırım fonlarının portföylerinin yönetilmesi kolektif portföy yöneticiliği faaliyetini doğurabilir. Dolayısıyla fonlar ortak bir havuzda ister toplansın ister toplanmasın, örgütlenme biçimi yatırım ortaklığı veya yatırım fonu olarak nitelendirilemediği sürece, kolektif portföy yönetimi söz konusu değildir.

bb. Portföyün Kolektif Yönetimi

Kolektif portföy yöneticiliğinde de portföyler her bir müşteri adına yönetilmektedir. Şu var ki bireysel ve kolektif portföy yöneticiliği faaliyetlerinde “müşteri” kavramı farklı anlamlara gelmektedir. Kolektif portföy yöneticiliğinde üçlü bir ilişki söz konusudur. Kolektif portföy yönetimini gerçekleştiren portföy yöneticisi, kolektif yatırım kuruluşu (müşteri), kolektif yatırım kuruluşuna yatırım yapan bireysel yatırımcılar.

Kolektif portföy yöneticiliğinde, kolektif yatırım kuruluşuna yatırım yapan her bir bireysel yatırımcının kişisel durumu ayrı ayrı dikkate alınmaz. Dolayısıyla kolektif portföy dikkate alınan ölçütler de kolektif yatırım kuruluşu bünyesinde tek bir vücut halini alan portföye ilişkindir; yoksa her bir yatırımcının ayrı ayrı tercihleri değil.

Yatırımcıların yatırım yaptığı ortaklığın veya fonun yatırım esasları, kısmen kanunen kısmen kanunen izin verdiği serbesti ölçüsünde anasözleşme veya fon içtüzüğünde önceden belirlenmiştir. Müşteriler, bu esasların kendilerine uygun olup olmamasına göre ortaklığa veya fona yatırım yaparlar. Böylece meydana gelen kolektif portföy ise kanun, anasözleşme veya içtüzükte belirlenen esaslar ile portföy yönetim şirketi – kolektif yatırım kuruluşu arasındaki portföy yönetim sözleşmesine göre yönetilir. Nitekim, III.55.1 Tebliği m. 33/1-h hükmünde kolektif portföy yöneticisinin, portföyleri “*kolektif yatırım kuruluşunun içtüzük,*

izahname ve esas sözleşmesinde belirtilen yatırım stratejisine uygun” olarak oluşturmak ve yönetmekle yükümlü olduğu öngörülmüştür.

3. Robo-Danışmanlık Çerçevesinde Ara Değerlendirme

Ülkemizde kolektif portföy yönetiminde kullanılan robo-danışmanlık uygulamaları da bulunmaktadır. Robo-danışmanlar, özellikle kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin izlenmesi ve dengelenmesi safhalarında rol almaktadır.

Örneğin İş Portföy tarafından kurulan TI4, TI7 ve IBB kodlu “robofonların” izahnamelerinde “*Varlık dağılım kararları; varlıkların ileriye yönelik getiri beklentilerinin, geçmiş performanslarının, oynaklık seviyelerinin ve getirilerinin birbirleriyle olan istatistiki ilişkilerinin belirlenen parametreler çerçevesinde analiz edilerek optimize edildiği bir algoritma tarafından sağlanmaktadır*”⁴⁴² ibaresi yer almaktadır.

Akıllı Param platformu tarafından yapay zekâ desteği sağlanan fonların izahnamelerinde ise “*Sepet içerisinde yatırım yapılacak fonların seçilmesi ve ağırlıklarının belirlenmesi sürecinde yapay zeka tabanlı portföy değerlendirme modelinin çıktıları baz alınır. Yapay zeka tabanlı model kapsamında, fonlara dair ileri dönük getiri beklentileri oluşturulurken; varlıkların geçmiş fiyatları, makro ekonomik veriler (ör. gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin borsa verileri), piyasa verileri (ör. döviz kurları), finansal modeller (ör. Auto Regressive), teknik analiz indikatörleri (ör. Hareketli Ortalamaların Yakınsaması / Ayrışması) ve istatistiksel modeller (ör. standart sapma) kullanılır ve sonuçlardan sepet portföy oluşturulurken faydalanılır. Aylık periyotlarda kullanılan modeller yeniden çalıştırılır ve sonuçlardan sepet portföy oluşturulurken faydalanılır. Piyasa koşulları ve portföy yöneticisi görüşleri doğrultusunda daha sık periyotlarda değişiklik yapılabilir*”⁴⁴³ açıklaması bulunmaktadır.

⁴⁴² İş Portföy Temkinli Değişken İzahnamesi <https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328d8b2fcee7018c00f38cce6d13>, (E.T. 15.06.2024), s. 5; İş Portföy Yönetimi Dengeli Değişken Fon İzahnamesi, <https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328d8b2fcee7018c00ff73536e06>, (E.T. 15.06.2024), s. 5; İş Portföy Atak Değişken İzahnamesi , <https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328c8b2fcee7018c3a03f3917d4c>, s. 5.

⁴⁴³ QNB Finans Portföy Fon Sepeti Fonu İzahnamesi <https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328d7707357e017763195d88439a>, (E.T. 15.06.2024), s. 7; Aktif Portföy Birinci Fon Sepeti Fonu İzahnamesi, <https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328c89555ba9018a84e13bef6da1>, E.T. 15.06.2024), s. 5.

Aktif Portföy'ün bir başka fonunda ise yukarıdaki açıklamanın yanı sıra “*Sepet içerisinde yatırım yapılacak fonların seçilmesi ve ağırlıklarının belirlenmesi sürecinde; Robo danışmanlık hizmetinden alınacak hizmet aracılığıyla oluşturulan yapay zeka tabanlı portföy değerlendirme modelinin (Robo Fon Yönetim Modülü) öncelikle temiz enerji, tarım ve tarım emtia temaları bazında seçim yapılır ve ilgili faaliyet alanlarına yönelik finansal endekslerin performansını etkin biçimde yansıtacak fonlar tespit edilir.*” ibareleri de robo-danışmanlık algoritmalarının kolektif portföy yöneticiliğinde kullanımının başka bir örneğidir⁴⁴⁴.

İkinci nesil robo-danışmanlık hizmetlerinin tamamen kolektif portföy yönetimi olarak nitelendirilmesi, tavsiye sunulmasına yönelik veya bireysel portföy yöneticiliği faaliyetlerinde olduğu kadar kolay değildir. Zira kolektif portföy yönetiminin üçlü ilişki içeren geniş organizasyon şeması ve faaliyetinin içeriğini betimleyen III-55.1 Tebliği m. 32/2 hükmünün geniş kapsamı dikkate alındığında; ikinci nesil robo-danışmanlığın, kolektif portföy yönetiminin en önemli fakat yine de yalnızca bir alt işlevini yerine getirdiğini belirtmek hatalı olmaz. Elbette portföy yönetim şirketlerinin algoritmalarından yararlanması, icra ettikleri faaliyetin kolektif portföy yöneticiliği niteliğini değiştirmez. Bu itibarla esasen kolektif portföy yönetiminin kısmen robo-danışmanlık vasıtasıyla yürütülmesi söz konusudur.

Şu da var ki kolektif portföy yöneticiliği bakımından kullanılan sistemler doğal olarak hibrit modellerden oluşmaktadır. Yukarıdaki izahnamelerde de görülmektedir ki algoritmalarından sınırlı biçimde fayda sağlamaktadır. Öte yandan, özellikle de yüksek frekanslı işlemler söz konusu olduğunda ikinci nesil robo-danışmanlık algoritmaları ön plana çıkmaktadır. Zira yüksek frekanslı işlemler, insanların erişebileceği hesaplama ve emir iletim hızından çok daha fazlasını gerektirmekte, bu bağlamda yapay zekâ ihtiyacı da ortaya çıkmaktadır. Nitekim, bu yöntem özellikle de yatırım fonları gibi kurumsal müşteriler tarafından kullanılmaktadır.

O âalde, kolektif portföy yöneticiliği bağlamında asıl sorun, faaliyetin nitelendirilmesi probleminden ziyade, portföy yönetim şirketi ile yatırım kuruluşu ve varsa algoritmayı sağlayan FinTek arasındaki ilişki ve sorumluluk hususları üzerinde toplanmaktadır. Öte

⁴⁴⁴ Aktif Portföy Tarım ve Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Fonu İzahnamesi, <https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328c89555ba9018a84f90b5d7088>, (E.T. 15.06.2024), s. 4-5.

yandan, bu hususlara geçmeden evvel, son olarak algoritmik alım satımın da nitelendirme problemi bakımından ele alınması gerekir.

III. ALGORİTMİK ALIM SATIM HİZMETLERİNİN NİTELENDİRİLMESİ

Sermaye piyasalarında algoritmik alım, ikinci nesil satım robo-danışmanlık hizmetleri çerçevesinde sunulabileceği üzere, robo-danışmanlıktan bağımsız olarak da icra edilebilir. Algoritmik alım satım hizmetlerinin birincil veya ikincil piyasalarda sunulması mümkündür. Birincil piyasalar, sermaye piyasası araçlarının ilk defa alım satıma konu olduğu, başka bir deyişle araçların ihraçtan doğrudan edinildiği piyasalardır. Birincil piyasadaki satışlar, söz konusu araçların ihraççılarına fon sağlamaktadır⁴⁴⁵. İkincil piyasalar ise daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının, yani ikinci el araçların yeniden alım satımının yapıldığı piyasalardır. İkincil piyasalarda, ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçları tekrar paraya çevrilmektedir⁴⁴⁶.

Bunların yanında, algoritmik alım satım, borsa içi veya borsa dışı gerçekleştirilebilir. Borsa içi algoritmik alım satım, çalışmamızı hazırladığımız tarih itibariyle Borsa İstanbul pay, vadeli işlem ve opsiyon, borçlanma araçları piyasası ile kıymetli madenler ve kıymetli taşlar piyasalarında mümkündür. Yapay zekâ tabanlı algoritmik alım satımın uygulama alanı ise bugün itibariyle, dünya genelinde, pay piyasası üzerinde, özellikle ortaklık paylarının ikincil piyasalardaki alım satımını noktasında yoğunlaşmaktadır. Öte yandan, Borsa’da işlem gören araçların borsa dışı satışı söz konusu olabileceği gibi, her sermaye piyasası aracı Borsa’da işlem görmek zorunda değildir. Borsa yatırım fonları hariç olmak üzere, yatırım fonu katılma paylarının TEFAS veya BEFAS platformları aracılığıyla veya doğrudan kurucu ile yapılan sözleşmelere binaen alınıp satılması da sermaye piyasası araçlarının borsa dışı alım satımına ilişkin birer örnektir.

⁴⁴⁵ Bkz. **BAHTİYAR**, Sermaye Piyasası, s. 3-4.

⁴⁴⁶ **BAHTİYAR**, *op. cit.* Öğretide **YILDIZ**, “*ihraççı ile tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaşmaları*” tanımını esas alarak, fona iade edilen payların tekrar satışını da birincil piyasa işlemi olarak nitelendirmektedir. Bkz. **YILDIZ**, Katılma Belgeleri, s. 165.

Türk hukuku bakımından bir sermaye piyasası aracının ikincil piyasadaki satışının doğrudan doğruya yatırımcılar arasında gerçekleştirilmesinin mümkün olmadığı öne sürülmektedir⁴⁴⁷ ki bu durum aracı kurumların ve aracılık faaliyetlerinin temelini oluşturmaktadır. Nitekim, özellikle payların borsa içi algoritmik alım satımı hizmetleri de esasen aracılık faaliyetlerinin bir görünümüdür.

Yatırım fonu katılma payları da sermaye piyasası aracı niteliğini haiz olduğu için bunların alım satımı da aracılık faaliyetleri çerçevesinde, kural olarak icra edilebilir. Öte yandan, katılma paylarının doğrudan fon kurucusundan veya dağıtım kuruluşundan edinilmesi mümkün olduğu gibi emeklilik yatırım fonlarının ise dar anlamda aracılık faaliyetlerine konu olması söz konusu değildir.

A. Aracılık Faaliyeti Olarak Algoritmik Alım Satım

1. Genel Olarak Aracılık Faaliyetleri

Aracılık faaliyeti esasen sermaye piyasasına özgü bir faaliyet türü değildir. Nitekim simsarlık veya acentelik gibi konusu kural olarak sermaye piyasası araçları olmayan aracılık türleri de mevcuttur. Buna karşın, sermaye piyasası araçlarına ilişkin aracılık faaliyetleri SerPKn bünyesinde özel olarak düzenlenmiş ve belirli kurumların tekeline sunulmuştur.

SerPKn m. 37/1-a,b,c,e,f bentleri uyarınca aracılık faaliyetleri yatırım faaliyeti olarak düzenlenmiştir. İlk üç bentte yer alanlar alım satım aracılığı, (e) ile (f) bentlerinde yer alanlar ise halka arza aracılık olarak gruplandırılmaktadır⁴⁴⁸. Alım satım aracılığı ikincil, halka arza aracılık faaliyetleri ise birincil piyasalarda satılan araçları konu edinmektedir. Algoritmik alım satım hizmetlerinin, günümüzde, ikincil piyasalarda uygulama alanına sahip olduğu göz

⁴⁴⁷ Murat İNCEOĞLU, *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu*, 2004, Ankara: Seçkin, s. 139. Bu genelleme çoğunlukla doğru olsa her zaman geçerli değildir. Gerçekten de borsaya kote payların borsa dışı satışı, ikincil piyasalarda doğrudan doğruya yatırımcılara arasında gerçekleşen bir işlem örneği olabilir. Şu var ki, bu devir yöntemi algoritmik alım satımın uygulama alanına girmemektedir.

⁴⁴⁸ Bkz. Özlem ATA, *Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satım Aracılık Faaliyetinde Yatırımcının Korunması*, 2020, İstanbul: On İki Levha, s. 174. Öte yandan ADIGÜZEL, III-37.1 Tebliği m. 11/2-a çerçevesinde, 2499 sayılı (mülga) SerPKn'nin aksine, halka arza aracılık faaliyetinin de emir iletimine aracılık olarak değerlendirilmesi gerektiğini öne sürmektedir. Bkz. ADIGÜZEL, s. 260. Kanaatimizce halka arza aracılık faaliyetleri günümüzde de alım satım aracılığından ayrı birer faaliyet türü olarak nitelendirilmektedir. Zira halka arza aracılığın kapsamı emir iletimine aracılık ile sınırlı olmadığı gibi bu faaliyetler III.37.1 Tebliği m. 51 vd. hükümlerinde ayrıca ele alınmıştır.

önüne alındığında, bu hizmetlerin alım satım aracılığı kapsamında olup olmadığı sorusu akla gelmektedir.

Alım satım aracılığına ilişkin detaylar III-37.1 Tebliği m. 10 vd hükümlerinde düzenlenmiştir. Alım satım aracılığı, ikincil piyasalarda icra edilen, yani daha önce ihraç edilmiş olan araçların alımı veya satımına ilişkindir⁴⁴⁹. Bu faaliyetlerin emir iletimine aracılık (*sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi*), işlem aracılığı (*sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi*) ile portföy aracılığı (*sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı*)⁴⁵⁰ şeklinde üç türü bulunmaktadır.

Emir iletimine aracılık hizmetinde yetkili yatırım kuruluşu, müşteri emirlerini işlemin gerçekleştirileceği piyasaya doğrudan iletmez. Bunun yerine, müşteri emri, işlem veya portföy aracılığına yetkili bir yatırım kuruluşuna ya da yurtdışında yerleşik yetkili kuruluşa iletilir. Emir iletimine aracılık, özellikle Borsa İstanbul’da işlem yetkisini haiz bulunmayan yatırım kuruluşlarının, müşteri emirlerini başka bir işlem veya portföy aracı kurum üzerinden gerçekleştirmesini sağlamaktadır⁴⁵¹. Öğretide, emir iletimine aracılığın özellikle bankalar bakımından işlevselliğinin bulunduğuna dikkat çekilmektedir⁴⁵². Borsada veya TEFAS/BEFAS platformlarında işlem yapma yetkisi bulunmayan bankalar, dijital bankacılık kanalları üzerinden müşteri emirlerinin gerçekleştirilmesine hizmet edebilirler. Böyle bir organizasyon yapısında bankalar, müşteri emirlerini işlem aracı sıfatıyla toplayabilir, genellikle yine bankanın iştiraki olan işlem aracı kuruluşu bu emirleri iletebilir. Nitekim uygulamada, çerçeve sözleşmeler kapsamında banka ve iştiraklerinin sıfatlarının ayrı ayrı ortaya konulduğu görülmektedir⁴⁵³.

⁴⁴⁹ Alım satımın hem birincil hem de ikincil piyasalarda mümkün olmasına binaen söz konusu faaliyet için “alım satım aracılığı” teriminin kullanılması ilişkin eleştiri için bkz. Bkz. ÜNAL, s. 130-131.

⁴⁵⁰ Portföy aracılığının teknik anlamda bir aracılık faaliyeti olup olmadığına ilişkin değerlendirmeler için bkz. İNCEOĞLU, Aracı Kurumlar, s. 27; ATA, s. 175.

⁴⁵¹ Dilara KANKOÇ AYDIN, *Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetlerinin Hukuki Niteliği*, 2019, Ankara: İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi (Yüksek Lisans Tezi), s. 107.

⁴⁵² a.g.e, s. 109. Nitekim, SPK verilerine göre emir iletimine aracılığa yetkili 22 aracı kuruma karşılık 32 banka, işlem aracılığına yetkili 60 aracı kuruma karşılık 39 banka bulunmaktadır. Bkz. SPK, “Aracı Kurum Faaliyet İzinleri”, <https://spk.gov.tr/faaliyet-izinleri/araci-kurumlar>, (E.T. 15.06.2024); SPK, “Banka Faaliyet İzinleri”, <https://spk.gov.tr/faaliyet-izinleri/bankalar>, (E.T. 15.06.2024).

⁴⁵³ Örneğin, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. çerçeve sözleşmesinin 3.7 numaralı paragrafında, yatırım fonları bakımından emir aracı olarak “DenizBank”, işlem aracı olarak “Deniz Yatırım” görülmektedir.

İşlem aracılığında ise müşteri emir, söz konusu emirlerin gerçekleştirileceği teşkilatlanmış pazar yerine, portföy aracılığına yetkili bir yatırım kuruluşuna veya yurtdışında yerleşik bir kuruluşa iletilir. Örneğin işlem aracılığına yetkili kuruluşlar, başka bir aracıya ihtiyaç duymaksızın, müşteri emirlerini doğrudan Borsa İstanbul'a göndererek bunların gerçekleştirilmesi sağlamaktadır⁴⁵⁴. Emir iletimine aracılık ile işlem aracılığı arasındaki fark da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Emir iletimine aracılığa yetkili yatırım kuruluşu, müşteri emrinin gerçekleştirilmesi için başka bir aracıya ihtiyaç duymakta; emri, gerçekleştirmesini sağlamak üzere başka bir yatırım kuruluşuna iletmektedir. Halbuki işlem aracılığında müşteri emri, gerçekleştirmesi için ilgili teşkilatlanmış pazar yerine veya kuruluşa gönderilmekte; böylece emrin gerçekleştirilmesi de işlem aracı tarafından sağlanmaktadır⁴⁵⁵.

Portföy aracılığı faaliyetinde ise yetkili kuruluş, kendi portföyüne bir sermaye piyasası aracı almakta veya yine kendi portföyünden satışını yapmaktadır. Nitekim, tüm sermaye piyasası araçlarının Borsa İstanbul'da işlem görmesi zorunlu olmadığı gibi Borsa İstanbul'da işlem gören araçların Borsa dışı satışı da söz konusu olabilir. Esasen portföy aracılığı faaliyeti de yine aracılık faaliyetleri arasından sayılmış olmakla birlikte; yetkili yatırım kuruluşu aracılık komisyonu ile değil, alım satımdaki fiyat farkı üzerinden kâr elde etmektedir⁴⁵⁶.

2. Algoritmik Alım Satım Çerçevesinde Ara Değerlendirme

Ülkemizde aracılık faaliyetleri çerçevesinde sağlanan algoritmik alım satım hizmetlerinin Borsa İstanbul pay veya VİOP piyasalarında işlem yapılmasına yönelik olduğu görülmektedir. Yatırım kuruluşları tarafından, doğrudan elektronik erişim çerçevesinde müşterilerine sunulan emir iletim platformlarında çoğunlukla hazır stratejiler yer almaktadır. Bunun yanında müşterinin kendi algoritmasını hazırlamasına imkân veren platformlar da bulunmaktadır.

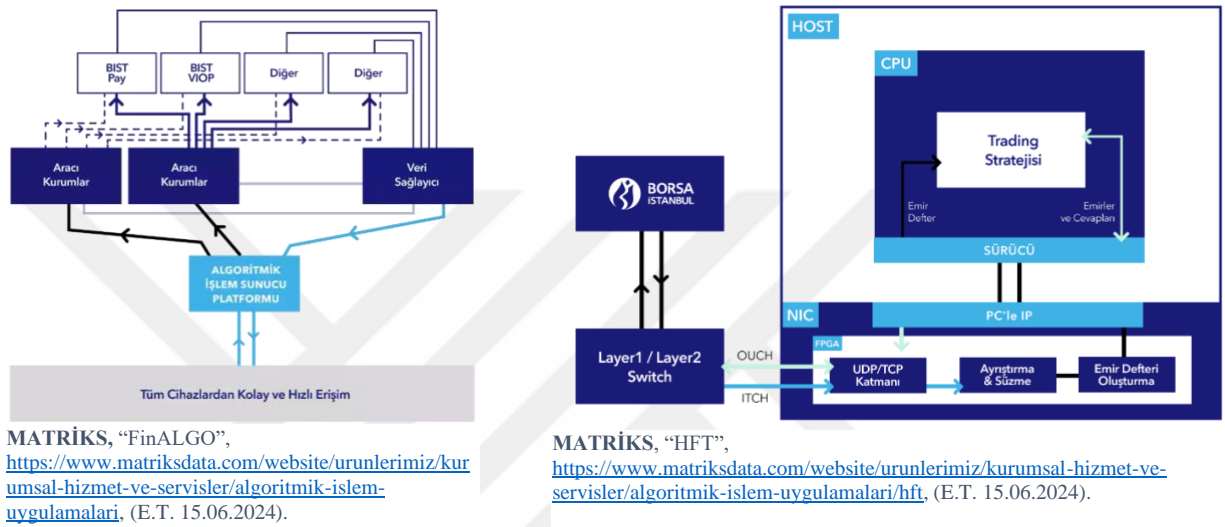
DENİZ YATIRIM, Yatırım Hizmetleri Çerçeve Sözleşmesi, para. 3.7., <https://www.denizyatirim.com/asset/FooterPdf/1707830871.pdf>, (E.T. ...).

⁴⁵⁴ **KANKOÇ AYDIN**, s. 115.

⁴⁵⁵ **KANKOÇ AYDIN**, s. 116.

⁴⁵⁶ **Oğuz Kürşat ÜNAL**, *Aracı Kurumlar – Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar*, 1997, Ankara: Yaklaşım Yayınları, s.77;; **KANKOÇ AYDIN**, s. 124.

Matriks uygulamaları, algoritmik alım satım platformlarının yaygın bir örneği olarak verilebilir. Ayrıca B2B2C iş modeli çerçevesinde FinTek – aracı kurum – yatırımcı ilişkisinin de örneğini oluşturmaktadır. Zira sağlayıcı şirketin yer verdiği şemalarda, şirket tarafından sağlanan platformların aracı kurumlar vasıtasıyla yatırımcıların hizmetine sunulduğu görülmektedir:



Daha yakından incelemek gerekirse, yatırımcılara, TEB Yatırım⁴⁵⁷ gibi aracı kurumlar tarafından kullanılan Matriks Trader gibi ürünler ile doğrudan piyasa erişimi çerçevesinde işlem yapma⁴⁵⁸, FinALGO gibi ürünler ile hazır işlem algoritmalarından yararlanma⁴⁵⁹, imkânları sağlanmaktadır.

Başka bir örnek olarak, Deniz Yatırım, AlgoLab markası altında sağladığı API hizmeti ile müşterilerine, yüksek frekanslı işlemler de dahil olmak üzere, algoritmik alım satımında bulunma imkânı sunduğunu belirtmektedir⁴⁶⁰. Yatırımcıların NodeJS, Python, C#

⁴⁵⁷ Bkz. **TEB YATIRIM**, “Matriks Trader”, <https://www.tebyatirim.com.tr/islem-platformlarimiz/diger-islem-kanallari/islem-platformlari/matriks-trader>, (E.T. 15.06.2024).

⁴⁵⁸ **MATRİKS**, “İşlem Ekranları”, <https://www.matrikswebtrader.com/tr/trading-modules>, (E.T. 15.06.2024).

⁴⁵⁹ **MATRİKS**, “FinALGO”, <https://www.matriksdata.com/website/urunlerimiz/kurumsal-hizmet-ve-servisler/algorithmik-islem-uygulamalari>, (E.T. 15.06.2024).

⁴⁶⁰ Bkz. **DENİZ YATIRIM**, “Algoritmik İşlemler”, <https://www.denizyatirim.com/CustomPage/AlgoritmikIslemler>, (E.T. 15.06.2024).

gibi yazılım dilleri ile işlem stratejileri meydana getirebilecekleri ve yapay zekâ destekli tahminler geliştirebilecekleri öne sürülmektedir⁴⁶¹.

Bunların yanında, algoritmik alım satım konusu, aracı kurumların yatırım hizmetleri çerçeve sözleşmesinde de adeta standart bir hüküm haline gelmeye başladığı⁴⁶² gibi algoritmik emir iletim sistemlerin kullanımı için kullanılan iltihakî sözleşmeler⁴⁶³ de uygulamada yerini almıştır. Algoritmik alım satım bu yönüyle esasen, geleneksel aracılık faaliyetlerinin dijital ortamdaki icrası olup; büyük çoğunlukla işlem aracılığı görünümündedir.

B. Yatırım Fonu Paylarının Algoritmik Alım Satımı

Algoritmik alım satımın önem arz ettiği başka bir faaliyet ise yatırım fonu paylarının alım satımıdır. Esasen, yatırım fonu katılma paylarının da sermaye piyasası aracı niteliğini haiz olması, bunun yanında sermaye piyasası araçlarına ilişkin aracılık faaliyetlerinin borsa içi veya borsa dışı gerçekleştirilebilmesi hususları nedenleriyle yatırım fonu katılma paylarının alım satımı da aracılık faaliyetleri çerçevesinde icra edilebilir. Nitekim, III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ m. 15/4’te, katılma paylarının alım satımına, aracılık ve portföy yöneticiliği faaliyetlerine ilişkin hükümlerin uygulanacağı öngörülmüştür.

Ne var ki aracı kurumlar vasıtasıyla katılma payı alım satımı, uygulamada çok tercih edilen bir yöntem değildir. Zira katılma paylarının, fon kurucusu portföy yönetim şirketi tarafından doğrudan doğruya yatırımcılara satılması mümkündür. Bunun yanında, portföy yönetim şirketlerinin, kurucusu oldukları fonların katılma paylarının pazarlanması ve dağıtılması için başka portföy yönetim şirketleri veya bankalarla anlaşma yapması mümkündür. Başka bir ifadeyle bir yatırım fonunun katılma payları, başka portföy yönetim

⁴⁶¹ Bkz. **ALGO LAB**, “API Hizmeti”, <https://www.algolab.com.tr/ApiService>, (E.T. 15.06.2024).

⁴⁶² Örneğin **BURGAN YATIRIM**, “Yatırım Hizmetleri Çerçeve Sözleşmesi”, <https://www.burganyatirim.com.tr/assets/documents/yasal-duyurular/yatirim-hizmetleri-cerceve-sozlesmesi.pdf>, (E.T. 15.06.2024); **GLOBAL MENKUL**, Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesi, <https://global.com.tr/media/2z0nr1ao/alim-satima-aracilik-c-erc-eve-so-zles-mesi.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

⁴⁶³ Sözleşme örnekleri için bkz. **HALK YATIRIM**, “Algoritmik Emir İletimine İlişkin Sözleşme ve Özel Hükümler”, [https://www.halkyatirim.com.tr/pdf/2020/10/Algoritmik Emir İletimi Sözleşmesi.pdf](https://www.halkyatirim.com.tr/pdf/2020/10/Algoritmik%20Emir%20Iletimi%20Sozlesmesi.pdf), (E.T. 15.06.2024); **ÜNLÜ MENKUL**, “Algoritmik İşlem ve Otomatik Emir İletim Sistemleri Sözleşmesi”, [https://www.unlumenkul.com/services/file/Algoritmik İşlem ve Otomatik Emir İletim Sistemleri Sözleşmesi-641.pdf](https://www.unlumenkul.com/services/file/Algoritmik%20Islem%20ve%20Otomatik%20Emir%20Iletim%20Sistemleri%20Sozlesmesi-641.pdf), (E.T. 15.06.2024).

şirketlerinden edinilebileceği gibi bankaların mobil uygulamalarından veya internet şubelerinden dahi kolayca satın alınabilir. TEFAS platformu bu imkânları çok daha kolay hâle getirmiştir.

Bunlara karşın, borsa yatırım fonları ve bireysel emeklilik yatırım fonu paylarına ilişkin olarak ayrı bir parantez açmak gerekir. Zira bun fonların paylarının alım satımına ilişkin hükümler, diğer yatırım fonlarına dair düzenlemelerden farklılaşmaktadır. Borsa yatırım fonu katılma paylarının aracılık faaliyetleri çerçevesinde alım satımına konu olduğu yukarıda⁴⁶⁴ açıklamıştık. Aşağıda ise öncelikle III-52.1 Tebliği çerçevesinde düzenlenen yatırım fonlarının katılma paylarına ilişkin alım satım değerlendirerek, ardından emeklilik fonu paylarının alım satımını ele alacağız.

1. III-52.1 Tebliği Kapsamındaki Yatırım Fonu Katılma Paylarının Alım Satımı

Yatırım fonu katılma paylarının alım veya satımı üç farklı yoldan gerçekleştirilebilir. Birincisi fon kurucusu portföy yönetim şirketinin doğrudan doğruya yatırımcı ile sözleşme ilişkisine girmesidir. İkincisi “yatırım fonu katılma payı pazarlama ve dağıtım faaliyeti” çerçevesinde alım satım işlemlerinin gerçekleştirilmesidir. Üçüncüsü ise alım satımın aracılık faaliyeti kapsamında yapılmasıdır.

a. Kolektif Yatırım Sözleşmesi

Fon kurucusundan katılma payı alımı gerek yeni ihraç edilmiş payların alımı gerek daha önce ihraç edilmiş fakat kurucuya iade edilmiş payların yeniden alımı şeklinde gerçekleştirilebilir.

Katılma payının kurucudan satın alınması için kurucu portföy yönetim şirketi ile yatırımcı arasında bir sözleşme ilişkisi kurulması gerekmektedir. Söz konusu sözleşme, öğretide, “kolektif yatırım sözleşmesi⁴⁶⁵”, “yatırım fonu sözleşmesi”⁴⁶⁶ veya “müşterek

⁴⁶⁴ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm, §2.III.B.2., Borsa Yatırım Fonu Katılma Paylarının Alım ve Satımı.

⁴⁶⁵ Bkz. **YILDIZ**, Katılma Belgeleri, s. 122. Öğretide “kolektif” yerine “kolektif” kavramının da kullanıldığı görülmektedir. Bkz. **Bekir Emre HAYKIR**, *Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları – Kurucunun Hukuki Sorumluluğu – Düzenleme Önerileri*, 2005, İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu (Yeterlik Etüdü). 6362 sayılı SerPKn’de “kolektif” kavramının tercih edilmiş olmasına binaen, biz de çalışmamızda bu terime yer vereceğiz.

⁴⁶⁶ Bkz. **YILDIZ**, Katılma Belgeleri, s. 122 dn. 359 ve orada anılan yazarlar.

yatırım fonu sözleşmesi”⁴⁶⁷ şeklinde farklı adlandırmalara tabidir. 2499 sayılı (mülga) SerPKn döneminde, kolektif yatırım sözleşmesinin mehzaz İsviçre hukukunda düzenlenmiş olmasına rağmen Türk hukukunda düzenlenmediği; yalnızca (mülga) SerPKn 37/2 hükmü çerçevesinde, vekâlet hükümlerine atıf yapıldığı öğretilde belirtilmiştir.

Esasen bu değerlendirmeler 6362 sayılı SerPKn için de geçerlidir. Zira ne SerPKn’de ne de III-52.1 Tebliği’nde kolektif yatırım sözleşmesi düzenlenmiş değildir. Mülga SerPKn’de olduğu gibi, 6362 sayılı SerPKn m. 52/4 ve III-52.1 Tebliği m. 9/3 hükümlerinde, kurucu ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkiye, mevzuatta ve fon içtüzüğünde hüküm bulunmayan haller bakımından TBK vekâlet hükümlerinin uygulanacağı öngörülmüştür⁴⁶⁸. Ayrıca söz konusu sözleşmenin şekle bağlı olmadığı, bu çerçevede, genellikle yatırımcının telefon veya internet bankacılığı gibi yollarla verdiği talimatlara binaen kurulduğu kabul edilmektedir⁴⁶⁹. Son olarak, kolektif yatırım sözleşmesinin iltihakî bir sözleşme olduğu, dolayısıyla sözleşme hükümlerinin fon içtüzüğü ile birlikte genel işlem şartları denetimine tabi olduğu vurgulanmaktadır.

b. Yatırım Fonu Katılma Payı Pazarlama ve Dağıtım Faaliyeti

Yatırım fonu katılma paylarının satımını konu edinen başka bir faaliyet türü ise yatırım fonu katılma payı pazarlama ve dağıtım faaliyetidir. Söz konusu faaliyet III-55.1 Tebliği m. 37’de düzenlenmiş olup, SPK iznine tabidir. Esasen, bir portföy yönetim şirketinin kurucusu olduğu bir fonun katılma paylarına ilişkin pazarlama ve dağıtım faaliyetinde bulunabilmesi için dahi SPK’den izin alması gerekmektedir. Fakat, bu faaliyetin asıl önem arz ettiği husus, bir portföy yönetim şirketi tarafından başka şirketlerce kurulan fonların paylarının alım satımının sağlanmasıdır⁴⁷⁰. Nitekim, III-52.1 Tebliği m. 15/7 ve III.55-1 Tebliği m. 37/3 kapsamında yatırım fonu katılma paylarının alım satımının merkezi

⁴⁶⁷ *a.g.e.*

⁴⁶⁸ Söz konusu sözleşmenin esasları hakkında her ne kadar mevzuatta açık hüküm bulunmasa da SPK tarafından standartlaştırılmış fon içtüzüklerinde TBK vekâlet düzenlemelerine nazaran özel hüküm niteliğinde birtakım esasların yer aldığı görülmektedir. Bu itibarla kurucu ile katılım payı sahibi arasındaki ilişki değerlendirilirken mutlaka fon içtüzüğü gözden geçirilmelidir.

⁴⁶⁹ **YILDIZ**, Katılma Belgeleri, s. 124; **HAYKIR**, s. 12.

⁴⁷⁰ Bu noktada, aracılık faaliyetlerinin mevcudiyetine rağmen, yatırım fonu katılma paylarının dağıtılması için niçin ayrı bir faaliyetin düzenlendiği sorusu akla gelebilir. Esasen III-55.1 Tebliği m. 16/1-a uyarınca portföy yönetim şirketlerinin aracılık faaliyetinde bulunmaları yasaklanmıştır.

bir fon dağıtım platformu üzerinden gerçekleştirilebileceği öngörülmektedir. Düzenlemelerde anılan platform TEFAS'tır.

Pazarlama ve dağıtım faaliyetine ilişkin düzenlemeler III-55.1 Tebliği m. 37 hükmünde bulunmakla birlikte, söz konusu hükümde faaliyetin tanımı yer almamaktadır. Özellikle Tebliğ m. 16/1-a karşısında, pazarlama ve dağıtım faaliyetinin alım satım aracılığı olmadığı da açıktır. Buna karşın, katılma payı pazarlama ve dağıtım faaliyetinin de özgün bir aracılık türü olduğunu öne sürmek kanaatimizce hatalı olmaz. Nitekim, III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 15/7 hükmünde, şu ifadeler yer verilmiştir: “Kurul, ... Kurulca uygun görülen tüm fonların bu platforma (TEFAS) dahil edilmesine ve yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından bu platformda işlem gören katılma paylarının **alım satımına aracılık yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapabilir**”. Son olarak TEFAS Uygulama Esasları m. 3/1-ç hükmünde Fon Dağıtım Kuruluşu, TEFAS'da “fon payı alım ve satım işlemine **aracılık eden yatırım kuruluşu ve portföy yönetim şirketi**” olarak tanımlanmıştır.

2. Borsa Yatırım Fonu Katılma Paylarının Alım ve Satımı

Borsa yatırım fonları, diğer fon türlerinin aksine, katılma payları Borsa'da işlem gören fonlardır. III-52.2 Tebliği m. 12'de, katılma paylarının, “yetkilendirilmiş katılımcıyla portföy saklayıcısı arasında yeni fon katılma paylarının oluşturulması ve mevcut fon katılma paylarının geri alınması” işlemleri birincil piyasa işlemi, Borsa'dan alım satımı ise ikincil piyasa işlemi olarak sınıflandırılmaktadır⁴⁷¹. Borsa yatırım fonu katılma payları da ortaklık payları gibi Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda işlem görmektedir⁴⁷².

III-52.2 Tebliği m. 12/4 hükmünde, borsa yatırım fonlarına ilişkin hem birincil hem de ikincil piyasalardaki işlemlerin, SPK'nın yatırım hizmetlerine ilişkin düzenlemelerine tabi olduğu belirtilmiştir. Bu itibarla borsa yatırım fonu katılma paylarının alım satımı da ancak aracılık faaliyetleri çerçevesinde mümkün olmaktadır.

⁴⁷¹ Yetkilendirilmiş katılımcı ise “fon katılma payı oluşturma ve geri alım işlemlerinin gerçekleştirilmesine aracılık eden, kurucuyla sözleşme imzalamış bulunan ve işlem aracılığı veya portföy aracılığı faaliyetinde bulunmak üzere Kuruldan izin almış aracı kurum” olarak tanımlanmaktadır. Bkz. III-52.2 Tebliği m. 3/1-u. Ayrıca borsa yatırım fonlarının paylarının halka arz edilmesi de gerekmektedir. İlk halka arz aracılık yüklenimi ile gerçekleştirilir. Bkz. III-52.2 Tebliği m. 8.

⁴⁷² Bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi (Kodu: 02.YÖN.01, Revizyon Numarası: 15), m. 11, <https://borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-pay-piyasasi-yonergesi.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

3. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonu Paylarının Alım Satımı

Yukarıda, bireysel emeklilik fon paylarının da sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmesi gerektiği, buna karşın fon paylarına ilişkin tavsiye sunma faaliyetlerinin yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilmediği, ne var ki fon dağılımı değişikliği hakkının portföy yönetim şirketine devri halinde de yine bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinin söz konusu olacağını açıklamıştık⁴⁷³.

Bu çerçevede, açıklığa kavuşturulması gereken başka bir husus ise genel itibariyle bireysel emeklilik fon paylarının alım satımı faaliyetinin niteliği, özellikle aracılık, bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım fonu katılma payı pazarlama ve dağıtım faaliyetleri kapsamında değerlendirilip değerlendirilmeyeceğidir. Daha açık bir ifadeyle, fon dağılımı değişikliği hakkını portföy yönetim şirketine devretmemiş olan bir BES katılımcısına, özellikle BEFAS platformu üzerinden, bir bireysel emeklilik fon payı üzerinde alım satım işlemi yapmasına imkân sağlayan hizmetin niteliği açıklığa kavuşturulmalıdır.

Emeklilik fonlarına ilişkin mevzuatta, bu fonların paylarının alım satımını doğrudan doğruya nitelendiren bir düzenleme yer almamaktadır. 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu⁴⁷⁴ m. 15 vd. hükümlerinde emeklilik yatırım fonlarına ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Söz konusu hükümlerde fon paylarının alım satımına ilişkin esaslar düzenlenmemiştir. Hatta Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik⁴⁷⁵, Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik (BES Yönetmeliği)⁴⁷⁶ ve SEDDK'nın 2016/39 sayılı Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Genelgesi⁴⁷⁷ kapsamında da emeklilik fonu paylarının alım satımı bakımından, yatırım fonu katılma paylarının pazarlanması ve dağıtımı gibi bir faaliyet türüne değinilmemiştir.

⁴⁷³ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm, §1.V.A.5., Yatırım Fonlarına İlişkin Muafiyet vd.

⁴⁷⁴ RG. 07.04.2021 24366.

⁴⁷⁵ RG. 13.03.2013 28586.

⁴⁷⁶ RG. 09.11.2012 28462.

⁴⁷⁷ Bkz. <https://www.egm.org.tr/mevzuat/bireysel-emeklilik-mevzuati/genelgeler/bireysel-emeklilik-sistemi-hakkinda-genelge/>, (E.T. 15.06.2024)

Kanaatimizce bu durumun temel sebebi, BEFAS'ın faaliyete başlamasından önceki emeklilik fonu paylarının adeta kapalı sistemler içinde alınıp satıldığı dönemdir⁴⁷⁸. BEFAS öncesi dönemde, emeklilik fonu paylarının alım satımı, temel olarak, bireysel emeklilik katılımcısı ile fon kurucusu emeklilik şirketinin, doğrudan muhatap olarak kurdukları sözleşme ilişkisi çerçevesinde gerçekleştirilmekteydi. Başka bir ifadeyle, emeklilik şirketleri, katılımcılara, doğrudan, kendi kurucusu oldukları emeklilik fon paylarını dağıtmaktaydı⁴⁷⁹.

Günümüzde TEFAS platformu, III-52.1 Tebliği kapsamındaki, kurucuları farklı şirketler olan fonların, bu şirketlerin ve yatırım kuruluşlarının müşterileri arasındaki tedavül kabiliyetini artırmıştır. Öte yandan, BEFAS ise emeklilik fonlarına adeta tedavül yeteneği kazandırmıştır. Bu bağlamda, III-52.1 Tebliği kapsamındaki fonlara ait katılma paylarının dağıtımına ilişkin hükümlere, TEFAS öncesi dönemdeki veya TEFAS'la ilgili olmayan düzenlemelerde de rastlanmaktadır. Lâkin emeklilik fonlarının dağıtımına ilişkin hükümler çok büyük çoğunlukla BEFAS'a ilişkin düzenlemelerde yer almaktadır⁴⁸⁰.

Takasbank BEFAS Uygulama Esasları'nda “*fon dağıtım kuruluşu*” kavramına ve çeşitli hükümlerde fon paylarının dağıtımına ilişkin esaslara yer verilmiştir. Fon dağıtım

⁴⁷⁸ BEFAS, TEFAS gibi Takasbank tarafından işletilen, farklı BES şirketlerinin kurucusu olduğu emeklilik fon paylarının işlem gördüğü ve BES katılımcılarının farklı şirketlere ait fonların payları üzerinde alım satım yapabildiği bir platformdur. Bu çerçevede TEFAS'ın emeklilik fonlarına özgülenmiş hali olduğu belirtilebilir. BEFAS platformu TEFAS'a nazaran daha sonra, ancak 2021 yılına gelindiğinde faaliyete geçmiştir. Her fon türüne ait paylar BEFAS'ta işlem görmediği gibi BES şirketinin kurucusu olduğu fonun payını kendi katılımcıları için BEFAS üzerinden satma zorunluluğu da bulunmamaktadır. BEFAS Uygulama Esasları m. 6/1 uyarınca, yalnızca SEDDK tarafından işlem görme zorunluluğu öngörülen fonların payları Platform'a kabul edilecek olup, işlem göreceği olan fon payları SEDDK'nın (Sigortacılık Genel Müdürlüğü) 2016/39 sayılı ve 30.12.2016 tarihli Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Genelgesinin ikinci bölüm on birinci maddesinde düzenlenmiştir.

⁴⁷⁹ Nitekim, Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu m. 11/ 1-b'de bireysel emeklilik şirketinin “*emeklilik sözleşmesi çerçevesinde tahsil edilen katkıların fona yönlendirilmesini sağlamak*”tan sorumlu olduğu öngörülmüş; Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik m. 26'da fon paylarının, değerinin nakden ödenmesi koşuluyla katılımcının bireysel emeklilik hesabına aktarılacağı düzenlenmiştir.

Kanaatimizce farklı bireysel emeklilik şirketlerinin, birbirlerinin fonlarının dağıtılması hususunda anlaşmalarına da hukuki bir engel bulunmamaktaydı. Fakat gözlemimizce bu yöntem uygulamada pek tercih edilmemektedir.

⁴⁸⁰ Nitekim BES Yönetmeliği'ne 2021 yılında eklenen m. 23/B / f. 1 de şu şekildedir: “*Kurum tarafından Sermaye Piyasası Kurulunun görüşü alınarak BEFAS'ta işlem göreceği başka şirketlerin kurucusu olduğu fonların, Kurum tarafından belirlenecek emeklilik planlarına dahil edilerek katılımcılara sunulması zorunludur. Bu kapsamda sunulacak fonların alım satımı, İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından Sermaye Piyasası Kurulunun ve Kurumun uygun görüşü alınarak belirlenen uygulama esasları çerçevesinde BEFAS üzerinden gerçekleştirilir*”.

kuruluşu, BEFAS'ta “*fon payı alım ve satım işlemine aracılık eden bireysel emeklilik şirketi*”ni ifade etmektedir. Başka bir bireysel emeklilik şirketinin kurucusu olduğu fonun katılma paylarına ilişkin dağıtım hizmeti sağlayan fon dağıtım kuruluşu, Uygulama Esasları m. 23 çerçevesinde “aracılık komisyonu”na hak kazanmaktadır. Bu itibarla, her ne kadar mevzuatta açıkça düzenlenmemiş olsa da bireysel emeklilik fon payı dağıtımını da kanaatimizce yine özgün bir aracılık türünü teşkil etmektedir.

4. Algoritmik Alım Satım Çerçevesinde Ara Değerlendirme

Yatırım fonu paylarının dağıtımının sağlandığı TEFAS ve BEFAS platformları, zaten bu payların elektronik ortamda işlem görmesini sağlamak üzere tasarlanmış ortamlardır. Lâkin, Borsa İstanbul piyasalarındaki algoritmik işlem yöntemlerinin aksine, söz konusu platformlarda dağıtılan fon paylarının alım satımına ilişkin yöntemlerin daha basit olduğu görülmektedir. Gerçekten de söz konusu platformlardaki elektronik işlemler de “algoritmik” çatı kavramı altında değerlendirilebilecek olmakla birlikte, çalışmamız kapsamında, yapay zekâ entegrasyonlu ve fon alım satımına özgülenmiş bir platformu ülkemizde tespit etmedik.

TEFAS platformundaki işlemler özellikle banka ve aracı kurum mobil uygulamaları ile internet şubelerinden hızlıca gerçekleştirilebilmektedir. Öte yandan, söz konusu işlemler büyük çoğunlukla yatırımcının fon adı, pay adedi veya tutarı şeklindeki ölçütleri kendisinin belirlemesi gerekmektedir. Bunun yanında, bazı mobil bankacılık uygulamalarından otomatik katılım payı alımı talimatı da verilebilmektedir, fakat böyle uygulamalarda da söz konusu parametreler yine tamamen yatırımcının kontrolündedir. BEFAS için de temel olarak, talimatların bireysel emeklilik şirketlerinin uygulama veya internet sayfaları üzerinden verilmesi ile talimat kısıtlamaları dışında önemli bir farklılık bulunmamaktadır. Esasen Borsa İstanbul piyasalarında olduğu gibi yatırım veya emeklilik fonlarında da hazır veya müşteri tarafından oluşturulan yapay zekâ tabanlı algoritmalarından yararlanılması noktasında hukuki bir engel bulunmamaktadır. Öte yandan, pay ve VİOP piyasalarına nazaran, fon yatırımcılarının daha uzun vadeli hedefleri dikkate alındığında, fon piyasalarında yapay zekâ tabanlı algoritmik yatırım ihtiyacının yoğunlaşmadığı görülmektedir.

Tüm bunlara karşın, gerek doğrudan fon kurucusu ile gerek dağıtım platformları üzerinden yapılan işlemler elektronik ve algoritmik sistemler üzerinden

gerçekleştirildiğinden dolayı, bunlar da genel itibariyle bilgi sistemlerine ilişkin esaslara tabidir. Bu hususları sonraki bölümde açıklayacağımızdan dolayı bu noktada daha fazla ayrıntıya yer vermeyeceğiz.

Şu da var ki borsa yatırım fonu katılma payları için ayrı bir parantez açmak gerekir. Yukarıda da açıkladığımız üzere söz konusu fonların payları, Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda işlem görmekte olup, alım satım aracılığı kapsamında borsa içi alımlara konu olmaktadır. Dolayısıyla borsa yatırım fonları için de algoritmik alım satım yapılması mümkün olup, söz konusu algoritmik alım satım hizmetini alım satım aracılığı olarak nitelemek gerekir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ALGORİTMİK YATIRIM FAALİYETLERİ BAĞLAMINDA HUKUKİ VE İDARİ SORUMLULUK

§1. ALGORİTMİK YATIRIMA İLİŞKİN BAŞLICA ESASLAR

I. ALGORİTMİK YATIRIMIN TARAFLARI

Robo-danışmanlık hizmetlerinin hangi kuruluşlarca sunulabileceğinin tespiti özellikle FinTekler bakımından önem arz etmektedir. Zira robo-danışmanlık hizmetlerinin belirli sermaye piyasası kurumlarının tekeline veya SPK iznine tabi tutulması hâlinde, bu hizmetlerin FinTeklerce sunulması mümkün olmayacaktır. Önemle vurgulamak isteriz ki bir faaliyetin yalnızca belirli kuruluşlar tarafından sunulabilmesi başka, söz konusu faaliyetin sermaye piyasası mevzuatında öngörülen esaslara tabi olması başkadır. Örneğin finansal bilgi veya genel tavsiye sunulması faaliyetlerinde bulunabilecek kişilere dair bir kısıtlama söz konusu değildir. Öte yandan söz konusu faaliyetler III-37.1 Tebliği'nde öngörülen esaslara uygun icra edilmek mecburiyetindedir.

Önceki bölümde yaptığımız açıklamalar, birinci nesil robo-danışmanlık hizmetlerinin finansal bilgi sunulması, genel tavsiye sunulması veya yatırım danışmanlığı olarak geniş bir yelpazede nitelendirilebileceğini göstermektedir. III-37.1 Tebliği m. 46 uyarınca, yatırım danışmanlığı faaliyeti, SPK'dan izin alınması koşuluyla, ancak aracı kurumlar, yatırım ve kalkınma bankaları ile portföy yönetim şirketleri tarafından sunulabilir. Bu çerçevede yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilmesi icap eden birinci nesil robo-danışmanlık hizmetleri de ancak sayılan kurumlar tarafından sağlanabilir. Öte yandan, III-37.1 Tebliği m. 45/5-6 hükümleri çerçevesinde, TEFAS ve emeklilik fonlarına ilişkin tavsiyelerin, yatırım danışmanlığı kapsamında muaf tutulduğunu unutmamak gerekir. Esasen, söz konusu fon paylarına ilişkin tavsiye sunulması faaliyeti yatırım danışmanlığı olarak değerlendirilmemiştir, fakat, niteliğini açıkça belirtilmiş de değildir. Şu var ki söz konusu fonlara ilişkin tavsiye sunma faaliyetlerinin hukuki niteliği açıkça belirlenmemiş olsa dahi, bu faaliyetlere ilişkin esaslar belirlenmiş durumdadır.

Finansal bilgi ve genel tavsiye sunulması faaliyetleri için böyle bir kısıtlama söz konusu değildir. Dolayısıyla, söz konusu faaliyetlerin yukarıda sayılanlar dışındaki kişilerce sunulması, mevzuatta aksi öngörülmediği sürece mümkündür. Öte yandan, III-37.1 Tebliği m. 6/1-c hükmünde “*sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması*” bir yan hizmet olarak nitelendirilmiştir. Tebliğ m. 7/1 uyarınca yan hizmetler için SPK’dan yetki belgesi alınmasına gerek bulunmamaktadır. Fakat, yatırım kuruluşları, sunmayı planladıkları yan hizmetleri SPK’ya bildirmekle yükümlüdür. Bu noktada akla gelen soru, yatırım kuruluşları dışındaki kişilerin, örneğin FinTek’lerin de bildirim yükümlülüğüne tabi olup olmadığıdır. Esasen bildirim yükümlülüğünün Tebliğ’de açıkça yatırım kuruluşları için öngörülmüştür. Nitekim bu soru öğretilerde de olumsuz biçimde yanıtlanmaktadır⁴⁸¹.

Şu var ki Tebliğ m. 45/5’e göre bireysel emeklilik şirketlerinin, emeklilik fonları hakkındaki tavsiyeleri Tebliğ hükümlerine tabi değildir. Bireysel emeklilik şirketlerinin bu kapsamdaki tavsiyeleri SEDDK’nın 2017/21 Genelgesi’nin 2’nci maddesinde düzenlenmiştir. Genelge m. 2/2 hükmünde göre, bireysel emeklilik şirketlerinin, emeklilik fonları hakkında tavsiye sunabilmeleri için Düzey 3 lisansına sahip ve finans alanında en az 3 yıl deneyimi olan bir çalışanı istihdam etmeleri gerekmektedir. Halbuki III-37.1 Tebliği çerçevesinde, BEFAS fonlarına ilişkin yatırım tavsiyelerinin sunumu bireysel emeklilik şirketlerinin tekeline özgülenmiş değildir. 2017/21 Genelgesi’nin kapsamı ise bireysel emeklilik şirketleri ile sınırlı olup, Genelge’deki kısıtlayıcı hükümlerin diğer kişilere kıyas yoluyla uygulanması mümkün görünmemektedir. O halde BEFAS fonları hakkında tavsiye sunabilmek için bireysel emeklilik şirketlerinin yukarıda anılan nitelikte bir personeli istihdam etmesi gerekirken, diğer kişilerin böyle bir yükümlülük altında olmadığı görülmektedir. Esasen farklı kurumlarca sunulan aynı hizmetin her zaman aynı esaslara tabi olması gerekmez, fakat bu zıtlık da gözden kaçırılmamalıdır.

Ülkemizdeki birinci nesil robo-danışmanların çoğunlukla yatırım fonlarına yönelik tavsiye sunmalarının nedenlerinden biri de yukarıda açıkladığımız SPK izninden muafiyet durumudur. Gerçekten de FinTek’lerin B2C iş modeli çerçevesinde, SPK iznine tabi olmadan birinci nesil robo-danışmanlık hizmeti sağlayabilmeleri ancak finansal bilgi, genel

⁴⁸¹ **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 67. Ayrıca III-37.1 Tebliğ m. 45/6 bağlamında tavsiye sunulması için SPK’ya bildirim şartı dahi öngörülmüş değildir.

tavsiye yahut III-37.1 Tebliği m. 45/6 bağlamında yatırım tavsiyesi sunulması ile mümkündür.

İkinci nesil robo-danışmanlık hizmetlerinin ise bireysel portföy yöneticiliği olarak nitelendirilebileceği veya halihazırda icra edilen bir kolektif portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında sunulduğu görülmektedir. Bu çerçevede önemli bir husus, bireysel portföy yöneticiliği olarak nitelendirilebilecek olan ikinci nesil robo-danışmanlık hizmetleri bakımından, III-37.1 Tebliği m. 45/6'ya benzer bir istisna hükmüne yer verilip verilmediğidir. Başka bir ifadeyle, yatırım fonlarına ilişkin tavsiye sunan birinci nesil robo-danışmanlık hizmetlerinin sunulmasının SPK iznine tabi olmaması gibi bir durumun bireysel portföy yöneticisi ikinci nesil robo-danışmanlar için de var olup olmadığıdır. Yatırım fonlarından oluşan portföylerin yönetilmesi de dahil olmak üzere ikinci nesil robo-danışmanlar için böyle bir istisna söz konusu değildir. O hâlde, kolektif portföy yöneticiliği bağlamında icra edilenler hariç olmak üzere, ikinci nesil robo-danışmanlık hizmetleri ancak aracı kurumlar, yatırım ve kalkınma bankaları ile portföy yönetim şirketi tarafından sunulmaya elverişlidir⁴⁸².

Algoritmik alım satım noktasında ise üçlü bir ilişki söz konusu olmaktadır. Borsa içi algoritmik alım satım bakımından söz konusu ilişkinin bir tarafında algoritmik emir iletim sisteminin sağlayıcısı Borsa üyesi yatırım kuruluşları bir tarafında Borsa ve elbette diğer tarafta ise müşteri yer almaktadır. Borsa dışı algoritmik alım bakımından ise yatırım kuruluşlarının yanı sıra portföy yönetim şirketleri⁴⁸³ ile bireysel emeklilik şirketleri de bu ilişkinin bir parçasıdır.

⁴⁸² Bkz. III-37.1 Tebliği m. 38/1.

⁴⁸³ TEFAS Uygulama Esasları m. 4 uyarınca fon kurucuları, yatırım kuruluşları ve katılma payı pazarlama ve dağıtım faaliyeti izni almış olan portföy yönetim şirketleri TEFAS'ta işlem yapabilirler. İşte bu sebeptir ki portföy yönetim şirketleri, aracılık faaliyetinde bulunmaktan menedilmiş olmalarına rağmen, yatırım fonu katılma paylarının alım satımı için aracılıkta (pazarlama ve dağıtım faaliyetinde) bulunabilirler.

II. ALGORİTMİK YATIRIM HİZMETİ SUNAN KURULUŞLARIN BAŞLICA YÜKÜMLÜKLERİ

A. Algoritmik Yatırıma İlişkin Başlıca Organizasyonel Yükümlülükler

1. Bilgi Sistemlerine İlişkin Yükümlülükler

a. Genel Olarak

Algoritmik yatırım hizmetlerinin elektronik olarak sunulmasına binaen, bu hizmetlere ilişkin en önemli organizasyonel yükümlülüklerin başında bilgi sistemlerine ilişkin esaslar gelmektedir. Bu husustaki temel düzenlemeleri ise VII-128.9 sayılı Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği, Bankaların Bilgi Sistemleri ve Elektronik Bankacılık Hizmetleri Hakkında Yönetmelik (Elektronik Bankacılık Yönetmeliği)⁴⁸⁴ oluşturmaktadır⁴⁸⁵.

VII-128.9 Tebliği m. 2 uyarınca Borsa, Takasbank, emeklilik yatırım fonları ve sermaye piyasası kurumlarının⁴⁸⁶ Tebliğ’de öngörülen esaslara uyması gerekmektedir. Ayrıca Tebliğ m. 2/2 uyarınca, bankaların bilgi sistemleri yönetimi bankacılık mevzuatına tabidir. Bu itibarla bankalar, bireysel emeklilik şirketleri ve yatırımcılar hariç olmak üzere, söz konusu Tebliğ algoritmik yatırımda yer alan tüm aktörleri kapsamaktadır. Tebliğ’in 28’inci maddesinde ise bazı kuruluşlara özgü muafiyetler tanınmıştır.

Tebliğ’in 4’üncü maddesine göre bilgi sistemleri, birincil ve ikincil sistemler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Buna göre birinci sistemler “*kurum, Kuruluş ve Ortaklıkların Kanundan ve Kanuna ilişkin alt düzenlemelerden kaynaklanan görevlerini yerine getirmeleri için gerekli bilgilerin elektronik ortamda güvenli ve istenildiği an erişime imkan sağlayacak şekilde kaydedilmesini ve kullanılmasını sağlayan altyapı, donanım, yazılım ve*

⁴⁸⁴ RG 15.02.2023 31069.

⁴⁸⁵ Bireysel emeklilik şirketlerinin bilgi sistemleri içinse Sigortacılık ve Özel Emeklilik Sektörlerinde İç Sistemlere Dair Yönetmelik’ten (Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği) yararlanılmalıdır. RG. 25.11.2021 31670.

⁴⁸⁶ SerPKn m. 35 uyarınca sermaye piyasası kurumları kavramı yatırım kuruluşlarını, kolektif yatırım kuruluşlarını ve portföy yönetim şirketlerini de içermektedir.

*veriden oluşan sistemin tamamını*⁴⁸⁷ ifade etmektedir. İkincil sistemler ise birincil sistemlerde bir kesinti meydana gelmesi durumunda, faaliyetin sürdürülebilmesine hizmet eden birincil sistem yedekleridir⁴⁸⁸. Bankalar bakımından aynı tanımlara, Bankaların İç Sistemleri ve İçsel Sermaye Yeterliliği Değerlendirme Süreci Hakkında Yönetmelik'in⁴⁸⁹ 3/1-e ve 3/1-ö hükümlerinde yer verilmiştir. Keza emeklilik şirketleri bakımından da Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği m. 3/1'in "c" ve "h" bentlerinde benzer tanımlar bulunmaktadır.

İşaret edilen düzenlemelerin amacı ana hatlarıyla, bilgi sistemlerinde oluşabilecek risklerin tespiti ve önlenmesi, sistem güvenliğinin ve kontrollerinin sağlanması, veri kayıpları gibi beklenmedik durumlara karşı gerekli tedbirlerin alınması ve bu çerçevede görev dağılımının belirlenmesidir. Nitekim VII-128.9 Tebliği kapsamında ilgili kuruluşlar, iş hedefleriyle uyumlu bir "*bilgi sistemleri yönetimi*" geliştirmekle ve sorumluluk dağılımını da içeren bir "*bilgi güvenliği politikası*" oluşturarak personeline duyurmakla yükümlüdür. Bilgi güvenliği politikasının uygulanması üst yönetimin⁴⁹⁰, bilgi sistemlerinin kontrolü ise yönetim kurulunun sorumluluğundadır⁴⁹¹. Tebliğ kapsamında, algoritmik yatırım bakımından nitelikli birer öneme sahip yükümlülüklerin başında bilgi sistemlerinin bakımı, sürekliliği ve dışarıdan hizmet alımına ilişkin esaslar gelmektedir. Benzer düzenlemelere Elektronik Bankacılık Yönetmeliği'nin 4 ve 5'inci maddelerinde de rastlanmaktadır⁴⁹². Bunun yanında hem VII-28.9 Tebliği hem de Elektronik Bankacılık Yönetmeliği'nde "*görev ayrılığı prensibi*" benimsenmiştir⁴⁹³. Tebliğ m. 11 ve Yönetmelik m. 22 çerçevesinde geliştirme ve test aşamalarında görev ayrılığı esastır.

Tebliğ'in 25'inci maddesinde, bilgi sistemlerine ilişkin kontrollerin içermesi gereken asgari hususlar belirlenmiştir. Öncelikle ilgili kuruluş, hem kendi bünyesinde geliştireceği hem de dışarıdan hizmet alımı suretiyle edineceği bilgi sistemleri için bunların "*fonksiyonel*

⁴⁸⁷ VII-128.9 Tebliği m. 4/1-a.

⁴⁸⁸ Bkz. VII-128.9 Tebliği m. 4/1-g.

⁴⁸⁹ RG. 11.07.2014 29057.

⁴⁹⁰ Tebliğ m. 4/1-o uyarınca "*yönetim kurulu tarafından belirlenen kişi ya da grubu, yönetim kurulu tarafından belirleme yapılmadığı durumlarda ise Kurum, Kuruluş ve Ortaklıkların en üst yetkilisini ifade eder*".

⁴⁹¹ Bkz. VII-128.9 Tebliği m. 7/1.

⁴⁹² Ayrıca bkz. Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği'nin ikinci bölümü ile 16'ncı maddesi.

⁴⁹³ Karş. Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği m. 15 ve SEDDK 16/2022 sayılı Sigortacılık ve Özel Emeklilik Sektörlerinde İç Sistemlere Dair Yönetmeliğin Bazı Maddelerinin Uygulanmasına Hakkında Genelge m. 6.

*gereksinimleri ile tasarım, geliştirme ve test aşamalarının her biri için teknik ve güvenlik gereksinimlerini yazılı hale*⁴⁹⁴ getirir. Bilgi sistemlerinin geliştirilmesine ilişkin süre boyunca proje gelişim raporlarının hazırlanması ve bunların yönetim kurulu tarafından onaylanması gerekmektedir. Keza güncelleme ve değişiklik yapılacak ise “*planlama, test ve uygulama adımları detaylı olarak ele alınır*”⁴⁹⁵. Bu bağlamda belki de en önemli yükümlülükler, maddenin “d” ve “f” bentlerinde düzenlenmiştir. Tebliğ m. 25/1-d uyarınca “*uygulamalarda veri girişlerinin tam, doğru ve geçerli şekilde yapılmasını, veri üzerindeki işlemlerin doğru sonuçları üretmesini sağlayacak, veri ve işlem kaybını, verinin yetkisiz değiştirilmesini ve kötüye kullanımını önleyecek uygun kontroller tesis edilir*”. Kanaatimizce bu bent, makine öğrenimin kullanıldığı algoritmalar bakımından dahi uygulanmaya elverişlidir. Bu çerçevede, özellikle idari sorumluluk bakımından isnat probleminin çözümünde işlev sahibi olabilir. Maddenin “f” bendi uyarınca, bilgi sistemleri, gerçek ortamda uygulamaya konmadan önce işlevsellik, teknik ve güvenlik açılarından teste tabi tutulmaları gerekmektedir. Bilgi sisteminin değiştirilmesi veya yeni bir bilgi sistemin hayata geçirilecek olması hâlinde, gerekliyse bu sistem, “*belirli bir olgunluk seviyesine ulaşıncaya kadar*” eski sistem ile beraber çalıştırılır. Bankalar bakımından ise kontrol ve değişiklik yönetimi süreçleri Elektronik Bankacılık Yönetmeliği’nin 23, 24 ve 30 ilâ 33’üncü maddeleri arasında düzenlenmiştir⁴⁹⁶.

Tebliğ’in 26’ncı maddesinde ise bilgi sistemlerinin sürekliliğine ilişkin bazı yükümlülükler öngörülmüştür. Buna göre birincil sistemlerin kesintiye⁴⁹⁷ uğraması hâlinde, ikincil sistemler vasıtasıyla faaliyetin sürdürülmesi esastır. Bu kapsamda bir süreklilik planının hazırlanması gerekir. Maddenin 8’inci fıkrasına göre, süreklilik planının, sistemi

⁴⁹⁴ VII-128.9 Tebliği m. 25/1-a.

⁴⁹⁵ VII-128.9 Tebliği m. 25/1-ç.

⁴⁹⁶ Karş. Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği m. 16/4 ve m. 21/3.

⁴⁹⁷ “Kesinti” kavramı Elektronik Bankacılık Yönetmeliği m. 3/1-u’da “*bir bankanın faaliyetlerindeki sürekliliğin, planlı geçişler haricinde sekteye uğraması*” şeklinde tanımlanmıştır. Aynı kavram, Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği m. 3/1-k hükmünde ise “*kuruluşların faaliyetlerinde veya bir sistemin fonksiyonlarında sürekliliğin, planlı geçişler haricinde mücbir sebeplerle sekteye uğraması*” şeklinde ifade edilmiştir. Yönetmelik’te mücbir sebep ayrıca tanımlanmadığına göre klasik tanımlardan hareket edilmesi gerekir. Bu çerçevede, kanaatimizce “mücbir sebep” kısıtlaması yerinde olmamıştır. Zira bilgi sistemlerinde planlı kesinti teşkil etmeyen, fakat mücbir sebep kapsamında da olmayan, sistem hataları gibi kesintilerin yaşanması mümkündür. Bu hâllerde hizmetlerin kesintisiz sürdürülmesine yönelik önlemler uygulama alanı bulmayacak mıdır? Bununla beraber VII-128.9 Tebliği’nde ise kesinti kavramı tanımlanmış değildir. Lâkin Tebliğ m. 26/6’da “*altyapıdan kaynaklanabilecek kesintiler*” ile “*işlem performansını düşürecek veya iş sürekliliğini aksatacak durumlara*” durumlara işaret edilmektedir ki kanaatimizce bu durumlar mücbir sebep hâlleri dışındaki durumları da kapsamadılar.

etkileyebilecek değişikliklerden sonra güncellenmesi, etkinliğinin her yıl test edilmesi gerekir. Öte yandan sürekliliğin ölçütü hakkında keskin bir sınır belirlenmiş değildir. Nitekim Tebliğ m. 7/6 hükmüne göre süreklilik planında “*kabul edilebilir kesinti süreleri*” belirlenir. Bankalar bakımından ise süreklilik esas çok daha ayrıntılı biçimde, Elektronik Bankacılık Yönetmeliği’nin 28’inci maddesinde düzenlenmiştir⁴⁹⁸. Şu var ki Yönetmelik m. 28/6 hükmüne göre birincil sistemler tamamen devre dışı kalsa dahi, en geç yirmi dört saat içinde faaliyetlerin yeniden sürdürülebilir hâle getirilmesi gerekmektedir.

Bilgi sistemleri için dışarıdan hizmet alımı da özel esaslara tabidir. Nitekim Tebliğ m. 18/1 uyarınca, ilgili kuruluş, dışarıdan aldığı hizmetler bakımından da gözetim yükümlülüğü altındadır. Tebliğ m. 18/1-ç uyarınca “*ölçme, değerlendirme, raporlama ve güvenlik fonksiyonlarında nihai sorumluluğun*” ilgili kuruluştaki olması gerekmektedir. Hatta maddenin 2’nci fıkrasında hizmet alımına dair sözleşmenin asgari unsurları öngörülmüş olup; bu bağlamda, “*hizmet sağlayıcı kuruluşun, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında Kurul tarafından talep edilecek bilgileri istenen zamanda ve nitelikte sağlamasına ilişkin yükümlülüğü*”nın bulunması icap etmektedir. Bankalar içinse gözetim yükümlülüğü Elektronik Bankacılık Yönetmeliği m. 29/1-a’da yer almaktadır⁴⁹⁹. Tebliğ’de olduğu gibi bankalar bakımından da hizmet alım sözleşmesinde bulunması gereken asgari unsurlar mevcuttur.

Son olarak, Tebliğ m. 28/2 hükmü dar yetkili aracı kurumlar bakımından bakım yükümlülükleri hafifletilmiştir. Söz konusu istisnanın altındaki sebep, dar yetkili aracı kurumların, saklama hizmeti sunmamalarına binaen daha az risk yaratmaları olmalıdır.

b. Yatırım Algoritmalarına İlişkin Standartlar

Bilgi sistemlerine ilişkin olarak detaylı düzenlemelerin bulunmasına karşın, yatırım amacıyla kullanılan algoritmalara dair standartlar henüz belirlenmiş değildir. Esasen böyle bir teknik standart belirlemenin gerekli olup olmadığı da ilk başta sorgulanabilir. Lâkin sermaye piyasası mevzuatında gerek kuruluş gerek faaliyet bazında hizmet sunabilecek personelin asgari niteliklerine ilişkin detaylı ölçütlere yer verilmektedir. Örneğin III-39.1 Tebliği’nin 13’üncü maddesinde, yatırım kuruluşu personellerine ilişkin olarak, birim

⁴⁹⁸ Karş. Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği m. 18.

⁴⁹⁹ Karş. Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği m. 48.

bazında da ayırım yapılarak, lisans eğitimi, SPK lisansı, tecrübe gibi çeşitli şartlara yer verilmiştir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, yatırım kuruluşunun sadece yönetim kadrosunun değil, uzman personelinin de belirli şartları taşıması gerektiğidir. Nitekim Tebliğ'in 14 ve 15'nci maddelerinde, genel müdür ve yardımcılarını ile yönetim kurulu üyelerine ilişkin şartlar zaten belirlenmiştir. Öte yandan, yatırım kuruluşlarının uzmanlık gerektiren faaliyetlerde bulunmaları, yönetim kadrosunda bulunmayan personellere, özellikle de ihtisas personellerine⁵⁰⁰ ilişkin olarak da özel koşulların aranmasını gerektirmektedir. Aynı durum portföy yönetim şirketleri bakımından da geçerlidir⁵⁰¹. Üstelik, belirli bir faaliyet türünü sunabilecek personele ilişkin özel şartların gerekliliği de göz önünde bulundurulmalıdır. Örneğin III-37.1 Tebliği m. 39/1-b kapsamında, portföy yöneticileri için asgari 5 yıllık tecrübe aranmaktadır.

Bunlara karşın, algoritmalar açısından benzer düzeyde teknik şartnamelere yer verildiğini belirtmek güçtür. VII-128.9 Tebliği kapsamında bilgi sistemlerinin elverişliliğinin test edilmesine dair birçok yükümlülük bulunsa da ihtisas personelinin taşıması gereken şartlar gibi ayrıntılı ve somutlaştırılmış standartlar tarafımızca tespit edilmemiştir. Bu itibarla akla gelen soru, ihtisas personeline ilişkin asgari gerekliliklerde olduğu gibi algoritmalara ilişkin asgari teknik standartların belirlenmesinin gerekli olup olmadığıdır. Öğretide bir görüş, deterministik ve ex ante çalışma biçimlerinden hareketle, asgari şartların algoritmalar bakımından değil, söz konusu algoritmaları geliştiren personel açısından aranması gerektiğini öne sürmektedir⁵⁰². Kanaatimizce bu görüşe ihtiyatlı yaklaşılması gerekir. Algoritmik sistemlerin geliştirilmesi ve kontrolü hususlarında nitelikli personel ihtiyacının bulunduğu kuşkusuzdur. Esasen VII-128.9 Tebliği m. 7, Elektronik Bankacılık Yönetmeliği m. 31/2 ile Emeklilik İç Sistemleri Yönetmeliği m. 16 ve m. 32 hükümlerinde de bu uzmanlık gereksinimine işaret edilmiştir. Görüşümüzce asgari standartlar, algoritmik sistemler, en azından bunların test ortamları için de bir gerekliliktir. Zira salt deterministik yapı temelinden hareket etmek, ancak geçici ve kısmen tatmin edici sonuçlar sunabilir. Nitekim Borsa İstanbul bünyesinde algoritmik alım satım yapılmasına imkân tanıyan algoritmik sistemlere ilişkin olarak standartları belirlenmiş test ortamları

⁵⁰⁰ III-39.1 Tebliği m. 18/3 uyarınca, yatırım kuruluşları bağlamında, araştırma uzmanları, yatırım danışmanları ve portföy yöneticileri ihtisas personeldir. Keza III-52.1 Tebliği m. 3/1-ç uyarınca portföy yönetim kuruluşları şirketleri açısından da aynı durum geçerlidir.

⁵⁰¹ Bkz. III-52.1 Tebliği m. 20.

⁵⁰² Bkz. **LORDT**, s. 241-242. Ayrıca Alman hukukunda ihtisas personeline ilişkin şartlar için bkz. WpHG §87.

mevcuttur⁵⁰³. Böyle girişimlerin Borsa İstanbul öncülüğünde gerçekleştirilmesi, öncelikle algoritmik alım satım faaliyetlerinin, özellikle yüksek frekanslı işlemlerin piyasa bozucu etkide bulunma riskinden kaynaklanmaktadır. Öte yandan, Borsa dışı algoritmik yatırım faaliyetleri bakımından da belirli bir standartlaştırmanın gerçekleştirilmesi, hem yatırımcının korunması hem de hukuki ve idari sorumluluğun izafesi bakımından önemli bir etkiye sahip olacaktır.

2. Algoritmik Alım Satıma Özgü Organizasyonel Yükümlülükler

Algoritmik alım satıma ilişkin olarak, Borsa İstanbul bünyesindeki prosedürlere ilk bölümde değinmiştik⁵⁰⁴. Hatırlatmak gerekirse, günümüz itibariyle Borsa İstanbul bünyesinde özellikle pay, bunun yanında vadeli işlem piyasalarında algoritmik alım satımın düzenlenmiş olduğunu; ayrıca, doğrudan piyasa erişimi, risk yönetimi ve test ortamlarına ilişkin işleyişin belirlendiğini saptamıştık. Bu itibarla algoritmik alım satım bağlamındaki organizasyonel yükümlülüklerin asıl muhatabının, doğrudan elektronik erişim sağlayan Borsa üyesi ile yüksek frekanslı işlem kullanıcıları olduğunu belirterek, prensip olarak yukarıdaki açıklamalarımıza atıf yapmak suretiyle tekrardan kaçınacağız.

Öte yandan, hem BISTECH hem de Vadeli İşlem Prosedürlerinde yer alan şu ifadeleri vurgulamak faydalı olacaktır:

*“Üye kendisine veya müşterilerine ait emirleri Borsaya iletmek için kullandığı algoritmik emir iletim sistemlerinden dolayı **Borsaya karşı doğrudan sorumludur.** Bu sistemlerin piyasada yaratacağı etkiler ve sonuçları hakkında kullanan/aracılık eden **üyenin devredilemez bir sorumluluğu bulunmaktadır.** Algoritmik emir iletim sistemleri ile Sisteme emir iletiminde kullanılacak yazılımlar ile ilgili gerekli kontrolleri ve testleri yapmış olmak, devreye aldıktan sonra ise oluşabilecek riskleri gerçek zamanlı olarak izleyip, bu riskleri sınırlandırmak ve gerekli durumlarda en*

⁵⁰³ BORSAN İSTANBUL, “Test Ortamları”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/466/test-ortamlari>, (E.T. 15.06.2024).

⁵⁰⁴ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm, §3.III.B.4., Risk Yönetimi.

kısa sürede yazılımların üzerinde çalıştığı sunucuları durdurarak emir iletimini sonlandırmak üyelerin sorumluluğundadır”⁵⁰⁵.

Bunun yanında ilgili üye tarafından Borsa’ya verilmesi gereken Algoritmik Emir İletim Sistemleri Taahhünamesi’ne göre, üye, algoritmik “*emirlerin piyasaların işleyişini engellemeyecek, bozmayacak, riske atmayacak ve yanlış yönlendirilmesine neden olmayacak şekilde sonuçlarının öngörülebilir olduğunu ve bu koşulları sağlamak amacı ile kontrol uygulamalarının oluşturulduğunu*”⁵⁰⁶ taahhüt etmek zorundadır. Esasen bu düzenlemeler, Borsa içi algoritmik alım satım sistemlerinin otonomi düzeyini makul gerekçelerle kısıtlamasının yanı sıra, otonomi düzeyi ne olursa olsun sorumluluğun Borsa üyesine izafe edilmesini de sağlamaktadır.

Algoritmik alım satım bakımından müşterinin piyasa bozucu eylemde bulunmama yükümlülüğüne de değinmekte yarar vardır. Elbette, piyasa bozucu eylemler, yalnızca yüksek frekanslı işlem kullanıcılarına özgü olarak ortaya çıkmamaktadır. Lâkin yüksek frekanslı işlemlerin piyasada yaratabileceği önemli, özellikle fiyat değişimine yönelik etkiler, yüksek frekanslı işlem kullanıcılarının, emir veya işlem bazlı piyasa bozucu eyleme sebep olma olasılığını artırmaktadır. Bu itibarla yüksek frekanslı işlem kullanıcılarının özellikle VI-104.1 Tebliği m. 5 kapsamında sorumluluğunun bulunabileceğine dikkat edilmesi gerekir.

3. Çıkar Çatışmalarına İlişkin Organizasyonel Yükümlülükler

Yatırım faaliyetleri kapsamında çıkar çatışmaların önlenmesine dair birçok hüküm bulunmaktadır. Buna karşın, sermaye piyasası mevzuatında çıkar çatışmasına dair açık bir tanım verilmiş değildir. Çıkar çatışması, temel olarak, hukuki bir ilişki içinde bulunan iki kişinin menfaatlerinin birbirine zıt yönlerde bulunması hâli olarak tanımlanabilir. Çıkar çatışmaları, özellikle sinallagmatik sözleşmelerde doğal bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Lâkin, yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği gibi, özellikle vekâlet veya inancılı işlem temeline dayalı, bir tarafın diğerine menfaat sağlamak üzere iş gördüğü hâllerde veya taraflardan birinin objektif ve bağımsız davranma yükümlülüğü altında olduğu

⁵⁰⁵ Bkz. BISTECH Prosedürü, s. 8; Vadeli İşlem Prosedürü, s. 16-17. Karş. TEFAS Uygulama Esasları, m. 5, 10; BEFAS Uygulama Esasları m. 4, 9.

⁵⁰⁶ Bkz. Borsa İstanbul Algoritmik Emir İletim Sistemleri Taahhünamesi, <https://borsaistanbul.com/files/algoritmik-emir-iletim-sistemleri-taahhutnamesi.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

durumlarda, söz konusu çıkar çatışmalarının önlenmesi gerekir. Aksi halde, iş gören tarafın kendi menfaatini önceleyerek karşı tarafı zarara uğratması veya bağımsızlığını yitirmesi sonuçları ortaya çıkabilir⁵⁰⁷.

Yatırım faaliyetleri bağlamında çıkar çatışmaları, organizasyonel yapıda ortaya çıkabileceği gibi bireysel işlemler çerçevesinde de doğabilir⁵⁰⁸. Yapısal çıkar çatışmalarının önlenmesine dair hükümler III-39.1 Tebliği m. 11-12 ile III-55.1 Tebliği m. 10 hükümlerinde düzenlenmiştir. III-39.1 Tebliği m. 11/1 uyarınca, *yatırım kuruluşlarının*, yatırım faaliyetlerini yürütürken müşterilerin çıkarlarını ve piyasa bütünlüğünü gözetmeleri, bu bağlamda adil ve dürüst davranması gerekmektedir. Aynı maddenin ikinci fıkrası uyarınca, yatırım kuruluşunun müşterisi ile olan ilişkisinde “*kendisi, ortakları, çalışanları yöneticileri, bunlarla doğrudan ya da dolaylı ilişki içinde bulunan kişiler*” ile müşterisi arasında veya müşterilerinin kendileri arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarını önleyici bir organizasyon yapısı oluşturması icap etmektedir. Şu var ki, piyasanın yapısı nedeniyle önlenemeyecek çıkar çatışmaları da doğmaktadır. Üçüncü fıkra bağlamında, müşterinin, bu çıkar çatışmaları hakkında, hizmet öncesinde bilgilendirilmesi zorunludur. MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 34/4 uyarınca, çıkar çatışmaları hakkında müşterinin bilgilendirilmesi ile yetinilmesi son çaredir. Başka bir ifadeyle, öncelikle çıkar çatışmalarının önlenmesine dair yapısal tedbirler alınmalı, ancak bunlar yeterli değilse son çare olarak müşterinin bilgilendirilmesi ile yetinilmesi yolu uygulanmalıdır⁵⁰⁹. Esasen III-39.1 Tebliği m. 11/3 ve III-55.1 Tebliği m. 10/2-c hükümlerinin lafzı da aynı sonucu doğurmaktadır. Yatırım kuruluşunun, söz konusu organizasyon yapısı ile önlenemeyen çıkar çatışmalarına dair izlenecek usul hakkında bir çıkar çatışması politikası oluşturması gerekmektedir. Çıkar çatışması politikasının içeriğinde bulunması gereken unsurlar III-39.1 Tebliği m. 12’de öngörülmüştür.

⁵⁰⁷ Bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 185; **TUĞ**, s. 58.

⁵⁰⁸ Nitekim çıkar çatışmalarının önlenmesine dair hükümlere hem yatırım kuruluşlarının organizasyonuna dair düzenlemeler arasında hem de belirli yatırım faaliyetlerinin sunulmasına dair esaslar arasında yer verilmiştir. Bu itibarla çıkar çatışmalarının, terminolojik ve metodolojik açıdan, yapısal ve davranışsal olarak iki büyük sınıfta incelenmesi kanaatimizce yerinde olur (aynı yönde **LORDT**, s. 103-104). Yapısal çıkar çatışmaları ile yatırım faaliyeti sunan kuruluşun organizasyonundan kaynaklanan çıkar çatışmalarına, davranışsal çıkar çatışmaları ile münferit işlemler bazında ortaya çıkan çıkar çatışmalarına işaret etmekteyiz.

⁵⁰⁹ Karş. WpHG §63(2); ayrıca bkz. **MADDEL**, s. 234.

Portföy yönetim şirketleri tarafında, III-55.1 Tebliği m. 10/1 hükmü de III-39.1 Tebliği m. 11/1 ile neredeyse aynı dil ile kaleme alınmıştır. Bu itibarla portföy yönetim şirketlerinin de hizmet verilen kişilerin “*çıkarcını ve piyasa bütünlüğünü gözeterek adil ve dürüst davranması gerekir*”. Maddenin devamında yine çıkar çatışmalarını önleyici bir organizasyon yapısının kurulması, önlenemeyen çıkar çatışmalarına dair müşterilerin bilgilendirilmesi ve çıkar çatışması politikası oluşturulmasına dair düzenlemeler yapılmıştır.

Öğretide isabetli olarak, robo-danışmanların bireysel, davranışsal, olay bazında değil, ancak sistematik ve yapısal çıkar çatışmalarına neden olabileceği ileri sürülmektedir⁵¹⁰. Her ne kadar algoritmik sistemler çerçevesinde çıkar çatışmalarına ilişkin özel hükümlere yer verilmemiş olsa da III-39.1 ve III-55.1 sayılı Tebliğlerdeki çıkar çatışmalarının önlenmesine dair organizasyonel gerekliliklerin algoritma tasarımı bakımından da uygulama alanı bulacağı kuşkusuzdur⁵¹¹.

Bu çerçevede özellikle şirketler topluluğu bağlamında oluşabilecek çıkar çatışmalarına dikkat çekmek isteriz. Zira ülkemizde aracı kurumlar ile portföy yönetim şirketlerinin bir banka çatısı altında, grup şirket veya özel olarak şirketler topluluğu yapısında faaliyet göstermesi sık rastlanan bir durumdur. Bu çerçevede söz konusu şirketler arasında bilgi akışının yeterli denetime tabi olmadığı durumlarda “scalping” olarak adlandırılan bir çıkar çatışması hâlinin meydana gelmesi muhtemeldir. Scalping, en basit haliyle, yatırım faaliyetinde bulunan kuruluşun kendi portföyüne ilişkin işlemlerde bulunması suretiyle haksız avantaj sağlaması durumu olarak özetlenebilir⁵¹². Örneğin, bir banka çatısı altında faaliyet gösteren portföy yönetim şirketi tarafından yönetilen yatırım fonu katılma paylarının gerçek veya gelecekteki muhtemel değerine ilişkin içsel bilginin, bankayla ya da yine banka çatısı altındaki aracı kurumla III-39.1 Tebliği m. 12/4-a hükmünde değinilen tedbirlere aykırı olarak paylaşılması hâlinde, banka veya aracı kurumun robo-danışmanlık uygulaması tarafından sunulacak olan tavsiyelere etki edilmesi düşünülebilir.

Algoritmik yatırım vasıtasıyla bireysel portföy yöneticiliği ve aracılık faaliyetlerinin sunulduğu durumlara ilişkin örnekler de verilebilir. Piyasa zamanlaması (market

⁵¹⁰ MADEL, s. 234.

⁵¹¹ MADEL, s. 235.

⁵¹² Karş. USCA, s. 234 vd.

zamanlaması) ve yönlendirilmiş aracılık (directed brokage) durumlarına bu noktada işaret edilebilir⁵¹³. Örneğin yatırım fonu katılma payının veya banka payının fiyatı üzerinde etkili olabilecek içsel bilgilerin aracılık işlemlerinde kullanılması, bu suretle müşterilerin gerçeğe aykırı bilgiler çerçevesinde yönlendirilmesi veya piyasa zamanlaması suretiyle müşteriler ya da aracı kurum için avantaj elde edilmesi mümkün olabilir.

4. Organizasyonel Yükümlülükler Karşısında FinTek'lerin Durumu

Finansal bilgi, genel tavsiye ve III-37.1 Tebliği m. 45/6 istisnası kapsamında yatırım tavsiyesi sunulması faaliyetleri, sermaye piyasası kurumlarının tekelinde değildir. Dolayısıyla FinTek'ler de yukarıda anılan kapsamda birinci nesil robo-danışmanlık hizmetlerini yukarıdaki çerçeve içinde sunabilmektedir. Bu noktada akla gelen soru, FinTek'lerin sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki organizasyonel yükümlülüklere tabi olup olmadığıdır. Bu soruya elbette olumsuz yanıt verilmesi gerekir. Zira organizasyonel yükümlülükler, kural olarak, bir faaliyetin sunulmasına değil, faaliyette bulunan kuruluşun niteliğine ilişkindir. Dolayısıyla birinci nesil robo-danışmanlık hizmeti sunan FinTek'lerin yukarıda andığımız yükümlülüklere tabi olması söz konusu değildir.

Şu var ki dışarıdan hizmet alınması durumunda, hizmet sağlayıcı FinTek'in organizasyonel bir yükümlülük ve bu bağlamda idari sorumluluk altında olup olmadığı sorusu akla gelebilir. Esasen, dışarıdan hizmet sağlayan FinTek'lerin SPK, BDDK veya SEDDK gibi düzenleyici otoritelere gerekli bilgileri sunma, ağ güvenliği ve erişim hakkı bakımından ilgili ölçütlere uyma gibi çeşitli yükümlülükleri söz konusudur. İşte bu noktada hizmet sağlayıcının sorumluluğunun, hizmet sağladığı kuruluşa karşı mı yoksa düzenleyici idari otoriteye karşı mı olduğu sorgulanabilir. Lâkin böyle yükümlülüklerin, hizmet sözleşmelerinde yer verilmesi suretiyle FinTek'e yüklenmesinin esas alındığı görülmektedir. Esasen dışarıdan alınan hizmetlerin gözetimi de ilgili sermaye piyasası kurumunun veya bireysel emeklilik şirketlerinin sorumluluğundadır. Hizmet sağlayıcının yükümlülüklerinin sözleşme ile yüklenmesi gerekliliği de nazara alındığında, FinTek'lerin kural olarak hizmet sağladıkları kuruluşa karşı sorumlu tutulmaları gerekir. Öte yandan her somut olay bakımından ayrı bir değerlendirme yapmak yerinde olur. Örneğin algoritmik yatırım sisteminin piyasa bozucu eyleme sebep olması gibi hâllerde eylemin FinTek'in algoritma

⁵¹³ Bkz. HAYKIR, s. 23 vd.

tasarımından kaynaklanıp kaynaklanmadığı, FinTek’le içsel bir bilginin paylaşılıp paylaşılmadığı gibi hususların incelenmesi gerekli olabilir. Başka bir örnek olarak, birinci nesil robo-danışmanlık hizmeti sunan FinTek’lerin VI-104.1 Tebliği m. 6 kapsamında “iletişim ve haberleşme yoluyla” piyasa bozucu eylemde bulunmaları mümkündür. Dolayısıyla her ne kadar FinTek’lerin bilgi sistemlerine ilişkin özel bir düzenlemeye yer verilmemiş olsa dahi, söz konusu sistemlerin özellikle piyasa bozucu eylemlere yol açmayacak şekilde tasarlanması ve denetlenmesi gerekir.

B. Birinci Nesil Robo-Danışmanlara İlişkin Başlıca Davranışsal Yükümlülükler

Birinci nesil robo-danışmanların tabi olduğu davranışsal yükümlülükler bakımından özellikle III-37.1 Tebliği önem arz etmektedir. Zira finansal bilgi ya da genel tavsiye sunulması ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerine ilişkin esaslar söz konusu Tebliğ’de düzenlenmiş durumdadır. Esasen genel tavsiye sunulmasına ilişkin esaslar bakımından da yatırım danışmanlığına ilişkin birçok hükme atıf yapılmış durumdadır. Bu itibarla yatırım danışmanlığına ilişkin esaslara öncelik verecek ve genel tavsiye sunulmasına dair farklı hususlar bakımından açıklamalarda bulunacağız.

1. Doğrudan Uygulanabilir Esaslar

Yatırım danışmanlığı kapsamındaki birinci nesil robo-danışmanlık bağlamında, III-37.1 Tebliği m. 48 ve 50 hükümlerinde yatırım tavsiyelerinin hazırlanmasına, içeriğine ve tavsiye sunulan müşterinin bilgilendirilmesine ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Tebliğ m. 48/2 hükmünün özellikle “b”, “d”, “e”, “f”, “g” bentlerindeki, hatta aynı maddenin 3’üncü fıkrasının “a” ve “b” bentlerindeki düzenlemeler esasen robo-danışmanlık hizmetleri bakımından farklı ya da önemli bir özellik arz etmemektedir. Örneğin Tebliğ m. 48/2-b’de düzenlenen, tavsiyede “en iyi”, “en güvenilir” gibi subjektif üstünlük ifadelerine yer verilmemesi yönündeki yükümlülük, robo-danışmanlık hizmetleri bakımından da herhangi bir yoruma gerek kalmaksızın doğrudan doğruya uygulanabilir niteliktedir.

Öte yandan, Tebliğ m. 48/2-a,c hükümleri kapsamında, tavsiyenin kişiselleştirilmesi (yerindelik) ve özenle hazırlanması yükümlülükleri ile m. 48/2-ğ ve m. 50 bağlamında çıkar çatışmalarına ilişkin esaslara daha ihtiyatlı yaklaşılmalıdır. Zira tavsiyelerin elektronik ortamda hazırlanması ve sunulmasının kişiselleştirmeye etkisinin, özen yükümlülüğünün

sübjektif ve objektif unsurları içerebilmesi karşısında algoritmaların durumunun incelenmesinde, ayrıca B2B2C iş modelleri çerçevesinde muhtemel çıkar çatışması hâllerinin somut olay bazında değerlendirilmesinde fayda bulunmaktadır. Bu kapsamda bizim de inceleme alanımızı özellikle özen ve yerindelik yükümlülükleri oluşturacaktır. Daha önce de vurguladığımız üzere birinci nesil robo-danışmanlara ilişkin esaslar bakımından, özellikle yatırım danışmanlığına ilişkin hükümlere öncelik vererek, genel tavsiyelere dair veya TEFAS yada emeklilik fonları hakkında tavsiye sunulması kapsamında farklı olan hususları açıklamakla yetineceğiz.

2. Özen Yükümlülüğü

Yatırım danışmanlığı bağlamında özen yükümlülüğü hem kanundan hem de sözleşmeden doğan bir yükümlüdür. Zira III-37.1 Tebliği m. 48/2-c uyarınca tavsiyelerin özenle hazırlanması gerekirken, yatırım danışmanlığı sözleşmesinin vekâlet zemininde yer alması da özen yükümlülüğünün doğumuna yol açmaktadır⁵¹⁴. Bu itibarla yatırım danışmanının özen yükümlülüğü hem idari hem de hukuki karakterlidir.

Öğretide isabetli olarak, özen yükümlülüğünün neredeyse diğer tüm yükümlülüklerin temelini oluşturduğu vurgulanmaktadır⁵¹⁵. Özen yükümlülüğü, öncelikle, yatırım danışmanlığına ilişkin esaslara uyulmasını gerektirir. Dolayısıyla, aşağıda inceleyeceğimiz yerindelik yükümlülüğü de aslında özen yükümlülüğünün çeşitli görünüm biçimlerindedir. Bu itibarla, özen yükümlülüğünün ilk kanadını yatırım danışmanlığı faaliyetinin mevzuatta öngörülen esaslara uygun icra edilmesi oluşturmaktadır. Esasen bu husus V/55 (mülga) Tebliği m. 15'te de açıkça ifade edilmişti. Hatta aynı maddede özen yükümlülüğüne ilişkin bir kritere de yer verilmiş ve özenin “*dikkatli ve basiretli bir yatırım danışmanının aynı koşullar altında ayrıntılara vereceği önemi, göstereceği dikkat ve gayreti*” ifade edeceği belirtilmişti. Başka bir ifadeyle objektif özen esası benimsenmişti. Söz konusu hüküm III-37.1 Tebliği'nde açıkça yer almamakla birlikte, kanaatimizce farklı bir sonuca varmayı gerektiren bir durum da söz konusu değildir. Nitekim özen yükümlülüğünün diğer tarafında

⁵¹⁴ Esasen yatırım danışmanının sadakat yükümlülüğü bakımından da aynı durum söz konusudur. Her ne kadar III-37.1 Tebliği'nde sadakat yükümlülüğü açıkça yazılmamış olsa dahi bu yükümlülüğe ilişkin esaslar mevcuttur. Çıkar çatışmalarının önlenmesine dair ilkeler aslında sadakat yükümlülüğünün özel görünüm biçimleridir. Bunun yanında TBK m. 506/2'de vekilin sadakat yükümlülüğünden açıkça söz edilmektedir.

⁵¹⁵ USCA, s. 69; YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 81; TUĞ, s. 42.

ise vekilin özen borcuna ilişkin TBK hükümleri yer alır⁵¹⁶. TBK m. 506/2’de özen yükümlülüğünün ölçütü olarak “benzer alanda iş ve hizmetleri üstlenen basiretli bir vekilin göstermesi gereken davranış” esas alınmıştır. Bir diğer deyişle yine objektif özen ilkesi benimsenmiş durumdadır⁵¹⁷.

Özen yükümlülüğü, hatta vekâlet ilişkisi özelinde özen yükümlülüğü başlı başına bir çalışma konusu oluşturmaktadır. Fakat çalışmamız kapsamında sınırlı olarak inceleyeceğimiz husus, algoritmik özen yükümlülüğünün mümkün olup olmadığı ve ne şekilde ele alınması gerektiğidir. Gerçekten de özen kavramı, bilinç gerektiren, insani bir davranış ölçütüdür⁵¹⁸. Algoritmik özen kavramı açıklığa kavuşturulsa dahi çözülmesi gereken başka bir temel sorun bulunmaktadır. Vekilin özenli olup olmadığının tespiti farazi bir karşılaştırma gerektirmekte, aynı şartlar altında basiretli bir vekilden beklenen davranış biçimi araştırılmaktadır. Acaba “algoritmik özen” bağlamında, “özenli” algoritmanın tespiti bakımından farazi bir “basiretli algoritmadan” beklenen davranış mı esas alınmalı yoksa yine basiretli bir vekil kriteri mi göz önünde bulundurulmalıdır? Yoksa algoritmik özenden bahsedilemeyeceği için algoritmayı oluşturan veya işleten gerçek kişilerin özenli olup olmadığı mı incelenmelidir? Başka bir ifadeyle algoritmik bir sisteme ilişkin olarak, özen yükümlülüğünün sınırları veya gerekli özen hangi ölçütlere göre tespit edilecektir?

Özen yükümlülüğünün sonuçları özellikle sorumluluk hukukunda etki göstermektedir. Gerçekten de borçlar hukuku bağlamında, hem sözleşmesel hem de sözleşme dışı sorumluluk bakımından özellikle kusurun tespitinde özen kavramına

⁵¹⁶ Bkz. **USCA**, s. 68 vd.

⁵¹⁷ **TEKBEN**, s. 116.

⁵¹⁸ **Mustafa Alper GÜMÜŞ**, *Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu*, 2001, İstanbul: Beta, s. 47. Bu hususta yapılabilecek ilk ayırım sübjektif ve objektif özen sınıflandırmasıdır. Sübjektif özen, TBK m. 628/2’de olduğu gibi kişinin kendi işlerinde gösterdiği özen görünümde olabilir. Bunun yanında kişinin, özen yükümlüsünün eğitim, tecrübesi gibi kişisel unsurları da sübjektif özenin tespitinde dikkate alınabilir. Buna karşın objektif özen ise özen yükümlüsü ile benzer şartlar altında göstermesi beklenen çaba ve dikkate göre belirlenir. Objektif özenin tespitinde meslek kuralları gibi objektif kriterler kullanılır. Bkz. **Veysel BAŞPINAR**, *Vekilin (Avukatın, Hekimin, Mimarın, Bankanın) Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu*, 2. Baskı, 2004, Ankara: Yetkin s. 177 vd. Bunun yanında iç özen – dış özen şeklinde bir ayırım yapıldığı da görülmektedir. İç özen kişinin zihinsel durumuna ve irade gücüne ilişkin husustur. Bkz. **BAŞPINAR**, s. 174. Yazar, iç özenin “uygun davranışın bilgisi”ne haiz olma ile norma uygun davranmaya zihinsel bağlamda hazırlık olma şeklinde iki unsurdan oluştuğu belirtmektedir. GÜMÜŞ iç özene ilişkin olarak araba kullanan bir kişinin yorgun veya bunun için ehil olmadığı bilgisine sahip bulunduğu bir hâli örnek olarak vermektedir. Bkz. **GÜMÜŞ**, *Vekilin Özen Borcu*, s. 50. Dış özen ise dış dünyada sonuç doğurabilecek bir davranışın norm ve somut olayın şartları çerçevesinde uygun olup olmadığına ilişkindir (*a.g.e.*, s. 49). Başka bir ifadeyle dış özen, somut davranışta aranmaktadır Bkz. **BAŞPINAR**, s. 173. Bu ayırımların yanı sıra kişisel (şahsi özen), iyi bir aile babasının gösterdiği özen, gerekli – yeterli özen gibi ayırımlar da yapılmaktadır. Ayrıntılar için bkz. **GÜMÜŞ**, *Vekilin Özen Borcu*, s. 50; **BAŞPINAR**, s. 181 vd.

başvurulduğu görülmektedir. Nitekim öğretide özen kavramını salt kusur incelemesi altında değerlendiren görüşlerin yanı sıra, bu kavrama hukuka aykırılık veya sözleşme ihlali bakımından kullanım alanı tanıyan, ayrıca özenin çift yönlü bir işleve sahip olduğu öne süren görüşler bulunmaktadır⁵¹⁹.

Özen yükümlülüğü, esasen tüm yönleriyle robo-danışmanlık bakımından da uygulama alanı bulmaktadır. Yatırım danışmanlığı bakımından objektif özen esasının belirlenmiş olması, tavsiyelerin III-37.1 Tebliği'nde yer alan esaslara uygun olup olmadığının tespiti bakımından “algoritmik özen” kavramının tartışılmasını gündeme getirebilir. Hemen belirtelim ki özen ve bağlantılı olarak kusur kavramı insana özgüdür. Algoritmik sistemin işlevini yerine getirip getirmediği, gerektiği gibi çalışıp çalışmadığı özen yükümlülüğünün yerine getirip getirilmediğinde kullanılmaya elverişli ölçütlerden biridir. Buna karşılık, özen, algoritmayı geliştiren ve gözetim uzmanlarda aranmalıdır. Netice itibarıyla robo-danışmanlık, hatta genel itibarıyla algoritmik yatırım çerçevesinde özen yükümlülüğünün aynı karakterle uygulama alanı bulduğu, öte yandan tespitinde kullanılacak unsurlar bakımından algoritmik sistemlere ve bunların gözetimine uygun ölçütlere yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Örneğin, bir robo-danışman vasıtasıyla icra edilen yatırım danışmanlığı faaliyeti çerçevesinde, algoritmik sistemin kapasitesinin de dikkate alınması gerekir. Bu itibarla “gerekli özen”in ölçüsü daha yüksek olabilir. Bu hususlara aşağıda⁵²⁰ sorumluluk bahsinde daha detaylı olarak değineceğimiz için bu noktada daha fazla ayrıntıya yer vermeyeceğiz.

3. Yerindelik Yükümlülüğü

Yatırım danışmanlığı kapsamında, bir tavsiyenin kişisel nitelikli olması ile kişiselleştirilmesi farklı kavramlardır. Nitekim tavsiyenin “kişisel” (personal) olması yatırım tavsiye niteliğini haiz olup olmamasıyla ilgiliyken, “kişiselleştirilmiş” veya “yerinde” (suitable) olması müşteriye uygun tavsiyenin sunulup sunulmadığı ile ilgilidir. Tavsiyenin yerinde olup olmaması esasen iki uçlu bir değerlendirme gerektirmektedir. Bu değerlendirmenin bir tarafında “müşterini tanı” (know your client), diğer tarafında ise

⁵¹⁹Bkz. GÜMÜŞ, Vekilin Özen Borcu, s.,79 vd. Şu da var ki özen kavramı, culpa in contrahendo, hatta genel itibarıyla güven sorumluluğunun temellendirilmesinde önemli bir role sahiptir.

⁵²⁰ Bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm, §.2.II.C.2.b.dd., Algoritmik Yatırım Faaliyetleri Çerçevesinde Özen Yükümlülüğünün Konumlandırılması.

“ürünü tanı” (know your product) ilkeleri yer alır. Bu bağlamda tavsiyenin kişiselleştirilmesi, müşteriye, kendisinden edinilen bilgiler çerçevesinde onun profiline uygun olan yatırım aracının tavsiye edilmesi ve bu değerlendirme sürecinin bütünü olarak tanımlanabilir.

Yerindelik yükümlülüğü, Avrupa Birliği’nde MiFID II m. 24 ile MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 54’te, Türk hukukunda ise III-37.1 Tebliği m. 40’ta düzenlenmiştir. Esasen, yerindelik değerlendirmesinin asgari içeriğine ilişkin olarak, Tebliğ m. 40/2 hükmü, Komisyon Tüzüğü m. 54/2’ye karşılık gelmektedir. Komisyon Tüzüğü m. 54/1’in ikinci paragrafında robo-danışmanlar bakımından ilgi çekici bir düzenleme yer almaktadır. Hükme göre yatırım danışmanlığı veya portföy yönetimi hizmetlerinin, tamamen ya da kısmen, otomatik veya yarı-otomatik elektronik sistemlerle sağlanması yerindelik yükümlülüğünü hafifletmez⁵²¹. Söz konusu hükmün açıklayıcı olduğu nazara alınarak Türk hukuku bakımından da elbette aynı sonuca varılması gerekir.

III-37.1 Tebliği m. 40’ta yerindelik testi düzenlenmiş olup, m. 48/1 uyarınca yatırım danışmanlığı faaliyetinde uygulanması zorunlu bir testtir. Bu itibarla yerindelik testi, yorum veya tavsiyenin kişiselleştirilmesine yarayan bir araçtır⁵²². Testin içeriği III-37.1 Tebliği’nin 40/2 hükmünde açıklanmış; SPK’nın 20.06.2014 tarih ve 19/614 sayılı kararı ile güncellenen, 15.05.2014 tarih ve 15 sayılı toplantısında alınan ilke kararı ile onaylanmıştır. Esasen “*müşterinin mali durumunun yatırımın risklerini karşılayacak yeterlilikte olup olmadığına ilişkin olarak; gelir düzeyi ve yatırım amaçlı varlığı hakkında bilgi*” unsuru dışında uygunluk testi ile aynı içeriğe sahiptir⁵²³.

⁵²¹ Ayrıca bkz. **MADDEL**, s. 199.

⁵²² Uygunluk testi ise III-39.1 Tebliği’nde düzenlenen, yatırım kuruluşlarının hizmet sağlamadan önce, müşteriye tanınması kuralının bir gereği biçiminde, kural olarak uygulamaları gereken bir testtir. Bkz. **USCA**, s. 72; **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 43.

⁵²³ Esasen uygunluk testinin asgari içeriğine ilişkin düzenlemenin bilinçli olup olmadığı tartışmalıdır. Şöyle ki III-39.1 Tebliği m. 39/1’de, Avrupa Birliği düzenlemeleriyle de uyumlu biçimde (bkz. MiFID II Komisyon Tüzüğü m. 56/1), uygunluk testi ile yatırımcının ilgili riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığının tespit edileceği belirtilmiştir. Buna karşın aynı maddenin üçüncü fıkrası ile uygunluk testinin asgari içeriğinde, yatırımcının bilgi ve tecrübesinin yanında, yatırım hedeflerine de yer verileceği öngörülmüştür. III-39.1 Tebliği m. 39’un iki fıkrası arasında gerçekten de bir çelişki bulunmaktadır. Doktrinde bir görüş, bu çelişkinin özensizlikten kaynaklandığını öne sürmektedir. Bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 46-47.

a. TEFAS veya BEFAS Fonlarına İlişkin Tavsiye Sunulması Bağlamında Yerindelik Testinin Gerekli Olmaması

III-37.1 Tebliği m. 45/6 kapsamında, yerindelik testi uygulanması gerekmeyen istisnai bir hâl bulunmaktadır. Bu da hükümde sayılan yatırım fonlarına ilişkin olarak tavsiye sunulmasıdır. Tebliğ m. 45/6 istisnası kapsamında sunulan tavsiyelere ilişkin olarak yerindelik testi yapılmasına gerek bulunmamaktadır.

Hatta yatırım fonlarına ilişkin olarak yatırım kuruluşları tarafından tavsiye sunulması hâlinde, uygunluk testi yapılmasına dahi gerek bulunmamaktadır. Nitekim III-39.1 Tebliği m. 33/2 uyarınca yatırım kuruluşunun müşteri talebine binaen hizmet sunması ve müşteriyi uygunluk testi yapmakla yükümlü olmadığı hususunda bilgilendirmesi koşullarıyla; “yatırım fonu katılma payları” veya “Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören kamu borçlanma araçları” için uygunluk testi yapılması yükümlülüğü bulunmamaktadır.

b. Bireysel Emeklilik Şirketleri Tarafından Uygulanmak Üzere Risk Profili Anketi

III-37.1 Tebliği m. 45/5 uyarınca, bireysel emeklilik şirketleri tarafından emeklilik fonlarına ilişkin tavsiye sunulması hizmeti Tebliğ hükümlerine tabi değildir. Maddenin beşinci ve altıncı fıkraları arasındaki farklılıklar, hem tavsiye sunan kuruluşa hem de tavsiye sunulan fonun niteliğine ilişkindir. Zira beşinci fıkrada tavsiyenin bireysel emeklilik şirketi tarafından sunulması gerekmekte olup, BEFAS'ta işlem görüp görmemesi önemli değildir. Dolayısıyla beşinci fıkra hem payları BEFAS'ta işlem gören hem de görmeyen emeklilik fonlarını kapsamaktadır; yeter ki fon hakkında tavsiye sunan kuruluş bir bireysel emeklilik şirketi olsun. Öte yandan, altıncı fıkrada ise tavsiye, herhangi bir kişi tarafından sunulabilecekken, istisna kapsamında olması için BEFAS'ta işlem görmesi (ya da fıkrada anılan diğer fonlardan olması) gerekmektedir.

Görüldüğü üzere Tebliğ m. 45'in 5 ve 6'ncı fıkraları, sunulan tavsiyenin niteliği aynı olsa dahi, sunan kuruluşun türüne göre farklılık yaratmaktadır. Şöyle ki Tebliğ m. 45/6 bağlamında, BEFAS'ta işlem gören emeklilik fonlarına dair tavsiye sunulması için müşteriye yerindelik testi yapılması gerekmemektedir. Lâkin, bir bireysel emeklilik şirketi tarafından katılımcısına BEFAS'ta işlem gören bir fon tavsiye edilecek ise SEDDK'nın

2017/21 Genelgesi uyarınca, yerindelik testine oldukça yakın olan risk profili anketi yapılması gerekmektedir⁵²⁴. Hatta SPK, fon dağılımı değişikliği hakkının bir portföy yönetim şirketine devredilmesi halinde dahi risk profili anketinin yerindelik testi yapılmış gibi sonuç doğuracağını belirtmektedir⁵²⁵.

c. Robo-Danışmanlık Hizmetleri Bağlamında Yerindelik Yükümlülüğünün Yerine Getirilmesi

Robo-danışmanlık hizmetleri kapsamında yerindelik testleri ve risk profili anketleri elektronik ortamda yapılabilen, çoğunlukla da bu yöntem benimsenmektedir. Nitekim SPK'nın uygunluk ve yerindelik testlerinin telefon aracılığıyla yapılamayacağı, fakat elektronik ortamda yapılmasında sakınca olmadığı yönünde ilke kararı bulunmaktadır⁵²⁶. Bireysel emeklilik şirketlerine yönelik olan risk profili anketine ilişkin olarak bu hususta da SEDDK'nın 2017/20 ve 2017/21 sayılı Genelgeleri uygulama alanına sahiptir. Bu kapsamda risk profili anketinin de elektronik ortamda yapılması mümkündür. Hatta 2017/21 Genelgesi daha da ileri giderek robo-danışmanlık terimine açıkça yer vermiştir. Genelge m. 2/3'e göre fon tavsiyeleri *robo-danışmanlık* uygulamaları ile katılımcılara sunulabilir.

Esasen söz konusu test ve anketlerin standart birer içeriğinin bulunduğu, içeriğin ya test ya da aylık kazanç miktarı gibi kısa objektif cevaplar gerektirdiği nazara alındığında, bunların elektronik ortamda yapılmasının hiçbir fark yaratmadığı düşünülebilir. Buna karşın robo-danışmanlık kapsamında değişen iletişim biçimi, söz konusu testin uygun biçimde cevaplandırılıp cevaplandırılmadığı yönünde ihtiyatlı bir yaklaşım gerektirmektedir. Gerçekten de söz konusu test ve anketler, yatırım kuruluşu veya bireysel emeklilik şirketinin sorumluluğu bakımından kilit rol oynamasının yanında, müşteri ya da katılımcıya hizmet sunulup sunulmayacağı hususunda da ayrıca belirleyici olmaktadır.

ESMA, müşteriyle etkileşimli robo-danışmanlık hizmetleri kapsamında yerindelik değerlendirmesinin yapılması bakımından çeşitli ilkelere yer vermiştir. Zira robo-danışmanlık bağlamında müşteriler, geleneksel yatırım danışmanlığı ve bireysel portföy

⁵²⁴ Bkz. 2017/21 Genelgesi m. 2/5-a. Risk profili anketinin içeriği SEDDK'nın 2017/20 Genelgesi ile düzenlenmiştir. 2017/21 Genelgesi m. 2/5-a uyarınca, bireysel emeklilik şirketleri, SEDDK'dan onay almak koşuluyla kendi belirleyecekleri risk profili anketini veya farklı bir yöntemi benimseyebilir.

⁵²⁵ Bkz. SPK i-55.1 08.09.2017 tarih ve 33/1110 sayılı ilke kararı.

⁵²⁶ Bkz. i-SPK.37.1 Rehberi, s. 4.

yöneticiliği faaliyetlerinin aksine, insan müdahalesinin sınırlı olduğu veya bulunmadığı bir sanal arayüz üzerinden işlemleri gerçekleştirmektedir. Gerçekten de sosyal medyada yerindelik testinin nasıl cevaplanması gerektiğine, belirli bir yatırım kuruluşun yerindelik testine (sanki tek bir doğrusu olan sınav sorularıymış gibi) hangi cevapların verilmesi gerektiğine ilişkin soru veya yorumlara rastlanmaktadır. İnsan etkileşiminin sınırlı olduğu robo-danışmanlık uygulamalarında müşterinin yerindelik değerlendirmesini anlaması, geleneksel yatırım hizmetlerine nazaran daha fazla önem kazanmaktadır.

ESMA'ya göre, müşterinin yerindelik değerlendirmesinin gerekliliğini ve sonuçlarını yeterince anlaması için (i) sunulacak hizmette insan katılımının açık ve net bir biçimde açıklanması ve insan müdahalesi için müşterinin izlemesi gereken yolun gösterilmesi, (ii) müşteri cevaplarının sunulacak hizmete doğrudan doğruya etki edeceği, (iii) hizmetin sunulması için kullanılan bilgilerin kaynağı, özellikle elektronik anketlerin kullanılması halinde bunların tek bilgi kaynağı olduğu, (iv) müşteri bilgilerinin nasıl ve ne zaman güncelleneceği hususlarının belirtilmesi gerekmektedir⁵²⁷.

Ayrıca, müşteriye yapılan bilgilendirmenin etkili olup olmadığı da robo-danışmanlık bakımından önem arz etmektedir. Açılır pencereler, interaktif metinler veya “sıkça sorulan sorular” gibi atıflar, bilgilendirmeyi anlaşılabilir hale getirmemelidir⁵²⁸. Gerekliyse sanal arayüzün kullanımının da müşteriye açıklanması, hatta örneklendirilmesi, insan müdahalesinin mümkün olup olmadığı, mümkün ise hangi yol ile iletişim kurulacağı gibi hususların müşteriye açıklanması da robo-danışman tasarımında dikkate alınabilecek unsurlardır⁵²⁹.

Ek olarak, müşterilerin kendi risk toleranslarını gerçekte olduğundan fazla, hatta abartılı bir biçimde değerlendirmeleri de robo-danışmanlık bakımından muhtemel bir durumdur. Bu kapsamda bir önlem olarak, müşterinin tecrübesi, işlem hacmi, geliri gibi unsurların yanında, farklı finansal ürünlerin özellikleri ve riskleri hakkındaki bilgisine dair objektif sorulara da yerindelik testinde yer verilmesi düşünülebilir⁵³⁰.

⁵²⁷ ESMA, Suitability Requirements, 2023, para. 17.

⁵²⁸ *a.g.e.*, para. 18.

⁵²⁹ *a.g.e.*, para. 32.

⁵³⁰ *a.g.e.*, para. 52.

Bazı hallerde, yerindelik değerlendirmesine göre yatırım kuruluşunun müşteriye hizmet vermektan kaçınması gereklidir. Nitekim III-37.1 Tebliği m. 40/7 uyarınca yerindelik testine verilen cevapların doğruluğundan müşteri sorumludur. Fakat, m. 40/6'ya göre “Müşterinin yerindelik testi için istenen bilgileri vermemesi veya eksik ya da güncel olmadığı açıkça anlaşılabilen bilgi vermesi durumunda bu müşteriye bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmeti sunulamaz. Bu durumda yetkili kuruluş müşteriye, söz konusu hizmetlerin kendisine verilemeyeceği konusunda yazılı bildirim yapmak zorundadır”. Bu düzenlemenin de robo-danışman tasarımında dikkate alınması gerektiği açıktır. Özellikle, müşterinin sunduğu bilgilerin ve cevapların çelişkili olup olmadığının, bu bağlamda güncelliğinde şüphe bulunan hususlarının algoritmik olarak tespitine yarayan sistemlerin robo-danışmanlarda entegre olması gerekir. Nitekim ESMA da tutarsız müşteri cevaplarının tespiti için bir mekanizma bulunup bulunmadığının, örneğin cevapların açıkça çelişkili olması halinde müşterinin yeniden cevaplandırılması için veya yatırım kuruluşu tarafından cevapların kontrol edileceğine dair bir uyarının yapıp yapılmadığının robo-danışmanlarca dikkate alınması gerektiğini belirtmektedir⁵³¹.

4. Robo-Danışmanlığın Niteliğine Uygun Olmayan Esaslar

III-37.1 Tebliği m. 48/3-c uyarınca, yetkili kuruluşun, müşterinin talebi hâlinde tavsiye hazırlayanın kimlik bilgilerini paylaşması zorunludur. Gerek yatırım danışmanlığı gerek bireysel portföy yöneticiliği faaliyetleri bakımından, hizmeti sağlayan yatırım kuruluşunun tüzel kişiliğinin yanında, bu tüzel kişilik bünyesinde hizmeti sunan gerçek kişinin kimliği de önemlidir. Bu çerçevede yatırım danışmanlığı bakımından vekilin bizzat ifa yükümlülüğü nitelikli bir durumdadır. Nitekim, Tebliğ m. 49/2 uyarınca, müşteri, kuruluştaki yatırım danışmanının ayrılması veya değişmesi durumunda tek taraflı fesih hakkını haiz olmaktadır⁵³². Şu var ki birinci nesil robo-danışmanlık hizmetleri, salt algoritmik sistem vasıtasıyla sunulmaya elverişlidir. Bu itibarla kimlik bilgisi açıklanacak olan bir insan yatırım danışmanı bulunmayabilir. Dolayısıyla söz konusu hüküm, robo-danışmanlık hizmetleri için her koşulda uygulanmaya elverişli değildir.

⁵³¹ a.g.e., para. 32.

⁵³² Aynı durum bireysel portföy yöneticiliği faaliyetin bakımından da geçerlidir. Bkz. III-37.1 Tebliği m. 42/2.

Bunun yanında, müşteriye tanınan fesih hakkı bakımından da aynı önerme ileri sürülebilir. Gerçekten de robo-danışmanlık bakımından algoritmik sistemin haiz olduğu önem, geleneksel yatırım danışmanlığında insan yatırım danışmanının öneminden daha az değildir. Bu itibarla algoritmanın güncellenmesi, değiştirilmesi gibi hâllerde en azından müşterinin bilgilendirilmesi, teknik ve finansal değerlendirmeler neticesinde esaslı olarak değerlendirilebilecek olan değişiklikler bakımından yine fesih hakkının tanınması düşünülebilir.

5. Genel Tavsiyelere İlişkin Esaslar

III-37.1 Tebliği m. 78 ve 79 hükümlerinde genel tavsiye sunulmasında uyulması gereken esaslara yer verilmiştir. Buna göre Tebliğ m. 48 ve m. 50 hükümlerinde yatırım tavsiyeleri için öngörülen esaslar, yerindelik yükümlülüğü hariç olmak üzere genel tavsiyeler için de uygulanmalıdır. Esasen özen yükümlülüğü de sayılan hükümler arasında yer almaktadır. Bu bağlamda, genel tavsiye sunan kişiler, müşteri ile çerçeve sözleşme imzalanması ve yerindelik testinin uygulanması dışında, yatırım tavsiyelerine ilişkin esaslara uymakla yükümlüdürler. Ayrıca, Tebliğ m. 48/3 hükmündeki esasların -ki tavsiyeyi hazırlananın kimlik bilgilerinin paylaşılması da burada yer almaktadır- genel tavsiyenin ancak bir yetkili kuruluş tarafından sunulması hâlinde uygulanacağını hatırlatmak isteriz.

Bu noktada önemle vurgulamak istediğimiz başka bir husus ise Tebliğ Ek-3'te yer alan uyarı notunun, genel tavsiye sunan robo-danışmanlar tarafından da yayınlanması gerektiğidir. Zira internet de bir dağıtım kanalı olduğuna göre robo-danışmanlık hizmeti sunan kişiler de söz konusu uyarı notunu yayınlamakla yükümlüdürler. Nitekim, Tebliğ m. 73/3'te de "*elektronik ortamda sunulan her türlü genel yatırım tavsiyesi*" için 78 ve 79'uncu maddelerde öngörülen esasların uygulanacağı belirtilmiştir. Öğretide YILDIZ, Tebliğ m. 73/3'ün mehzaz düzenlemelerdeki karşılığında, yalnızca kamuya yönelik olarak sunulan genel tavsiyelerin kapsamda olduğu, bu itibarla Tebliğ ile amacını aşan bir düzenlemenin getirildiğini vurgulamaktadır⁵³³. Yazarın tespitinin isabetli olmasına karşın, robo-danışmanlık uygulamaları çerçevesinde Tebliğ m. 73/3 hükmü işlevsel olabilir. Çünkü kamuya yönelik olmamakla birlikte genel tavsiye sunan robo-danışmanların da Tebliğ m. 79

⁵³³ Bkz. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 74.

hükmündeki uyarı notuna yer vermesi, müşteriyle iletişimin geleneksel yöntemlere nazaran kısıtlı olduğu göz önüne alındığında, isabetli olur.

Son olarak tavsiye hazırlayan gerçek kişinin kimlik bilgilerinin açıklanmasına dair eleştirimiz genel tavsiyeler bakımından da (bunların bir yetkili kuruluş tarafından sunulması hâliyle sınırlı olarak) bakidir.

6. Davranışsal Yükümlülükler Karşısında FinTek’lerin Durumu

FinTek’ler müşterilere doğrudan doğruya genel tavsiye veya III-37.1 Tebliği m. 45/6 kapsamında yatırım tavsiyesi sunabilir. Bu bağlamda Tebliğ’de düzenlenen davranışsal yükümlülüklerin muhatabı olup olmadıkları da açığa kavuşturulmalıdır. Davranışsal yükümlülükler, organizasyonel yükümlülüklerin aksine, kural olarak bir hizmetin sunulmasına ilişkindir; yoksa bu hizmetin hangi kurum tarafından sunulduğuna değil. Bu itibarla FinTek’lerin de ilgili yükümlülüklerle tabi olduğu açıktır.

O hâlde genel tavsiye sunan FinTek’lerin de III-37.1 Tebliği m. 78 ve m. 79’da yer alan esaslara uyması gerekmektedir. Öte yandan, Tebliğ m. 78/1’de atfıyla genel tavsiyelere de uygulanan m. 48/3 hükmü, FinTek’ler bakımından tatbik olunmaz. Zira söz konusu hüküm, tavsiyelerin bir yetkili kuruluş tarafından sunulması hâline özgüdür. Kaldı ki, FinTek’in Tebliğ m. 45/6 kapsamında sunduğu tavsiyeler için yalnızca m. 48/2 ve m. 50’de yer alan hükümler uygulanmaktadır.

C. İkinci Nesil Robo-Danışmanlara ve Algoritmik Alım Satıma İlişkin Başlıca Davranışsal Yükümlülükler

İkinci nesil robo-danışmanlara ilişkin olarak, bireysel portföy yöneticiliğine dair davranışsal yükümlülükler, III-37.1 Tebliği’nin 40 ilâ 43 hükümlerinde düzenlenmiştir. Birinci nesil robo-danışmanlarda olduğu gibi ikinci nesil robo-danışmanlar için de doğrudan doğruya uygulanabilir olan, Tebliğ m. 41’deki getiri sağlanacağına dair taahhüt verilmemesi veya m. 44’teki bilgilendirme yükümlülükleri gibi birçok objektif davranış kuralı mevcuttur.

Tebliğ m. 40 ve m. 41 hükümlerinde ise yatırım danışmanlığı için de alanı bulan yerindelik yükümlülüğü ve özen yükümlülükleri yer almaktadır. Özen ve yerindelik yükümlülüklerine ilişkin olarak birinci nesil robo-danışmanlık bağlamında yaptığımız açıklamalar, kural olarak, bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunan ikinci nesil robo-

danışmanlar için de geçerlidir. Bununla birlikte III-37.1 Tebliği m. 45/6 hükmü kapsamındaki yatırım fonlarına ilişkin olarak yerindelik testi yapılmasına ve bu teste uygun hizmet sunulmasına gerek bulunmadığı yönündeki istisnanın, bireysel portföy yöneticiliği bakımından düzenlenmemiş olduğunu da hatırlatmakta fayda vardır.

Öte yandan, kolektif portföy yöneticiliği kapsamındaki ikinci nesil robo-danışmanlar için özellikle III-55.1 Tebliği ve yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler nazara alınmalıdır. Daha önce de açıkladığımız üzere, kolektif portföy yöneticiliğinde robo-danışmanların ancak kısmen kullanılabilmesi unutulmamalıdır. Bu çerçevede III-55.1 ve III-52.1 sayılı Tebliğlerde yer alan davranışsal yükümlülüklerin uygulanmasında tereddüt yaşanması pek muhtemel değildir. Yine de III-55.1 Tebliği m. 33/1-a'daki "basiretli vekil" ölçütü gibi tartışma yaratabilecek ayrıntılar mevcut olmakla birlikte, yukarıda yaptığımız açıklamaların bu noktada da uygulanmasına bir engel bulunmamaktadır.

Algoritmik alım satıma ilişkin olarak ise öncelikle, yine III-37.1 Tebliği'ne başvurmak gerekmektedir. Zira algoritmik alım satımın hizmetlerinin alım satıma aracılık ve fon payı dağıtım faaliyetlerini oluşturduğu görülmektedir. Tebliğ'in m. 19/1-a ve m. 24/1-a hükümleri çerçevesinde işlem ve portföy aracılığı bakımından da özen yükümlülüğüne açıkça yer verilmiştir. Esasen fon payı dağıtım faaliyetine ilişkin esaslar ne III-55.1 Tebliği'nde ne de bireysel emeklilik mevzuatında, III-37.1 Tebliği kadar ayrıntılı olarak düzenlenmiş durumdadır. Lâkin fon payı dağıtım faaliyetinin de özgün bir aracılık türü olduğuna ilişkin önermemiz⁵³⁴ çerçevesinde, algoritmik yatırım çerçevesinde, yine özen yükümlülüğüne ilişkin yukarıda yaptığımız açıklamalara atıfta bulunarak tekrardan kaçınmayı yararlı bulmaktayız.

Ayrıca gerek ikinci nesil robo-danışmanlık gerek algoritmik alım satım hizmetleri bakımından, mutlaka algoritmik alım satımın gerçekleştirildiği platformun esaslarını da dikkate almayı unutmamak gerekir. Bu itibarla, çoğunlukla organizasyonel yükümlülüklerle ilişkin olmakla birlikte, özellikle Borsa İstanbul'un pay ve vadeli işlem piyasalarına dair prosedürleri ile TEFAS ve BEFAS platformlarının uygulama esasları göz önünde bulundurulmalıdır.

⁵³⁴ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm, §2.III.B.1.b., Yatırım Fonu Katılma Payı Pazarlama ve Dağıtım Faaliyeti.

D. Robo-Danışmanlara İlişkin Davranışsal Yükümlülüklerle Dair Çözümü Bekleyen Bir Sorun: Kripto Varlıklara İlişkin Robo-Danışmanlık

Çalışmamızı neredeyse noktaladığımız tarih itibarıyla, kripto varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamında düzenlenmesine ilişkin bir değişiklik yapılmıştır⁵³⁵. Değişiklik neticesinde kripto varlıklara ilişkin esaslar artık SerPKn içinde düzenlenmekte, hizmet sağlayıcıların denetimi SPK'ya tabi olmaktadır. Şu var ki SerPKn m. 3/1-aa'da öngörülen kripto varlık tanımında sermaye piyasası aracı kavramına yer verilmemiş, aynı şekilde sermaye piyasası araçlarına ilişkin SerPKn m. 3/1-ş'de de bir değişiklik yapılmamıştır. Bu itibarla kripto varlıklar SPK denetimine tabi tutulmakla birlikte ve SerPKn m. 13'ün değişik ilk fıkrası saklı kalmak üzere, her kripto varlığa doğrudan doğruya sermaye piyasası aracı niteliği tanınmış görünmemektedir. Nitekim SerPKn 35/C maddesinin 4'üncü fıkrasına göre, kripto varlık platformları ile müşteriler arasındaki uyumsuzlukları genel hükümlere tabi, müşterileri ise yatırımcı tazmin hükümlerinden arı tutmaktadır. Maddenin gerekçesi incelendiğinde ise bu düzenlemeye, kripto varlıklara sermaye piyasası aracı niteliği verilmediği için başvurulduğu açıkça belirtilmiştir.

Şu var ki, yine SerPKn 35/C maddesinin 8'inci fıkrasına göre "*kripto varlıklara yönelik yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği yapılmasına ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir*". Aynı yönde, Kanun'un 99/A maddesinin 3'üncü fıkrasında, esaslara aykırı kripto varlık yatırım danışmanlığı veya portföy yöneticiliğine dair bir tedbir hükmü getirilmektedir.

SPK'nın ilgili düzenlemeye dair bir duyuruda bulunmamış olmasına binaen, söz konusu gelişmelere yalnızca işaret ederek, gelecek çalışmalar bakımından naçizane bir ışık tutma çabasıyla yetinmekteyiz. SPK ilgili düzenlemeyi yapana kadar söz konusu faaliyetlerde bulunmanın mümkün olup olmadığı, mümkün ise gerekli düzenleme yürürlüğe girene kadar III-37.1 Tebliği hükümlerinin kıyasen uygulanma imkânları ve elbette SPK'nın düzenlemesinin içeriği kanaatimizce değerlendirme konusu olmaya aday hususlardır.

⁵³⁵ Bkz. 7518 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, RG. 32590 02.07.2024.

§2. ALGORİTMİK YATIRIM ÇERÇEVESİNDE SORUMLULUĞA İLİŞKİN SORUNLAR

I. ALGORİTMİK YATIRIMDA YAPAY ZEKÂNIN SORUMLULUĞA ETKİSİ

Algoritmik yatırım sistemlerine ilişkin hukuki problemler esasen söz konusu sistemlerin yapay zekâ tabanlı ve elektronik biçimde sunulmasından kaynaklanmaktadır. Zira yapay zekâ sistemlerindeki otonomlaşma düzeyi gün geçtikçe artmaktadır. Bu çerçevede bir yapay zekâ sistemi tarafından üretilen beyanların sistemin ardındaki insanlara isnat edilip edilemeyeceği, söz konusu beyanın bir irade beyanı olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği, yapay zekâ sisteminden kaynaklanan zararlardan kimin sorumlu olacağı gibi hususlar hukuk gündemini meşgul etmektedir. Bu hususları çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde detaylı olarak tartışacağız. Lâkin değerlendirmelerimizi daha anlaşılır hâle getirmek amacıyla öncesinde yapay zekâ kavramına özetle değineceğiz.

A. Yapay Zekâ Düzenlemelerine Genel Bakış

Esasen makinelere düşünsel kabiliyetler kazandırma çabası Leibniz'e kadar uzanmakta, fakat bilgisayar biliminin ve yapay zekâ kavramının fikir babası olarak Alan Turing'e ve İkinci Dünya Savaşı'nda temelde şifre çözümlenme amacıyla icat ettiği Turing Makinesi'ne (veya Enigma Makinesi) kadar uzanmaktadır⁵³⁶. Günümüzde yapay zekâ sistemleri ile insanların bilişsel ve fiziksel faaliyetlerinin, makinelere entegre olan veya olmayan programlar tarafından yerine getirilmesine yönelik birçok uygulama bulunmaktadır. Özellikle son otuz yılda yaşanan gelişmeler, yapay zekânın otonom biçimde davranıp davranamayacağı sorununu ortaya çıkarmıştır. Bu sorun ise hukukçuların, öncelikle, yapay zekânın hukuki statüsü ve tanımı üzerinde çalışmalar yapmalarına neden olmuştur.

Esasen henüz birkaç yıl öncesine dek fazlaca tartışmalı olan tanım ve statü meselesi, Avrupa Birliği'nin yapay zekâyâ ilişkin mevzuat oluşturma çabaları neticesinde bugün daha

⁵³⁶ Cem SAY, *50 Soruda Yapay Zekâ*, 7. Baskı, 2018, İstanbul: 7 Renk, s. 16, 29. Ayrıca bkz. Osman Gazi GÜÇLÜTÜRK, *Yapay Zeka ve Verinin Kullanımı*, 2022, İstanbul: On İki Levha, s. 26 vd.

net bir görünüme sahiptir. Gerçekten de yapay zekânın eşya, köle, hatta kişi olarak nitelendirilmesine yönelik görüşler ortaya atılmıştır⁵³⁷. Öte yandan Avrupa Birliği Yapay Zekâ Tüzüğü⁵³⁸, yapay zekâ sistemine dair bir tanım içermektedir. Nitekim, ülkemizde de 24 Haziran 2024 tarihinde 2/2234 tarihli “Yapay Zeka Kanun Teklifi” (YZ Kanun Teklifi) TBMM Sanayi, Ticaret, Enerji, Tabii Kaynaklar, Bilgi ve Teknoloji Komisyonu’na sunulmuştur. Bu itibarla yapay zekânın tanımına ve hukuki statüsüne ilişkin görüşlere atıf vermekle yetinecek ve daha çok düzenleme önerileri üzerinden konuyu ele alacağız.

Yapay Zekâ Tüzüğü m. 1/para. 2’nin “d” paragrafına göre Tüzük’ün amaçlarından biri özellikle gerçek kişilerle etkileşimli yapay zekâ sistemlerine ilişkin şeffaflık kurallarının uyumlaştırılmasıdır. Tüzük’ün 3’üncü maddesinde yapay zekâ sistemi “*çeşitli otonomi düzeylerinde çalışmak üzere tasarlanmış ve kullanımına başlanmasından sonra adaptasyon gösterebilen, açık veya örtülü hedefler için, aldığı girdiler üzerinden, fiziksel veya sanal ortamları etkileyebilecek olan tahmin, içerik, tavsiyeler veya kararlar gibi çıktıların nasıl üretilceğini çıkararak makine tabanlı sistem*” şeklinde tanımlanmıştır. Tüzük’te yapay zekâ sisteminde rol oynayan “sağlayıcı”, “kullanıcı”, “ithalatçı”, “dağıtıcı”, “işleten” gibi tanımlara yer verilmiş ve Tüzük m. 16 vd. hükümlülerinde, her birinin yükümlülükleri ayrı ayrı düzenlenmiştir. İşleten kavramı esasen sağlayıcı, kullanıcı ve dağıtıcıyı kapsamaktadır. Bu itibarla, kural olarak sağlayıcı olarak nitelendirilebilecek olan, yapay zekâ tabanlı algoritmik yatırım faaliyetinde bulunan yatırım kuruluşu, portföy yönetim şirketi, FinTek gibi kuruluşlar, tereddüt bulunan hâllerde dahi “işleten” kavramı altında değerlendirilebilecektir. İşleten kavramının geniş tutulması, özellikle m. 74 vd.

⁵³⁷ Bkz. **Berk KAPANCI**, “Özel Hukuk Perspektifinden Bir Değerlendirme: Yapay Zekâ ve Haksız Fiil Sorumluluğu”, *Gelişen Teknolojiler ve Hukuk II: Yapay Zekâ* (ed. E. Eylem AKSOY RETORNAZ / Osman Gazi GÜÇLÜTÜRK), 2021, İstanbul, On İki Levha, s. 140 vd. **Şebnem AKİPEK**, “Yapay Zekâ ve Hukuki Niteliği”, *Hukuk Perspektifinden Yapay Zekâ* (ed. Erdem BÜYÜKSAĞIŞ), 2022, İstanbul: On İki Levha, s. 15 vd.; **Özlem SÖĞÜTLÜ**, “Sözleşmesel Sorumluluk Bağlamında Kölenin Hukukî Statüsünden Yapay Zekânın Hukukî Statüsüne Bakış”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, C. 39, S. 2, 2023, s. 305 vd.; **Erdem DOĞAN**, *Yapay Zekânın Hukukî Statüsü ve Hukukî Sorumluluğu*, 2022, Ankara: Ankara Üniversitesi (Doktora Tezi), s. 192 vd.

⁵³⁸ Regulation (EU) 2024/1689 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024 laying down harmonised rules on artificial intelligence and amending Regulations (EC) No 300/2008, (EU) No 167/2013, (EU) No 168/2013, (EU) 2018/858, (EU) 2018/1139 and (EU) 2019/2144 and Directives 2014/90/EU, (EU) 2016/797 and (EU) 2020/1828 (Artificial Intelligence Act), [OJ L 2024/1689, 12.07.2024]. Ayrıca İstanbul Barosu’nun Tüzük Teklifi’ne ilişkin çevirisi için bkz. <https://www.istanbulbarosu.org.tr/files/docs/AvrupaBirligiYapayZekaya%C4%B0liskinTuzukTeklifiTurkceTercumesi.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

hükümlerinde düzenlenen Tüzük'ün icrasına yönelik yükümlülüklerde doğrudan doğruya işletenlere atıf yapılması suretiyle sorumluluk zincirinin genişletilmesi amaçlanmaktadır⁵³⁹.

Tüzük'ün üçüncü bölüm ikinci kısmında yüksek riskli olarak sınıflandırılan yapay zekâ sistemlerine ilişkin birtakım özel yükümlülükler yer verilmiştir. Esasen Tüzük'teki hükümlerin büyük çoğunluğu, özellikle 6 ilâ 51'inci maddeler, yüksek riskli yapay zekâ sistemlerine ilişkin düzenlemeler içermektedir. Bu çerçevede risk yönetim mekanizmaları (m. 9), kayıt düzeni (m. 12) ve şeffaflık (m. 13) hakkındaki yükümlülükler önem arz etmektedir. Lâkin, kredi puanlamasında kullanılmadığı sürece algoritmik yatırım, özellikle de robo-danışmanlık uygulamaları, kanaatimizce Tüzük m. 6/para. 3 çerçevesinde yüksek riskli yapay zekâ olarak sınıflandırılmayabilir. Dolayısıyla algoritmik yatırım uygulamalarının Tüzük karşısındaki durumu sorgulanmaya açıktır. Ne var ki Tüzük'ün 50'nci maddesinde gerçek kişilerle etkileşimli yapay zekâ sistemleri için ayrıca şeffaflık yükümlülükleri öngörülmüştür. Buna göre sağlayıcı, yapay zekâ sistemi ile etkileşime giren gerçek kişiyi bilgilendirmekle yükümlüdür meğerki yapay zekâ ile muhatap olunduğu hâlin koşullarından açıkça anlaşılabilir olsun.

Ayrıca Tüzük m. 95/para. 1 hükmü, üye devletleri, yüksek riskli olmayan yapay zekâ sistemleri bakımından de üçüncü bölüm ikinci kısımdaki yükümlülüklerin yerine getirilmesi için teşvik mekanizmaları oluşturmakla sorumlu tutmaktadır. Bu düzenleme sermaye piyasası kurumlarının yanı sıra FinTekleri de ilgilendirmektedir. Zira maddenin dördüncü paragrafı uyarınca teşvik mekanizmalarında küçük ölçekli sağlayıcılar ile start-up'ların gereksinimleri dikkate alınmalıdır. Nitekim gerek yüksek riskli gerek yüksek riskli olmayan yapay zekâ sistemleri için Tüzük'te doğrudan doğruya bir teşvik ve denetim mekanizması da öngörülmüştür. Tüzük'ün 57'nci maddesi düzenleyici kum havuzlarını (regulatory sandboxes) ele almaktadır. Düzenleyici kum havuzları, yapay zekâ sistemlerinin, hayata geçirilmesinden önce test edildiği ortamlardır. Bu test ortamları sayesinde hem sağlayıcılar uyumluluk kontrolünde bulunma fırsatına kavuşmakta hem de idari otoriteler düzenleme gerekliliklerini tespit imkânına sahip olmaktadır. Tüzük'ün 62'nci maddesine göre küçük

⁵³⁹ Bkz. **Erdem BÜYÜKSAĞIŞ/Elif Ceren TÜRKÖĞLU/Onur ALPTEKİN**, “Yapay Zekâ İşletenin Hukuki Sorumluluğu), *Hukuk Perspektifinden Yapay Zekâ* (ed. Erdem BÜYÜKSAĞIŞ), 2022, İstanbul: On İki Levha, s. 80.

ölçekli sağlayıcılar ile start-up'lara kum havuzlarında öncelik tanınır. Bu düzenleme de FinTek'ler açısından oldukça yararlıdır.

Türk hukukuna dönülecek olursa, çalışmamızın noktalanması ile aynı tarihlere denk gelen Yapay Zekâ Kanun Teklifi'nin oldukça kısıtlı, hatta yetersiz ve adeta görünürde düzenleme niteliğinde olduğunu öne sürmek hatalı olmaz. Kanun Teklif'inde tanımlara, birer cümleyle ve aslında gerekçede bulunması gereken temel ilkelere, ayrıca risk yönetimi ile denetimine yer verilmiştir. Teklif'te yer alan tanımlar, Avrupa Birliği Tüzüğü ile uyumsuz olmalarının yanı sıra, hatalıdır. Örneğin sağlayıcının tanımında, kendi adı altında hizmet sunabileceği göz ardı edilerek, piyasaya sunma kriteri tamamen dışlanmış, hatta bu husus gerekçede de belirtilmiştir. Dağıtıcı ile kullanıcı farklı aktörler olmasına rağmen, gerekçede açıklanmayan bir biçimde, aynı tanım altında düzenlenmiştir. Hangi yükümlülükleri getirdiği dahi somutlaştırılmayan Teklif'te, en ayrıntılı hükmü idari para cezalarına ilişkin 6'ncı madde teşkil etmektedir. Son olarak, yapay zekâ, ikincil mevzuatla düzenlemeyecek kadar önemli ve risk taşıyan bir olguyken, Teklif'te, ayrıntıların ikincil düzenlemeye bırakıldığına dair bir maddeye yer vermeye dahi gerek görülmüştür.

Öte yandan, Avrupa Birliği'nde geniş bir düzenleme biçimi benimsenmiş olmasına rağmen, Yapay Zekâ Tüzüğü'nün hukuki sorumluluğa uygulanabilirliği şüphelidir. Zira Yapay Zekâ Tüzüğü, daha çok kamu hukuku karakterli düzenlemeler ile idari gözetim ve denetime dair yükümlülükler getirmektedir. Hukuki ve idari sorumluluğun koşulları aynı değildir. Tüzük'teki emredici hükümlerin ihlâl edilmesi hâlinde idari sorumluluğun doğacağı şüphesizdir; fakat hukuki sorumluluk bağlamında kusur ve illiyet bağı gibi unsurların nasıl değerlendirileceği Tüzük'te cevaplanmış değildir. Bu soruna binan, ayrıca Avrupa Birliği'nde sorumluluk hukukunun uyumlaştırmasının oldukça sınırlı olması nedeniyle, Avrupa Komisyonu, Yapay Zekâ Tüzüğü'nün yanında bir de Sorumluluk Yönergesi Taslağı⁵⁴⁰ hazırlamıştır. Yönerge Taslağı ile yapay zekâ sistemlerinin verdiği zararlardan ötürü hukuki sorumluluğun gözetim yükümlülüğüne dayalı bir kusur sorumluluğu olduğu tespit edilmiş ve illiyet bağının ispatının kolaylaştırılmasına ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Yönerge Taslağı'na çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde

⁵⁴⁰ Bkz. Proposal for a Directive of The European Parliament And Of The Council on adapting non-contractual civil liability rules to artificial intelligence (AI Liability Directive), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0496>, (E.T. 15.06.2024).

sıklıkla değineceğimiz için bu başlık altında daha fazla ayrıntı vermeye ihtiyaç duymamaktayız.

B. Algoritmik Yatırım Bağlamında Yapay Zekânın Yarattığı Temel Problem: İsnadiyet

Algoritmik yatırım bağlamında ele alınması gereken en önemli konulardan birini algoritmik fiillerin isnadı sorunu oluşturmaktadır. Zira algoritmik sistemlerinin kişiliğinin ve ehliyetinin bulunmaması dolayısıyla algoritmik fiillerin hukuk alanında sonuç doğurup doğurmayacağı, doğurmaları hâlinde bunlarla kimin yükümlü ya da bunlardan kimin sorumlu olacağı açıklığa kavuşturulmalıdır. Hemen belirtelim ki, çalışmamızın ilerleyen kısımlarında da tercih edeceğimiz “algoritmik fiil” kavramı ile algoritmik sistemlerin, özellikle otonom ve hibrit yapay zekâ sistemlerinin çıktılarını kastetmekteyiz. Sistem çıktısı, tavsiye sunulması gibi bir eylem olabileceği gibi alım emri verilmesi gibi bir beyan da olabilir. Bu itibarla her iki durumu da kapsayacak şekilde “algoritmik fiil” kavramını kullanacağız.

Esasen, yiyecek-içecek otomatlarında olduğu gibi otomatikleştirilmiş fiiller bakımından bu problem açıklığa kavuşturulmuştur. Otomatik sistemlerin doğrudan doğruya bir kişinin iradesini yansıttığı, bu kişinin iradesinin deterministik bir biçimde otomatik olarak dışa vurulabilir hâle getirildiği, bu itibarla otomatik sistem çıktısının söz konusu kişiye izafe edilebileceği öngörülmektedir⁵⁴¹. Ne var ki otonom sistemler bakımından söz konusu tartışma hukuk gündemini hâlâ meşgul etmektedir. Zira otonom bir sistemin her zaman için deterministik, öngörülebilir ve şeffaf hareket ettiğini ileri sürmek “otonomi” kavramı ile bağdaşmaz. Otonom sistemin kendisinin kişiliği de bulunmadığına göre, bu sistemin çıktılarının bir kişiye isnat edip etmeyeceği tartışılmalıdır. Bu bağlamda isnat problemini iki yönden ele almak gerekir.

Öncelikle, algoritmik bir fiile bağlı olarak, bir kişinin belirli bir yükümlülük altına girip girmediği ya da bir yükümlülüğünü yerine getirmiş sayılıp sayılmayacağı hususu tartışılmalıdır. Bu çerçevede algoritmik fiillerin bir hukuki fiil, özellikle irade beyanı teşkil edip etmediği, bu sorulara olumlu cevap verilmesi hâlinde ise söz konusu fiillerin bir kişiye izafe edilerek onu bağlayıcı sonuçlar doğurup doğurmayacağı ele alınmalıdır. Örneğin

⁵⁴¹ Bkz. KOCAYUSUFPAŞAOĞLU, 132.

algoritmik alım satımda bulunan bir yatırımcı tarafından kullanılan otonom bir algoritmanın, portföydeki bir yatırım aracının satımı için Borsa'ya emir iletmesi hâlinde, acaba bu emir yatırımcının iradesine bağlanabilir mi? Başka bir örnek olarak, birinci nesil bir robo-danışmanın yatırımcıya tavsiye sunması, edime uygun fiil olarak nitelendirilerek yatırım kuruluşunun yatırım danışmanlığı sözleşmesinden kaynaklanan asli edim borcunu ifa ettiği anlamına gelir mi?

İkinci olarak, bir kişinin algoritmik bir fiil neticesinde zarara uğraması hâlinde, söz konusu zarardan ötürü algoritmanın arkasındaki kişileri zararın tazmini ile sorumlu tutmanın mümkün olup olmadığı değerlendirilmelidir. Örneğin, sözleşmesel olmayan bir biçimde yatırım tavsiyesi sunan bir birinci nesil robo-danışmanın, hatalı biçimde sunduğu tavsiyeden ötürü zarara uğrayan bir yatırımcı, bu zararından yatırım kuruluşunu sorumlu tutabilir mi? Soruya olumlu cevap verilmesi hâlinde yatırım kuruluşu sorumluluktan nasıl kurtulabilir? Bu hususları sonraki bölümde detaylı olarak açıklamaya çalışacağız. Lâkin öncesinde, otomatik – otonom – hibrit sistem ayrımı çerçevesinde isnat sorununa dair genel bir değerlendirme yapmamız faydalı olur.

1. Otomatik Sistemler Çerçevesinde İsnat Sorunu

Otomatik sistemler, kullanıcısının daha önce belirlediği parametreler çerçevesinde, bir kural ağacına göre hareket eden sistemlerdir. Bu çerçevede, otomatik bir sistemin çıktıları, sistemin hatalı çalışması ihtimali bir yana, prensip olarak öngörülebilir ve baştan itibaren belirlidir. Örneğin, birinci nesil robo-danışmanlık uygulamaları bakımından, müşterilerin çevrimiçi ankete verdikleri yanıtlar çerçevesinde ait olacakları gruplar, bu gruplara somut olarak hangi yatırım aracının tavsiye edileceği önceden belirlenmiş ve sistem yalnızca tasnif işlemi yapmakta ise durum böyledir. Algoritmik alım satım hizmeti bakımından da aynı durum ortaya çıkabilir. Zira algoritmik alım satım platformlarında da hazır yatırım stratejilerine (modellerine) yer verilmektedir. Söz konusu stratejinin işlevi algoritmik alım satım müşterisini sınıflandırmaktan, sonra da ilgili strateji çerçevesinde yine önceden belirlenmiş yatırım araçlarının yine ex ante belirlenmiş fiyat ve zamanlarda alım satımını gerçekleştirmekten ibaret ise otomatik bir sistemden söz edilebilir.

Otomatik sistemler bakımından isnat hususu özellikli bir problem olarak görülmemektedir. Hatta söz konusu problemin yeni olmadığı dahi ileri sürülebilir. Gerçekten

de aynı husus geçmişte otomat makineleri bağlamında da tartışılmıştır. Öğretide “otomatikleştirilmiş irade beyanları”na ilişkin hâkim görüş, elektronik olarak üretilen her beyanın arkasında “*eylem, hukuki sonuç ve beyan iradelerinin açığa vurulmuş sayılacağı*” sonucuna varılmaktadır⁵⁴². Nitekim, iradenin sistemde değil programlamasında aranmasının gerektiği ve programlayanın iradesinin sisteme yansıdığı⁵⁴³, iradenin objektif unsurunun sistemde, sübjektif unsurlarının ise programcısında veya kullanıcılarında açığa çıktığı kabul edilmektedir⁵⁴⁴. Hatta öğretide, Alman hukukunda taraftar toplayan ve otomatik olarak irade beyanı üreten sistemler bakımından, ratio legisi itibariyle yardımcı kişinin fiilinden dolayı sorumluluğa ilişkin hükümlerin uygulanmasını savunan bir görüşe işaret edilmektedir⁵⁴⁵. Kanaatimizce otomatik sistemler bakımından yardımcı kişinin fiilinden sorumluluk hükümlerine dahi gitmeye gerek kalmaksızın, yukarıda işaret ettiğimiz üzere, iradenin sübjektif unsurlarının sistem kullanıcısında aranması suretiyle, irade beyanının doğrudan doğruya kullanıcıya isnat ettirilmesi mümkündür.

2. Otonom Sistemler Bakımından İsnat Sorunu

Kanaatimizce, otonom robo-danışmanlık uygulamalarından söz edilmesi için, ilgili yatırım faaliyetinin oluşması bakımından gerekli tüm hususlarda yapay zekânın karar verdiği sistemler olarak değerlendirilmelidir. Örneğin yatırım tavsiyeleri bakımından müşterinin gruplandırılması, bu gruplandırma çerçevesinde sermaye piyasası aracının seçimi ve tavsiyenin türü (al, sat, tut gibi) robo-danışman tarafından belirlenmekte ise otonomiden bahsedilebilir. Elbette dikkate alınacak olan tek unsur karar mekanizmasının söz konusu unsurları içermesi değildir. Bu unsurların tamamına karar veren robo-danışman, tamamen kısıtlı bir karar ağacı içinde hareket etmekteyse, bunu otonom değil otomatik bir sistem olarak nitelendirmek daha uygun olur. Bu noktada ayırt edici husus, tıpkı yatırım danışmanının takdir hakkının bulunması gerekliliği gibi, yapay zekânın da takdir, yani seçim

⁵⁴² KOCAYUSUFPAŞAOĞLU, s. 132.

⁵⁴³ Mesut Serdar ÇEKİN, *Yapay Zekâ Teknolojilerinin Hukuki İşlem Teorisine Etkileri*, 2021, İstanbul: On İki Levha, s. 69.

⁵⁴⁴ Pınar ÇAĞLAYAN AKSOY, *Akıllı Sözleşmelerin Kuruluşu ve Geçerlik Şartları*, 2. Bası, 2021, Ankara: On İki Levha, s.. 137-138.

⁵⁴⁵ M. Kemal OĞUZMAN / Turgut ÖZ, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, C. 1, 15. Bası, 2018, İstanbul, Vedat, para. 1380.

yetkisinin bulunması veya takdir yetkisinin robo-danışmanın ardındaki insana tamamen yüklenemiyor olmasıdır.

Yapay zekânın takdir yetkisinin bulunup bulunmadığı veya söz konusu takdir yetkisinin kullanıcıya yüklenip yüklenemeyeceği sorunu bakımından, yapay zekâ tabanlı sistemlerin belirli parametreler içinde hareket ediyor olması gündeme getirilmektedir. Günümüzde kendi davranışlarının dışsal sınırlarını belirleyebilen, denetim ve kontrol yapısını yeniden düzenleyebilen bir yapay zekâ sistemi, en azından algoritmik yatırım bağlamında tarafımızca tespit edilmemiştir. Dolayısıyla, her yapay zekâ tabanlı algoritmik yatırım uygulaması, esasen belirli parametreler dahilinde hareket etmektedir. Bu kapsamda kimi yazarlarca algoritmik otonomi fikrinin söz konusu olamayacağı savunulmaktadır⁵⁴⁶. Lâkin, bu durum isnat problemini ortadan kaldırmaz. Zira sembolik programlamanın aksine, sinir ağları yoluyla öğrenme, karakutu (blackbox) gibi süreçler ile otonomi düzeyi günden güne artmaktadır⁵⁴⁷. Bu bağlamda algoritmanın her adımının ayrı ayrı sıkı bir biçimde takip edilmesi ve her adımda münferit talimatların uygulanmasından ziyade, algoritmik çıktılarının girdi verileriyle uygunluğu ve belirli parametreler dahilinde olup olmadığı şeklinde bir denetim mekanizması söz konusudur.

Şöyle ki yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunan, dolayısıyla yatırım tavsiyesi sunan bir robo-danışman düşünelim. Bu robo-danışman için müşterileri sınıflandırabileceği grup listesi, tavsiye edebileceği yatırım araçları, hatta hangi zaman ve muhtemel fiyat aralıklarında al – sat yönünde tavsiye vereceğine ilişkin parametreler detaylı olarak belirlenmiş olsun. Söz konusu robo-danışmanlık algoritmasının, sermaye piyasası araçlarının muhtemel fiyatlarını tahmin etmesi için makine öğreniminin kullanılması halinde, hâlâ, belirli parametreler dahilinde hareket edildiği gerekçesiyle isnat sorunu göz ardı edilebilecek midir? Fiyat tahmini amacıyla sinir ağları yoluyla öğrenme yönteminin kullanılması hâlinde, tam bir öngörü durumu için girdi verilerine ilişkin tüm kombinasyonların önceden denenmesi gerekir ki bu da sinir ağları yoluyla öğrenmenin doğasına ve amacına aykırıdır⁵⁴⁸.

⁵⁴⁶ Bkz. **Martin EBERS**, Yapay Zeka için Sözleşmeden Kaynaklanmayan Sorumluluk – Temel Sorunlar, *Rechtsbrücke / Hukuk Köprüsü* (çev. Zehra Doğan Başer), S. 16, 2019, s. 82 ve orada anılan yazarlar.

⁵⁴⁷ *a.g.e.*, s. 83-84.

⁵⁴⁸ Bkz. **SAY**, s. 98 vd.; **GÜÇLÜTÜRK**, s.

Esasen bir yapay zekâ sisteminin belirli parametreler içinde çıktı üretmekte olması da isnat sorununu temelli çözmektedir. Zira sistem çıktılarına ilişkin dış sınırların belirlenmesi, söz konusu sınırlar dahilinde her zaman salt deterministik bir sonucun ortaya çıkmasını gerektirmez. Örneğin, bir robo-danışmanın işlem parametreleri dahilinde sunduğu tavsiyeler müşteri için uygun olabilir; fakat seçenekler arasından belirlediği tavsiyenin müşteri için *en uygun* olup olmadığı insan müdahalesi gerektirir. Dolayısıyla otonomi kavramına ilişkin ontolojik ve kavramsal mülahazalar pozitif hukuk çerçevesindeki sorunları çözmek için her zaman yeterli değildir.

De lege lata, otonom sistemler bakımından yapılması gereken ilk değerlendirme, sistemin kendi irade beyanının var olup olamayacağına ilişkindir. Otonom sistemlerde de otomatik sistemlerde olduğu gibi irade beyanının objektif unsurunun varlığı öğretilde kabul edilmektedir⁵⁴⁹. Öte yandan beyanın sübjektif unsurlarını tespit etmek güçtür. Özellikle irade beyanının sübjektif unsurlarından beyan iradesinin, algoritmik bir düzlemde var olup olamayacağı tartışmalıdır. Bu tartışmanın temelinde algoritmanın bilince sahip olup olamayacağı, dolayısıyla bilinç kavramına verilen anlam yatmaktadır. Bir görüş bilinç unsurunun insana özgü bir nitelik taşıdığını savunurken, karşı görüş ise irade beyanını işlevsel bir biçimde ele alarak yalnızca algoritmik sistemler bakımından beyan iradesinin aranmaması gerektiğini ileri sürmektedir⁵⁵⁰. Söz konusu ikinci görüş ekseninde otonom sistemin irade beyanının varlığı kabul edilebilir; fakat tartışma burada noktalanmayacaktır. Zira söz konusu beyanın hukuki sonuç doğurması için de bir temellendirmeye ihtiyaç duyulmaktadır. Bu noktada ise bir irade beyanının hukuki sonuç doğurmasının temelinde yer alan sebep araştırılmaktadır. Bir görüş irade beyanlarının sonuç doğurmasını, bu beyanlara hukuk düzeni tarafından bir sonuç bağlanmış olması gerekçesi ile temellendirmektedir. Öğretilde “*dualist yaklaşım*” olarak adlandırılan bu görüşe göre taraf iradeleri uyuşsa dahi, hukuk düzeni bu uyuşmaya bir sonuç bağlamadığı sürece, söz konusu uyuşma bir anlam ifade etmeyecektir. Dolayısıyla otonom sistemin işlevsel anlamda bir irade beyanı üretebileceği kabul edilse dahi, kişiliği olmayan bu sistemin ürettiği irade beyanı sonuç doğurmayacaktır⁵⁵¹. Karşı görüşte yer alan yazarlar ise irade beyanlarının, hukuk düzenin yetkilendirmesinden bağımsız olarak sonuç doğurduğunu ileri

⁵⁴⁹ ÇEKİN, s. 72.

⁵⁵⁰ Bkz. *a.g.e.*, s. 73 vd. ve orada anılan yazarlar.

⁵⁵¹ Detaylı açıklamalar için bkz. *a.g.e.*, s. 75-76.

sürmektedirler⁵⁵². İrade beyanının işlevsel olarak ele alınmasına ve beyanın bağımsız olarak sonuç doğurabileceğine ilişkin görüşler bir arada ele alındığında, otonom sistemlere ait irade beyanlarının varlığı kabul edilebilir. Lâkin pozitif hukuk bakımından böyle bir sonuç pragmatik açıdan uygun olmayacaktır. Gerçekten de otonom bir sistemin kendi irade beyanının varlığı ve bu beyanın sonuç doğurabileceği kabul edildiğinde dahi söz konusu sistemlerin hukuki kişiliğinin bulunmaması engeli gündeme gelmektedir. Otonom sistem, kendisine ait bir irade beyanı üretse dahi, hak elde edemeyecek ve borç altına giremeyecek durumdadır. Bu durumda dahi söz konusu irade beyanına bağlı olarak hak elde edecek ya da sorumlu olacak bir kişinin varlığı gerekmektedir.

O hâlde otonom sistem tarafından üretilen bir beyanın, sistemin arkasındaki gerçek bir kişiye isnat edilebilir bir irade beyanı olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği ele alınmalıdır. Nitekim, otomatik sistemlerin aksine doğrudan doğruya kullanıcının iradesi olarak nitelendirilemeyen otonom fiillerin, söz konusu kullanıcıya yüklenip yüklenemeyeceği değerlendirilmelidir. Esasen hukuk sistemimizde, bir kişinin hukuki fiilinin, hatta bir hukuki olayın, başka bir kişiye isnat edilmesini; söz konusu kişinin kendi iradesinden kaynaklanmayan hukuki fiil, hatta olaylardan dar anlamda sorumlu tutulmasını mümkün kılan düzenlemeler mevcuttur. Temsil hükümleri, ifa yardımcısının fiilinden sorumluluk, adam çalıştıranın sorumluluğu, hayvan bulunduranın sorumluluğu, tehlike sorumluluğu bu hususta verilebilecek başlıca örneklerdir⁵⁵³. Bunların yanında isnat problemini habercilere, kölelere ilişkin değerlendirmeler çerçevesinde ya da güven teorisi kapsamında ele alan görüşler de bulunmakta olup, sonraki kısımda bunlara daha ayrıntılı biçimde değineceğiz.

3. Hibrit Sistemler Çerçevesinde İsnat Sorunu

Kanaatimizce bir sistemin hibrit olarak ele alınması için salt insan gözetimi yeterli değildir. Daha açık bir ifadeyle, otonom bir sistemin, insan uzmanlar tarafından yalnızca teknik anlamda gözetiminin yapılması, girdi verilerinin insanlar tarafından oluşturulması, sistem çıktılarının maddi açıdan fakat takdir yetkisi bulunmayan bir insanın gözünden geçirilmesi gibi hususlar bu sistemi otonom olmaktan çıkarmamalıdır. Esasen şeffaf bir karar ağacı işleme süreci çerçevesinde tamamen öngörülebilir sonuçlar üreten sistemler zaten

⁵⁵² *a.g.e.*, s. 76.

⁵⁵³ Ayrıntılı değerlendirmeler için bkz. **KAPANCI**, s. 165 vd.

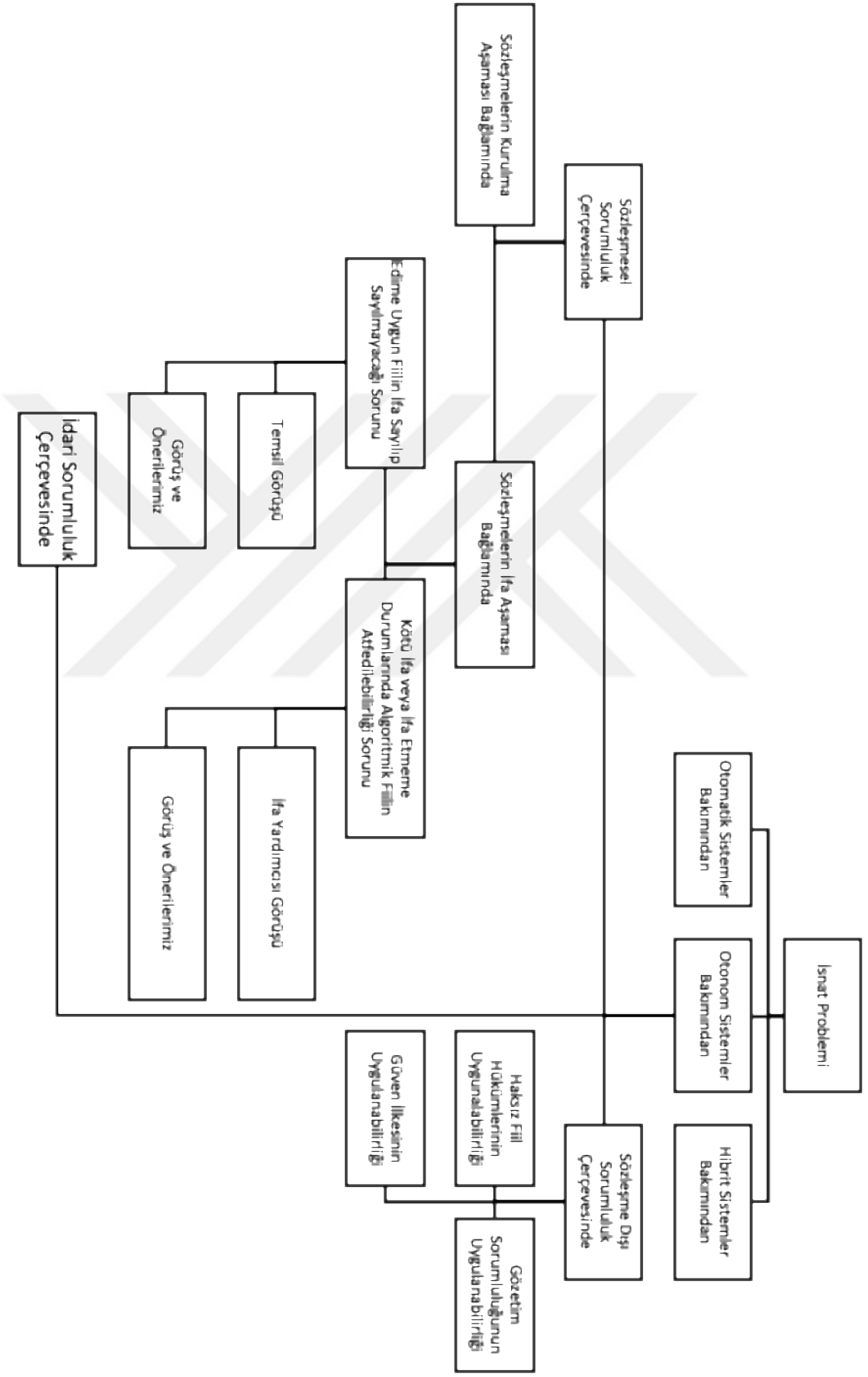
otonom değil, otomatik olarak değerlendirilmelidir. Bu bağlamda, sağlayıcının, işleme sürecinin opaklığına rağmen girdi verilerini filtreleyerek çıktıları öngörülebilir hâle getirmesi veya çıktı verilerinin seçiminde takdir kullanması kanaatimizce hibrit bir sistemden söz etmek gerekir.

Birinci nesil robo-danışmanlar bağlamında bir örnek vermek gerekirse, otonom bir sistem yalnızca yatırım aracı fiyatının muhtemel değeri üzerinde tahminde bulunmakta, fakat bu araçların müşteri grupları ile eşleştirilmesi insan finans uzmanı tarafından yerine getirilmekte ise hibrit bir sistemden söz etmek gerekir. Farklı bir örnek olarak, müşterilerin gruplandırılması, yatırım aracının seçimi ve müşteri grupları için araçların tavsiye edilmesi otonom bir sistem tarafından gerçekleştirilmekte, insan finans uzmanı algoritmik tavsiyeleri yalnızca veto etme yetkisine⁵⁵⁴ sahipse bu noktada kanaatimizce bu yapıyı otonom bir sistem olarak ele almak gerekir. Zira insanın iradesi hangi tavsiyenin uygun olmadığı konusunda dışa yansımıştır, fakat önemli olan müşteriye sunulan tavsiyedir ki bu konudaki değerlendirme algoritmik olarak gerçekleştirilmiştir.

Esasen sermaye piyasasının sıkı düzenlemeleri, maliyet unsuru ve teknolojik ilerleme çerçevesinde günümüz itibariyle algoritmik yatırım uygulamalarının çoğunlukla hibrit modeller çerçevesinde çalıştığını kanaatimizce ileri sürmek pek hatalı bir önerme olmaz. Lâkin uygulamada, hangi algoritmik sistemin otonom hangisinin hibrit biçimde çalıştığını tespit etmek kolay değildir. Zira otonom bir sistem ile hibrit bir sistem arasında keskin bir çizgi çekmenin zorluğunun yanında; algoritmik yatırım hizmeti sağlayan kuruluşlarından, algoritmalarının tam olarak nasıl çalıştığını kamuya açıklamaları da beklenemez. Bu nedenlerle hibrit sistemler bakımından isnat sorunun teorik olarak çözümlenmesi yeterli değildir. Bulunan çözümlerin uygulanabilir olması da gerekmektedir. Şu da var ki isnat sorunu hibrit sistemler bakımından da kusurun derecesi ve rücu ilişkin bakımından yine etki etmektedir.

Sonraki başlıklarda özellikle isnat problemi çerçevesinde sorumluluğa ilişkin problemleri tartışacağız. Öncesinde, sistematüğimizin anlaşılması bakımından şu tabloya yer vermek isteriz:

⁵⁵⁴ Aski yönde bkz. **LORDT**, s. 32-33.



II. ALGORİTMİK YATIRIM BAĞLAMINDA SÖZLEŞMESEL YÜKÜMLÜLÜKLERİN VE SORUMLULUĞUN İSNADI

A. Genel Olarak

Robo-danışmanlık hizmetleri, müşterilere bir sözleşme kapsamında ya da taraflar arasında herhangi bir sözleşme bulunmadan sunulabilir. Birinci nesil robo-danışmanlar bakımından, finansal bilgi ve genel tavsiye sunulması hizmetleri şüphesiz müşteri ile sözleşme ilişki içinde bulunmadan sağlanabilir. Özellikle, genel tavsiyelerin dağıtım kanalları üzerinden sunulması, çoğunlukla sözleşme dışı hizmet sunulmasının örneğini oluşturmaktadır. Esasen aynı durum yatırım danışmanlığı için de geçerlidir. Yatırım danışmanlığı, kişisel tavsiye sunulmasını gerektirdiği için elbette sözleşmesel bir ilişki kapsamında sunulmaya çok daha elverişlidir. Nitekim uygulamada da ağırlıklı olarak yatırım danışmanlığı sözleşmesi kapsamında sunulmaktadır. Ne var ki sunulan tavsiyelerin kişisel nitelikli olması için sözleşmesel bir ilişkiye ihtiyaç bulunmamaktadır. Hatta yatırım danışmanı ile müşterinin iletişim kurmasına dahi gerek bulunmamaktadır. Gerçekten de müşterinin kişisel durumuna ilişkin bilgiler, örneğin daha önce sağlanmış olan farklı bir hizmet kapsamında elde edilmişse, hatta müşterinin ait olduğu bir gruba ilişkin olarak tavsiye sunulması hâlinde, bu tavsiyeler kişisel nitelik kazanarak yatırım danışmanlığı faaliyetinin doğumuna sebep olabilecektir.

İkinci nesil robo-danışmanlık faaliyetleri ise ancak sözleşmesel bir ilişki kapsamında sunulabilmektedir. Zira ister bireysel ister kolektif portföy yönetimi söz konusu olsun, müşteriye ait portföyün üçüncü bir kişi tarafından yönetilebilmesi söz konusu kişinin müşteriye ait portföy üzerinde tasarruf yetkisini haiz olması gerekir. Bu da elbette sözleşmesel bir ilişki kapsamında mümkün olmaktadır. Algoritmik alım satım hizmeti için de aynı durum söz konusudur. Çünkü müşterinin algoritmik alım satım hizmetinden yararlanabilmesi, hizmet sağlayıcının platformuna erişimini gerektirmektedir. Kaldı ki algoritmik alım satım hizmetlerinin aracılık veya yatırım fonu payı dağıtımı olarak nitelendirileceği göz önünde bulundurulduğunda da aynı sonuca varılacaktır.

B. Sözleşmelerin Kurulma Aşaması Bakımından İsnat Sorunu

1. Algoritmik Yatırım Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği

Robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım sözleşmeleri için uygulamada kullanıcı sözleşmesi, hizmet, platform kullanım, algoritmik işlemler sözleşmesi gibi çeşitli isimler kullanılabilir. Elbette söz konusu sözleşmelerin türünü icra edilen faaliyetin niteliğine göre belirlemek gerekir⁵⁵⁵. Önceki bölümdeki açıklamalarımızdan görüleceği üzere robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım hizmetleri geniş bir yelpazede tanımlanmaktadır. Gerçekten de söz konusu faaliyetler başta finansal bilgi ya da genel tavsiye sunulması, yatırım danışmanlığı, bireysel veya kolektif portföy yöneticiliği, alım satım aracılığı, yatırım fonu payı dağıtımı şeklinde geniş bir alana yayılmaktadır. Söz konusu faaliyetlerin her biri bakımından ilgili sözleşmenin detaylı biçimde ele alınması çalışmamızın amacını ve kapsamını aşmaktadır.

Nitekim yatırım danışmanlığı sözleşmesi, bireysel ve kolektif portföy yönetim sözleşmeleri ve aracılık sözleşmeleri Türk öğretisinde de daha önce etraflıca incelenmiştir. Türk hukukunda yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği ve alım satım aracılık sözleşmeleri doktrinde vekâlet veya vekâlet yönü ağır basan karma sözleşme olarak nitelendirilmektedir⁵⁵⁶. Her hâlde, inceleme alanımızda kalan hususlar, portföy yöneticiliği ve algoritmik alım satımın yine vekâlete ilişkin kısımları hakkında olduğu için incelememizde vekâlet hükümlerine ağırlık vereceğiz.

Lâkin literatürde göreceli olarak daha yakın tarihlerde incelenmeye başlanmış ve hâlâ çeşitli boşluklar içeren hususlar mevcuttur. Bu hususların başında sözleşmelerin elektronik ortamda gerçekleştirilmesi, özellikle yapay zekâyâ dayalı bir sistem vasıtasıyla sözleşme akdedilmesi hâlinde iradenin gerçek kişiye isnadı meseleleri gelmektedir. Bunların yanında robo-danışmanlık özelinde önemli bir sorun daha gündeme getirilmelidir. Yukarıda bahsettiğimiz üzere yatırım danışmanlığı faaliyeti sözleşme dışı sunulabilir. Müşteri ile açıkça bir sözleşme akdetmeyen, fakat müşteriden kişisel durumuna ilişkin bir anketi

⁵⁵⁵ Bkz. TBK m. 19/1.

⁵⁵⁶ Yatırım danışmanlığı sözleşmesine ilişkin baskın görüşün, bunu bir vekâlet sözleşmesi olarak değerlendirdiği görülmektedir. Bkz. **USCA**, s. 47; **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 199; **TUĞ**, s. 86. Portföy yönetim sözleşmesinin hukuki niteliğine ilişkin görüşler için bkz. **KAPLAN**, s. 57; **KARAKAŞ**, s. 41 vd.; **GEMİCİ**, Hukuki Nitelik, s. 57 vd.; **YILDIRIM**, s. 55 vd. Aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğine ilişkin görüşler için bkz. **ATA**, s. 192-193 ve orada anılan yazarlar.

cevaplamasını isteyerek, bu anket çerçevesinde kişisel tavsiyeler sunan bir platform ile müşteri arasındaki ilişkin nasıl ele alınmalıdır? Aynı soru, III-37.1 Tebliği m. 45/6 uyarınca yatırım danışmanlığı kapsamında görülmeyen, yatırım fonu katılma paylarına ilişkin tavsiye sunulması hâlinde de sorulabilir. Bu örnekte, tavsiyelerin niteliği kişisel olduğu için (diğer şartlar da sağlandığı sürece) III-37.1 Tebliği kapsamında yatırım danışmanlığı faaliyetinin doğacağı şüphesizdir. Öte yandan, yatırım danışmanı ile müşteri arasındaki ilişkinin sözleşmesel bir ilişki olup olmadığının tespiti, özellikle sorumluluk bahsinde oldukça önemlidir. Örneğin, bu ilişkinin sözleşmesel olarak nitelendirilmesi hâlinde, zararının tazmini amacını güden müşteri, yatırım danışmanının kusurunu ispat etmekle yükümlü olmayacaktır. Lâkin müşterinin uğradığı zarar haksız fiil hükümleri kapsamında ele alınacak olursa, öncelikle saf malvarlığı zararlarının haksız fiil hükümleri çerçevesinde tazmin edilip edilemeyeceği tartışması doğacak, kusur bakımından ispat yükü de müşterinin üzerinde olacaktır.

2. Algoritmik Yatırım Sözleşmelerinin Elektronik Ortamda Kurulması

Günümüzde yatırım kuruluşları ile yapılan sözleşmeler elektronik ortamlar üzerinden kurulabilmekte olup, internet üzerinden yatırım kuruluşu müşterisi olmak dahi mümkün hâle gelmiştir. Sözleşmelerin elektronik ortamda kurulması imkânı elbette, yalnızca yatırım kuruluşlarına veya yatırım faaliyetlerine özgü değildir. Yakın geçmişte elektronik sözleşmelerin belki de en yaygın örneğini e-posta aracılığıyla kurulan sözleşmeler teşkil etmekteyken, günümüzde internet siteleri ve mobil uygulamalar üzerinden de sıklıkla sözleşme akdedilmektedir. Söz konusu site veya uygulamalar müşteriyle etkileşimli ya da etkileşimsiz olabilir. O hâlde elektronik sözleşmeler de hazırlar ya da hazır olmayanlar arasında kurulabilir. İnternet sitesi veya mobil uygulama üzerinden yapılan icaplar karşısında yer alan kabul beyanı da teknoloji ile birlikte değişim göstermiştir. İrade beyanlarının elektronik ortamda iletilmesi bakımından çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Güvenli elektronik imza kullanımı ve tıklama (click-wrap) en yaygın yöntemler olarak işaret edilebilir. Nitekim 5070 sayılı Elektronik İmza Kanunu⁵⁵⁷ m. 5 uyarınca, güvenli elektronik imza, kural olarak elle atılan imza ile aynı sonuçları doğurmaktadır. Yatırım faaliyetleri kapsamında, tıklama yöntemi de sıklıkla kullanılmaktadır. Tıklama yönteminde, kendisine icapta bulunulan taraf, icabı kabul ettiğine dair bir kutucuğu veya butonu tıklayarak kabul

⁵⁵⁷ RG 23.01.2004 25355.

yönündeki iradesini ortaya koymaktadır. Unutulmamalıdır ki elektronik ortamda iletilen irade beyanlarıyla kurulan her sözleşmenin mesafeli olması gerekli değildir. Banka şubelerinde, yüz yüze, kanun gereği veya iradi olarak yazılı şekle tabi olan sözleşmelere ilişkin icapların müşterinin mobil uygulamasına gönderilmesi ve müşterinin yine uygulama üzerinden kabul beyanını iletmesi örnek olarak verilebilir.

Yatırım kuruluşlarının elektronik ortamda yapacağı sözleşmeler için özel düzenlemeler yapılmıştır. Söz konusu düzenlemelerden ilki III-42.1 Tebliği'dir. Tebliğ, aracı kurumlar ile portföy yönetim şirketlerinin yapacakları sözleşmeleri elektronik ortamda kurmasına ilişkin düzenlemeler içermektedir. Aracı kurumların ve portföy yönetim şirketlerinin müşterisi olmak ve sonrasında yapılacak sözleşmeleri elektronik olarak kurmak için ilk aşama uzaktan kimlik tespitidir. Tebliğ m. 5-12 hükümleri arasında kimlik tespitinin çevrimiçi biçimde nasıl gerçekleştirileceği detaylı biçimde tarif edilmiştir. Şu var ki uzaktan kimlik tespiti esasen hazırlar arası bir işlemdir. Zira Tebliğ m. 5/1 uyarınca çevrimiçi görüntülü görüşmeyle gerçekleştirilir.

Sözleşmenin kurulma aşaması kimlik tespitiyle birlikte hazırlar arasında olabileceği gibi kimlik tespitinin ardından yine hazırlar arasında veya mesafeli olarak da gerçekleştirilebilir. III-42.1 Tebliğ m. 13/3'te kimlik tespitinin ardından, bir "*bilişim veya haberleşme cihazı üzerinden yazılı şeklin yerine geçecek nitelikte*" sözleşmelerin, mesafeli olan veya olmayan biçimde kurulmasına ilişkin çeşitli düzenlemeler mevcuttur. Bu bağlamda, sözleşmenin tüm hükümlerinin okunabilir biçimde ve elektronik ortamda müşteriye aktarılması, müşterinin kabul beyanının "*şifreleme gizli anahtarı ile*" iletilmesi, en önemlisi de müşterinin kabul beyanının sadece kendisine gösterilen sözleşme hükümlerini kapsayacak biçimde olduğunun sağlanmasıdır. Aynı maddenin dördüncü fıkrası uyarınca, bu şekilde kurulan sözleşmelerde yazılı şekil yerine getirilmiş sayılır.

Bankalar bakımından ise Bankacılık Kanunu m. 76/2 hükmünde, yine kimlik doğrulamasına binaen elektronik ortamda kurulan sözleşmelerin, yazılı şekil şartını yerine getireceği öngörülmüştür. Bu husustaki esasları düzenleme yetkisi TBB'ye verilmiş; TBB, "*Türkiye Bankalar Birliği'nin Bankalar ile Bireysel Müşterileri Arasında İmzalanacak Sözleşmelerin Şekil ve İçeriğinde Yer Alması Gereken Asgari Hususlar ile Sözleşmelerin Uygulanacağı İşlemlere İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ*" ile söz konusu esasları düzenlemiştir.

Bunların yanında tüketici hukukunun finansal hizmetlere olan etkisini de unutmamak gerekir. Zira TKHK m. 49 ile 84 hükümlerine binaen hazırlanan Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği'nde⁵⁵⁸, yatırım ve bireysel emeklilik hizmetleri kapsamında, elektronik ortamda kurulanlar da dahil olmak üzere tüketici ile mesafeli olarak kurulan sözleşmelere ilişkin şartlar yer almaktadır.

Görülmektedir ki yatırım kuruluşlarının ve bankaların müşterilerle yapacağı sözleşmelerin elektronik ortamda kurulmasına cevaz verilmiş; ilgili sözleşmenin yazılı şekle tabi olması hâlinde, yazılı şekil şartının elektronik ortamda nasıl yerine getirileceğine dair düzenlemeler yapılmıştır.

3. Birinci Nesil Robo-Danışmanlık Sözleşmelerinin Örtülü Olarak Kurulması Sorunu

Birinci nesil robo-danışmanlık hizmetleri, finansal bilgi ya da genel tavsiye sunulması veya yatırım danışmanlığı faaliyeti olarak nitelendirilebilir. Robo-danışmanlık hizmeti bir yatırım kuruluşu tarafından sağlanmakta ise zaten müşteri ile önceden yapılan bir çerçeve sözleşme söz konusu olacaktır.

Lâkin robo-danışmanlık hizmetinin bir FinTek tarafından sağlanması halinde ise taraflar arasında hiçbir öncül sözleşme bulunmayabilir. Örneğin bir FinTek tarafından genel tavsiye veya III-37.1 Tebliğ m. 45/6 kapsamında yatırım fonlarına ilişkin tavsiye ya da izinsiz biçimde yatırım tavsiyesi sunulabilir. FinTek, müşteriden yalnızca kişisel durumuna ilişkin bir anketi cevaplamasını isteyerek, hemen ardından ilgili tavsiyeleri sunabilir. İşte bu ihtimalde taraflar arasında örtülü bir danışmanlık sözleşmesinin kurulup kurulmayacağına incelenmesi gerekir.

Bu çerçevede, ilk dikkate ele alınması gereken mesele, FinTekler tarafından internet ortamında tavsiye sunulmasına yönelik ve herkesin kullanımına açık bir platform hizmeti sunulmasının, danışmanlık sözleşmesi bakımından icap sayılıp sayılmayacağıdır. İnternet üzerinden ilân verilmesi, kural olarak, icaba davet olarak nitelendirilmektedir⁵⁵⁹. Öte yandan, birinci nesil robo-danışmanlık platformları tarafından sağlanan hizmetlerin bir iş

⁵⁵⁸ RG. 31.01.2015 29253.

⁵⁵⁹ OĞUZMAN/ÖZ, Birinci Cilt, para. 190; karşı. KOCAYUSUFPAŞAOĞLU, s. 185 vd.

görme unsuru içerdiği dikkate alındığında, TBK m. 503 hükmünün uygulama alanı görülecektir. Nitekim TBK m. 503, TBK m. 6'ya nazaran özel hüküm olarak nitelendirilmektedir. FinTekler tarafından sağlanan robo-danışmanlık hizmetleri ücretsiz olarak sunulsa dahi, bunların profesyonel yani mesleki bir faaliyetin gereği olduğu ya da benzer işlerin kabul edileceğinin duyurulduğu ileri sürülebilir⁵⁶⁰. Bu durumda, FinTek platformunun müşterilerin kullanımına sunulmasını bir icap, müşterinin kişisel durumuna ilişkin anketi yanıtlanmasını ise kabul beyanı olarak değerlendirmek gerekir⁵⁶¹.

Şu var ki TBK m. 503 hükmü, susma yoluyla örtüle kabule ilişkin özel bir düzenleme getirmektedir; yoksa icabın bağlayıcılığı ile alakalı değil. Başka bir deyişle TBK m. 8 hükmünün uygulama alanı, TBK m. 503 kapsamındaki vekâlet ilişkileri bakımından da mevcuttur. Öyleyse robo-danışmanlık platformunda bağlanma iradesinin mevcut olmadığına yönelik bir uyarı notunun müşteri ile paylaşılması ve TBK m. 8/1 marifetiyle icabın bağlayıcılığın ortadan kaldırılması mümkündür⁵⁶². Bu durumda icap, en erken müşterinin anketi cevaplama ile gündeme gelebilecektir.

Ayrıca FinTek ile müşteri arasında sözleşmesel bir ilişkinin var olup olmadığı meselesi ile sözleşmesel sorumluluğa ilişkin hükümlerin uygulanabilirliği tam anlamıyla örtüşen hususlar değildir. Gerçekten de taraflar arasında bir danışmanlık sözleşmesi kurulduğu kabul edilmese dahi, daha önce hiç etkileşime girmediği bir kişiden tavsiye alan müşteri ile kişisel durumuna ilişkin bilgileri paylaşarak tavsiye alan müşterinin konuları aynı değildir. Bir müşteri, robo-danışmanlık platformu üzerinden kişisel bilgilerini paylaşarak tavsiye alıyor ise tavsiye veren ile müşteri arasında bir güven ilişkisinin varlığı söz konusu olabilir. Bu ihtimalde, uyarı notlarının etkisini daha farklı değerlendirmek gerekebilir. Lâkin, öncelikle yapay zekâ tabanlı bir robo-danışmanlık ya da algoritmik alım satım platformunun kullanımına ilişkin olarak, elektronik ortamda ve hazır olmayanlar arasında kurulan mesafeli sözleşmeler çerçevesinde iradenin isnadı probleminin değerlendirilmesi gerekir.

⁵⁶⁰ Bkz. **Mustafa Alper GÜMÜŞ**, *Borçlar Hukuk Özel Hükümler*, C. 2, 2010, İstanbul: Vedat, s. 266; **Cevdet YAVUZ / Faruk ACAR / Burak ÖZEN**, *Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler*, 10. Baskı, 2014, İstanbul: Beta, s. 1176.

⁵⁶¹ Öğretide bir görüş, birinci nesil robo-danışmanlık sözleşmeleri bakımından, sözleşmenin kurulma anının tavsiyenin müşteriye sunulduğu ana dek ötelenmesi gerektiğini; bu aşamada hizmet sağlayıcının bağlanma iradesinin bulunup bulunmadığının da net olarak tespit edilebileceğini öne sürmektedir. Bkz. **LORDT**, s. 160.

⁵⁶² Aynı yönde **LORDT**, s. 162.

4. Sözleşmelerin Kurulma Aşaması Bakımından İsnat Sorununun Kısıtlı Olarak Gündeme Gelmesi

Robo-danışmanlık platformlarının kullanımına yönelik sözleşmelerin kurulma aşamasında irade isnadı problemiyle karşılaşılması pek olası değildir. Zira gerek yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri gerek FinTekler ile müşteri arasındaki, platform kullanımına yönelik sözleşmelerin kurulması, yalnızca otomatik sistemler vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Platform kullanımına yönelik sözleşme, birel bir sözleşme olarak akdedilebileceği gibi, müşteri ile yapılan yatırım danışmanlığı, bireysel portföy yöneticiliği, kolektif yatırım ya da yatırım hizmetleri çerçeve sözleşmeleri içinde bir hüküm olarak da yer alabilir. Esasen hangi yöntem tercih edilirse edilsin, söz konusu sözleşmeler insanlar tarafından iltihakî olarak hazırlanmakta, platform üzerinden yalnızca müşterilere iletimi sağlanmaktadır. Bu çerçevede, yukarıda da açıkladığımız üzere⁵⁶³, otomatik sistemler üzerinden iletilen irade beyanlarının sistemin işletenine (örneğin yatırım kuruluşu, portföy yönetim şirketi ya da FinTek'e) isnadı mümkündür. Müşteri ise irade beyanını, en basit hâliyle tıklama yöntemi ile ortaya koymaktadır ki bu noktada da isnat problemi doğmamaktadır.

Algoritmik alım satım hizmeti bakımından aynı yönde bir değerlendirme yapılması evleviyetle mümkündür. Gerçekten de algoritmik alım satım, öncelikle bu hizmete olanak tanıyan bir pazar yerinin varlığını gerektirmektedir. Bu çerçevede algoritmik alım satım hizmetleri asıl olarak Borsa İstanbul'da gerçekleştirilmektedir. Piyasa bütünlüğünün bozulmamasını temin etmek amacıyla, Borsa'da algoritmik alım satım hizmetinden faydalanmak isteyen müşterinin de uyması gereken çeşitli yükümlülükler öngörülmüştür. Bu çerçevede Borsa'da algoritmik alım satım yapacak olan müşteriler, bunu mutlaka doğrudan piyasa erişimi vasıtasıyla Borsa üyesi kurumlar aracılığıyla gerçekleştirmek zorundadırlar ki bu durumda müşteri ile öncül bir sözleşmesel ilişki zaten kurulmaktadır. Esasen algoritmik alım satımın, TEFAS veya BEFAS platformları işlemleri gibi Borsa dışı gerçekleştirilmesinde de sonuç değişmemektedir. Zira, daha önce açıkladığımız üzere algoritmik alım satım faaliyetleri aracılık veya yatırım fonu katılma payı dağıtım faaliyeti olarak nitelendirilebilir, fakat her hâlde müşterinin portföyü üzerinde tasarruf yetkisi

⁵⁶³ Bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, §2.I.B.1., Otomatik Sistemler Çerçevesinde İsnat Sorunu.

tanınması gerekir. Dolayısıyla taraflar arasında yine öncül bir sözleşmesel ilişkinin tespiti mümkündür.

Algoritmik yatırım bağlamında yapay zekâ, daha çok ifa aşamasında örneğin tavsiyenin oluşturulmasında ya da portföy kapsamında bir yatırım aracına ilişkin olarak alım satım yapılmasında rol oynamaktadır. Öte yandan, algoritmik yatırım sözleşmelerinin ifa aşamasındaki isnat sorununun çözümü bu kadar basit değildir. Zira ifanın bir maddi fiille yerine getirilebileceği durumlara karşın, öncül olarak veya ifanın kendisi için hukuki işlemin gerektiği durumlar da söz konusu olabilir. Örneğin yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ifa, tavsiye sunma şeklinde bir maddi fiil ile gerçekleştirilebilir. Lâkin ikinci nesil robo-danışmanlık veya algoritmik alım satım bağlamında, algoritmik emirlere binaen satım sözleşmesi kurulması gerekmektedir ki bu noktada hukuki işlem gerekliliği ortaya çıkar. Kanaatimizce bu sorun algoritmik sistemlerin irade beyanında bulunup bulunamayacağından ziyade, algoritmik sistem çıktılarının isnadı problemi çerçevesinde ele alınmalıdır. Aşağıdaki başlığımızda, ifa aşaması bağlamında isnat sorununu detaylı olarak ele alacağımız için bu noktada daha fazla ayrıntıya gerek görmemekteyiz. Fakat hemen belirtelim ki edime uygun algoritmik fiillerin ifa sayılması noktasındaki görüşlerimiz, algoritmik emirler vasıtasıyla sözleşmelerin kurulması bakımından da geçerlidir.

C. Sözleşmelerin İfa Aşaması Bakımından Isnat Sorunu

Algoritmik yatırım bakımından irade isnadı problemi özellikle makine öğrenimi yönteminin kullanıldığı otonom sistemler bakımından ortaya çıkabilir ki sermaye piyasası mevzuatının günümüzdeki gereklilikleri gerçek anlamda otonom sistemlerin yaygınlaşmasını güçleştirmektedir. Yine de otonom sistemlerin giderek yaygınlaşması, söz konusu sistemlere ilişkin tartışmaları gündemde tutmaktadır. Bunun yanında, otonom sistemlerin hukuk düzenini değiştirmeye başladığı ve söz konusu sistemlerden kaynaklanan yeni hukuk politikalarının varlığı göz önünde bulundurulduğunda de lege lata ve de lege ferenda değerlendirmelerin önemi daha da belirginleşmektedir.

1. Edime Uygun Algoritmik Fiilin İfa Sayılması

Edime uygun her fiilin ifa sayılıp sayılmayacağı sorunu yalnızca algoritmik yatırıma özgü değildir. Hatta bu sorun yatırım faaliyetlerini dahi aşmakta olup, borçlar hukukunda ifaya dair genel bir meselesidir. Sorunun temelinde ifanın hukuki niteliği yatmaktadır.

Gerçekten de öğretide ifanın niteliği oldukça tartışmalı durumdadır. İfayı maddi fiil, sözleşme ve sınırlı bir sözleşme olarak nitelendiren görüşler bulunmaktadır⁵⁶⁴.

Algoritmik fiiller bakımından, ifanın hukuki niteliği meselesi, bir algoritmanın irade beyanında bulunup bulunamayacağı sorunu ile iç içe geçmektedir. Esasen otonom sistemlerin irade beyanında bulunabileceği kabul edildiğinde, irade beyanının klasik unsurlarının tamamının otonom beyanlarda aranmaması gerektiğine yönelik görüşler ifa kastına sirayet ettirilerek mesele çözülebilir. Lâkin otonom sistemlerin irade beyanında bulunamayacağı düşünülür ise bu noktada bir ayırım yapmak gerekir. Bu ayırım algoritmik yatırım sözleşmesinin ifası için, ifanın hukuki niteliğinden bağımsız olarak öncül bir hukuki işlemin gerekip gerekmediği veya ifanın kendisinin bir hukuki işlem gerektirip gerektirmediği hakkındadır.

Birinci nesil robo-danışmanlık sözleşmelerinin asli edimini tavsiye sunulması oluşturmaktadır ki bu noktada bir hukuki işlem değil, maddi bir fiil söz konusudur. Zira, kanaatimizce tam otonom sistemlerde dahi eylem iradesinin varlığı kuşkusuz öne sürülebilir⁵⁶⁵. Bugün öğretimizde hâkim olan ifanın sınırlı sözleşme olarak nitelendirilmesine ilişkin görüş çerçevesinde dahi, eğer ifa bir maddi fiil ile yapılacaksa tarafların fiil ehliyetine ihtiyaç bulunmamaktadır⁵⁶⁶. Dolayısıyla birinci nesil robo-danışmanlık bağlamında, tavsiyelerin algoritmik olarak sunulması ile ifa gerçekleşir.

Lâkin ikinci nesil robo-danışmanlık hizmetleri ile algoritmik alım satım bağlamında bir alım veya satım işlemi yapılması gerekmektedir. Dolayısıyla bunların ifası için her hâlde öncül bir hukuki işlemin yapılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Örneğin bireysel portföy yöneticisi ile bir ihraççı arasında yapılacak olan yatırım aracının alımına yönelik sözleşme hukuki bir işlemdir. Bazen ifanın kendisi bir hukuki işlem ile mümkün olur. Örneğin portföy aracılığı yapan bir aracı kurumun işlem platformu üzerinden algoritmik olarak alım satım yapılacağı zaman durum böyledir. İşte bu ihtimallerde, ifayı sınırlı sözleşme olarak değerlendiren görüşe binaen ifa kastı ve ehliyet gerekir. Birinci örneğimizde bu gereklilik

⁵⁶⁴ **Murat İNCEOĞLU**, “İfanın Hukuki Niteliği ve Borçlunun Edime Uygun Eyleminin İfa Teşkil Edip Etmeyeceği Sorunu”, *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2005, C. 54, S. 4, s. 150 vd.; **EREN**, s. 934 vd; **O. Gökhan ANTALYA**, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, C: V/1,3, 2019, Ankara: Seçkin, para. 33 vd.

⁵⁶⁵ Aynı yönde **ÇAĞLAYAN AKSOY**, s. 137. Ayrıca bkz. **KOCAYUSUFPAŞAOĞLU**, s. 85.

⁵⁶⁶ **İNCEOĞLU**, İfa, s. 155; **EREN**, s. 937.

bireysel portföy yöneticisi ile ihraççı arasındaki ilişki bakımından, ikinci örneğimizde ise aracı kurum ile yatırımcı arasındaki ilişki bakımından ortaya çıkmaktadır.

Şu var ki geçerli bir ifa için ifa kastının, dolayısıyla ehliyetin, hatta tasarruf yetkisinin aranmasındaki sebepler, bir sözleşmenin algoritmik vasıtalarla ifa edilmesi noktasında çoğunlukla geçerli görülmemelidir. Gerçekten de kazandırıcı işlemlerde kural olarak bir sebebin gerekliliği, ehliyetsiz kişinin korunması ve genel itibariyle ehliyet ile tasarruf yetkisine ilişkin kuralların bütüncül bir bakış açısıyla ifa müessesesine de uygulanması bağlamındaki mülhazalar, “algoritmik ifa” noktasında amacını aşmaktadır. Esasen, ifayı sınırlı sözleşme olarak değerlendiren hâkim görüş, ifayı genel sözleşme olarak değerlendiren görüşlerin dürüstlük kuralına aykırı biçimde yarattığı sonuçları ortadan kaldırmak ve maddi fiil olarak niteleyen görüşlerin sakıncalarını bertaraf etmek amacını taşımaktadır. İşte bu amaç, günümüzde otonom sistemler vasıtasıyla yapılan ifa bağlamında dikkate alınmalıdır. Zira algoritmik, özellikle hibrit, hatta otonom sistemler artık gündelik hayatın bir parçası hâline gelmiş durumda olup, kullanım alanları giderek genişlemektedir. Bu çerçevede de lege lata görüşümüzü açıklamadan önce öğretilerdeki, yapay zekâ sistemlerinin temsilci olarak değerlendirilmesine ilişkin tartışmalara yer vermekte fayda vardır.

a. Temsile İlişkin Hükümlerin Uygulanabilirliği

Öğretilerde, doğrudan doğruya kullanıcıya yüklenemeyen yapay zekâ beyanları bakımından, temsil hükümlerinin uygulanabilirliği tartışılmaktadır. Nitekim temsil ilişkisinde de esasen temsil edilen ve temsilci olmak üzere iki farklı irade sahibi yer almaktadır. Temsilci esasen kendi irade beyanlarında bulunmaktadır, fakat bu irade beyanları kural olarak temsil edilenin tasarruf alanında hüküm doğurmaktadır. Bu noktadan hareketle, yapay zekâ tarafından üretilen irade beyanlarının, sistemin sağlayıcısı bakımından bağlayıcı olup olmadığı meselesinin temsil hükümleri vasıtasıyla çözümlenip çözülemeyeceği değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmeler daha çok sözleşmelerin kurulma aşamasına ilişkin olarak yapılmakla birlikte, ifa bakımından da uygulama alanı bulmasında sakınca yoktur. Daha da ötesi söz konusu tartışmalar robo-danışmanlık alanında da değerlendirme konusu olmuştur⁵⁶⁷.

⁵⁶⁷ Bkz. LORDT, s. 150 vd.

Bu bağlamda, temsil hükümlerinin doğrudan uygulanabilirliğinin öğretilerde kabul edilmediği ifade edilebilir. Zira temsilcinin de bir hukuki kişiliğinin bulunması gerektiği, bu itibarla temsil hükümlerinin doğrudan uygulanmasının mümkün olmadığı öne sürülmektedir⁵⁶⁸. Öte yandan temsil hükümlerinin kıyasen uygulanması bakımından öğretilerde görüş ayrılıkları mevcuttur. Özellikle Alman hukukunda yatırım fonları, kat malikleri kurulu, ön ortaklık, adi ortaklık gibi müesseseler bakımından uygulama alanı bulan kısmi hak ehliyeti görüşünden hareketle temsil hükümlerinin otonom sistemlere de uygulanabileceğini savunan görüşlere karşın, ehliyet hususunun pozitif hukukun değil de hukuk politikasının konusunu oluşturduğu öne süren karşı fikirler öğretilerde yer almaktadır⁵⁶⁹.

Temsil hükümlerinin uygulanabilirliğine cevaz vermek için kısmi hak ehliyeti kurumuna neden ihtiyaç duyulduğu da sorgulanabilir. Esasen, öğretilerde neredeyse her zaman için temsilcinin bir kişi olması gerektiği vurgulanmaktadır, fakat böyle bir gereklilik TBK'da açıkça belirtilmiş değildir. Hatta temsilcinin ehliyeti meselesi dahi öğreti tarafından çözümlenmektedir. Şu var ki TBK m. 40 bağlamında doğrudan temsil müessesesi, hukuki işlemler için öngörülmüştür. Hukuki işlemlerin gerçekleştirilmesi ise irade beyanı gerektirir ki hâkim görüş çerçevesinde irade beyanları ancak kişiler tarafından açığa vurulabilir. Lâkin irade beyanını objektif unsurlar üzerinden değerlendiren görece yeni görüşlere dayanılarak yapay zekâ sisteminin, kişiliği bulunmasa dahi, kullanıcıyı *temsilen* irade beyanında bulunabileceği öne sürülebilir. Ne var ki böyle bir önerme de gerçek anlamda çözüm olmayacaktır. Zira yetkisiz temsilcinin sorumluluğu bakımından kişiliği haiz bulunmayan yapay zekâ sisteminin de sorumluluğundan ve zarar tazmininin icra edilebilirliğinden söz edilemeyecektir. Bu itibarla, kanaatimizce de mevcut temsil hükümlerinin doğrudan veya kıyasen uygulanması isabetli olmadığı gibi gerekli de değildir.

b. Görüşümüz

Sınırlı sözleşme görüşü uyarınca, “*ifa edilen edim, borcun içeriğine uygunsuz, alacaklının dürüstlük kuralına göre borçlunun ifa kasdını farz ve tahmin etmesi gerekir*”⁵⁷⁰. Bu bağlamda şüphe hâlinde, ifa kastının varlığı esastır. Benzer bir mantıksal çıkarım yapay

⁵⁶⁸ ÇEKİN s. 83 vd.; LORDT, *op. cit.*

⁵⁶⁹ Ayrıntılı açıklamalar için bkz. ÇEKİN, *op. cit.*

⁵⁷⁰ EREN, s. 938.

zekâ bakımından da yapılmalıdır. Bir sözleşmenin otonom bir sistem aracılığıyla ifa edilmesi caiz ve özellikle tarafların yapay zekâ sistemiyle yapılacak olan ifa üzerinde anlaşmış veya bunun bilincinde olmaları gerekiyor ise edime uygun algoritmik fiilin ifa olarak değerlendirilmemesi kanaatimizce dürüstlük kuralına aykırılık teşkil eder.

Bu çerçevede, birinci nesil robo-danışmanlık örneğinde olduğu gibi maddi bir fiil ile yapılacak olan ifa bakımından zaten sorun bulunmamaktadır. Lâkin ikinci nesil robo-danışmanlık ve algoritmik alım satımda olduğu gibi öncül bir hukuki işlemin gerektiği ya da kendisi bir hukuki işlem niteliğindeki ifa bakımından, dürüstlük kuralına aykırılık, de lege lata bir çözüm teşkil etmeyebilir. Zira ehliyetsizlikten kaynaklanan sakatlığın dürüstlük kuralına aykırılık ile giderilmesi teorik olarak mümkün değildir. Bu itibarla de lege lata bir çözüm ancak yapay zekânın da irade beyanında bulunabileceğine yönelik görüşlerin dikkate alınması yoluyla çözülebilir. Öte yandan, en azından algoritmik alım satım bağlamında, mevcut irade teorileri kapsamında da sorunun çözümü mümkündür. Kanaatimizce meseleyi yine isnat problemi açısından ele almak faydalı olur.

Nitekim, ifanın hangi hâllerde geçerli olmadığı meselesi de ehliyet ve tasarruf yetkisi açılarından ziyade isnat problemi ile ilgili olup; sözleşmenin kurulması, edime uygun fiilin ifa sayılması ve kötü ifadan kaynaklanan sorumluluğun izafe edilmesine ilişkin açıklamaların da birbiriyle uyumlu olması gerekir. Bu kapsamda, sorumluluğa ilişkin olarak aşağıda⁵⁷¹ detaylarına yer vereceğimiz görüşümüzün bu noktada da uygulanması gerektiği kanaatindeyiz.

De lege ferenda ise otonom beyanların koşullarının ve sonuçlarının, özellikle sözleşmelerin kurulması ve ifası bağlamındaki tartışmalar dikkate alınarak mutlaka dogmatik olarak düzenlenmesi gerektiği kanaatindeyiz.

2. Borca Aykırılıktan Kaynaklanan Sorumluluğun İsnadı

Otonom sistemlerin sözleşmeden doğan borca aykırı fiilleri gerek kötü ifa biçiminde gerek ifa etmeme şeklinde ortaya çıkabilir. Algoritmik yatırım sözleşmelerinde borçlu ya bir yatırım kuruluşu ya da bir FinTek olmaktadır. Bu çerçevede borçluya karşı ifa davası açılması genel hükümler çerçevesinde zaten mümkündür. Öte yandan, asıl sorun kötü ifadan

⁵⁷¹ Bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm, §2.II.D.1.c.aa, Edime Uygun İfanın ve Borca Aykırılığın İsnadı Bakımından Güven Teorisinin Uygulanması.

veya ifa etmemeden kaynaklanan sorumluluğun borçluya izafe edilip edilemeyeceğidir. Zira özellikle otonom sistemler kullanıcının iradesinden ayrılan ve bazı hâllerde öngörülmesi güç olabilen çıktılar üretebilmektedir. Bu çerçevede borçlunun kendi fiilinden kaynaklanmayan bir borca aykırılık sebebiyle sorumluluğu göz önünde bulundurulmalıdır.

Esasen hukukumuzda, sözleşmesel sorumluluk bağlamında bu sorunu ele alan müesseseler mevcuttur. Bunlardan en önemlisi TBK m. 116'da düzenlenen ifa yardımcısının fiilinden sorumluluktur. Bu çerçevede alt vekilin borca aykırı davranışından dolayı vekilin sorumluluğuna ilişkin olan TBK m. 507/2 hükmünü de işaret etmek gerekir. Esasen TBK m. 507/2 hükmü de TBK m. 116 karşısında kural olarak özel hüküm niteliğindedir.

Bunun yanında öğretilerde sorumluluğun isnadına ilişkin olarak farklı görüşler de bulunmaktadır. Örneğin otonom sistemlerin haberci olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği tartışılmış, fakat pek benimsenmemiştir⁵⁷². Kanaatimizce de böyle bir çözüm tatmin edici olmayacaktır. Zira habercinin işlevi, temsil ilişkisinin de ötesinde doğrudan doğruya müvekkilinin iradesini iletmekten ibarettir. Yapay zekâ sisteminin haberci olarak kabul edilmesi, ancak yüksek seviyede deterministik bir yapıda söz konusu olabilir. Esasen her algoritma önceden belirlenen parametreler içinde çalışmaktadır, fakat bu husus isnat problemini çözmeye yeterli değildir. Zaten habercilik ve otonomi birbiriyle uyuşan kavramlar da değildir. Ayrıca fiil iradesinin salt yapay zekâ sisteminin kullanımında aranması, sistemin köle olarak addedilmesi, bu sistemler ile kullanıcıları arasındaki ilişkinin açığa imza şeklinde ele alınması, güven sorumluluğu gibi görüşler de öne sürülmekte, fakat isnat meselesi bakımından hiçbir görüşün tam anlamıyla tatmin edici bir sonuç doğurmadığı ve eleştirilere maruz kaldığı görülmektedir⁵⁷³.

a. Algoritmik Kusur Kavramı ve Kusurun İsnadı Sorunu

Sözleşmesel sorumluluk bakımından kusur karinesi mevcuttur; lâkin TBK 114/1 uyarınca, hâlâ bir kusurlu sorumluluk türü gündemdedir. Bu itibarla otonom sistemler ve algoritmik yatırım bağlamındaki temel sorunlardan başlıcalarını algoritmik bir kusurun var

⁵⁷² ÇEKİN, s. 82; LORDT, s. 151-152.

⁵⁷³ Bkz. ÇEKİN, s. 77 vd.

olup olamayacağı, bu kavramın kabulü hâlinde ise bir kişiye isnadının mümkün olup olmadığı hususları oluşturmaktadır.

Esasen kusur, insana özgü bir kavram olup, özgür irade varsayımının kabulünü, bilincin varlığını ve ayırt etme gücünü gerektirir⁵⁷⁴. Kusur kavramının insani boyutunu dışlamak veya algoritmalar açısından sübjektif kusur değerlendirmesi yapmak mümkün müdür; bu soru günümüzdeki teknolojik ilerlemeye binaen tartışılabilir. Bu şekilde bir kusur önermesi için kusurun objektifleştirilmiş olması gerekir. Esasen algoritmik yatırıma konu hizmetler bakımından da kusur, objektif olarak ele alınmaktadır⁵⁷⁵. Örneğin birinci ve ikinci nesil robo-danışmanlara ilişkin sözleşmesel sorumluluk bakımından kusurun derecesi, TBK m. 506/2 hükmü uyarınca “*basiretli bir vekilin göstermesi gereken davranış*” olarak ele alınmaktadır. Yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği faaliyetleri uzmanlık gerektirmektedir. Dolayısıyla basiretli bir vekilin göstereceği davranış ve özen, söz konusu faaliyetin “*genel kabul görmüş kuralları ile bilgi standartlarından yararlanılarak*” tespit edilmektedir⁵⁷⁶. Başka bir ifadeyle, bu hususta öngörülmuş organizasyonel (yatırım kuruluşlarının çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik organizasyonel yapı oluşturma yükümlülüğü gibi) ve davranışsal (bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinin yerindelik testine uygun olarak sunulması yükümlülüğü gibi) esaslar, kusur bağlamında gerekli özenin asgari ölçütünü teşkil etmektedir. Ne var ki kusur ne kadar objektifleştirilmiş olursa olsun, sübjektif yönü dışlanmamaktadır. Dolayısıyla, gerekli özenin objektif ölçütlere göre belirlenmesi hâlinde dahi, sorumluluk kural olarak ayırt etme gücünü gerektirmektedir.

O hâlde algoritmik kusurun varlığından söz edilebilmesi için kusurun sübjektif yönünün tamamen dışlanması gerekir ki bu da başlı başına yeni bir kusur teorisini gerektirir. Böyle bir kusur teorisi altında dahi, “basiretli bir vekil” ölçütünün yeniden yorumlanması gerekir. Zira aynı koşullar altında hareket eden “basiretli bir insan” mı ele alınacaktır yoksa “*basiretli bir algoritma*” mı sorusu ve algoritmanın basiretinin neye göre belirleneceği problemleri gündeme gelecektir. Basiretli vekil ölçütünü algoritmalara uyarlamak düşünülebilir. Lâkin böyle bir çözüme varabilmek için algoritmalara ilişkin olarak asgari teknik standartların ve kum havuzları (sandboxes) gibi test ortamlarının mevcut olması

⁵⁷⁴ Kusurun sübjektif ve objektif boyutları için bkz. **EREN**, s. 1089-1090.

⁵⁷⁵ Şu da var ki kusur her ne kadar objektifleştirilmiş olursa olsun, “*borçlunun bilgi ve yeteneklerinin*”, özellikle farazi borçludan daha yüksek olması hâlinde dikkate alınması gerektiği belirtilmektedir. Bkz. **EREN**, s. 1090.

⁵⁷⁶ **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 255-256.

gerekir. Kaldı ki algoritmik kusur kavramının kabulü hâlinde dahi bu kusurun bir kişiye isnadı problemi gündeme gelecektir.

Öte yandan, öncelikle mevcut kusur teorileri çerçevesinde sorunun çözülüp çözülemeyeceğini ele almamız faydalı olur. Kusur kavramı, gözetim yükümlülüğünün kusurlu olarak ihlali veya farazi kusur gibi esasen birkaç farklı yönden ele alınabilir. Gerçekten de hukuk sistemimizde bir kişiye gözetim yükümlülüğü yüklenerek, söz konusu kişinin gözetimde gerekli özeni göstermediği gerekçesiyle sorumlu tutulmasına ilişkin hükümler mevcuttur⁵⁷⁷. Algoritmik yatırım bağlamında sözleşmesel sorumluluğa uygulanabilir birer hüküm olarak ise TBK m. 116/1 ve TBK m. 507/2 karşımıza çıkmaktadır. Aslında TBK m. 507/2, TBK 116/1'in bir görünümü, özel bir hâlidir. Söz konusu hükümler, sözleşmesel bir ilişki içinde, ifa yardımcısı veya alt vekilin borca aykırı davranışından, borçlunun sorumlu tutulmasını düzenlemektedir. Lâkin her iki hüküm, algoritmik yatırım bağlamında olsa olsa kıyasen uygulanabilir ki bu durumda dahi çeşitli dogmatik sorunlar ortaya çıkmaktadır. Bu itibarla aşağıda TBK 116'nın yapay zekâ sistemleri ve algoritmik yatırım bağlamında uygulanabilirliğini inceleyeceğiz.

b. İfa Yardımcısının Fiilinden Sorumluluk Hükümlerinin Uygulanabilirliği

TBK m. 116/1 hükmünün uygulanabilirliğine ilişkin tartışma, yatırım faaliyetleri bakımından daha belirgin bir öneme sahiptir. Algoritmik yatırım uygulamaları genellikle bir tüzel kişilik altında sunulmaktadır. Nitekim bu durum çoğunlukla mevzuatın gerekliliklerinden kaynaklanmaktadır. Söz konusu kişilik bir yatırım kuruluşu veya portföy yönetim şirketi olabileceği gibi ticaret şirketi şeklinde örgütlenmiş bir FinTek de olabilir⁵⁷⁸. Dolayısıyla geleneksel yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan sorumluluk bahsinde de sıklıkla TBK m. 116/1 hükmüne başvurulmaktadır. Zira tüzel kişiler ile yapılan sözleşmelerin ifası elbette, kural olarak gerçek kişiler tarafından gerçekleştirilmektedir. Söz konusu gerçek kişiler, tüzel kişinin organı sıfatıyla hareket etmediği sürece, TBK m. 116/1 bağlamında ifa

⁵⁷⁷ Adam çalıştırmanın sorumluluğuna ilişkin TBK m. 66/1, hayvan bulunduranın sorumluluğuna ilişkin TBK m. 67, anonim şirket yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin TTK m. 553/3 hükümleri örnek olarak verilebilecek düzenlemelerdir.

⁵⁷⁸ Öte yandan finansal bilgi, genel tavsiye sunulması ve III-37.1 Tebliğ m. 45/6 kapsamında yatırım fonlarına ilişkin tavsiye sunulması faaliyetleri, teorik olarak, tüzel kişiliği haiz olmayan bir işletme çatısı altında, hatta işletme çatısına da gerek bulunmaksızın doğrudan doğruya bir gerçek kişi tarafından sunulabilir.

yardımcısı konumundadırlar⁵⁷⁹. Örneğin, bir yatırım kuruluşu ile akdedilen yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, müşteriye yatırım tavsiye sunan kuruluş personeli gerçek kişi, yatırım kuruluşunun ifa yardımcısı niteliğindedir. Bu çerçevede, algoritmik yatırım sistemlerinin de tıpkı yatırım kuruluşlarının personeli gibi ifa yardımcısı olarak addedilip addedilemeyeceği ele alınabilir. Esasen söz konusu sistemler bir kişi olmadığına göre, TBK m. 116/1 hükmünün doğrudan uygulanması mümkün değildir. Dolayısıyla olsa olsa kıyasen uygulanması düşünülebilir.

Aslında yardımcı kişinin fiilinden sorumluluk müessesesi, ratio legis itibariyle otonom sistemlere uygulanmaya elverişlidir. Zira düzenleme konusu, borçlunun, kendi yarattığı risk alanına binaen, bir başkasının fiilinden sorumlu olmasıdır. Üstelik bir kusursuz sorumluluk türü olarak addedilmesi de algoritmik kusurun var olup olmayacağı gibi tartışmaları önleyebilir. Bu çerçevede bir an için algoritmik yatırım sistemlerini ifa yardımcısı konumunda değerlendirerek sonuçlarını inceleyelim. Yatırım faaliyetlerinde objektifleştirilmiş özen esasının benimsenmiş olması nedeniyle borca aykırılığın tespiti pek güç olmayacaktır. Sözleşmesel sorumluluk bakımından kusur karinesinin varlığı ve TBK m. 116/1 hükmünün bir kusursuz sorumluluk hâli düzenlediği dikkate alındığında, algoritmik kusur tartışmasının da önüne geçilecektir. Zarar ve illiyet bağı unsurları bakımından ise genel mülahazalar uygulama alanı bulacaktır. O hâlde çözümlenmesi gereken asıl sorun, algoritmik yatırım sözleşmesinin borçlusunun, sorumluluktan nasıl kurtulabileceğidir. Bu problemin çözümlenmesi için iki ön meselenin açıklığa kavuşturulması gerekir: Vekâlet sözleşmeleri bakımından özen yükümlülüğünün borca aykırılığa mı yoksa kusura mu ilişkin olduğu ve TBK m. 116/1 bağlamında borçlunun kurtuluş kanıtı getirip getiremeyeceği...

aa. Algoritmik Yatırım Faaliyetleri Çerçevesinde Özen Yükümlülüğünün Konumlandırılması

Bir an için ifa yardımcısının fiilinden sorumluluk hükümlerin ikinci bir nesil robo-danışman bakımından uygulama alanı bulduğu bir örnek düşünelim. Örneğin otonom robo-danışman, gerçekte oldukça düşük risk toleransına sahip bir yatırımcının portföyü için altıncı basamak risk grubuna sahip bir yatırım aracının alımını yapmış ve neticede yatırımcı anaparasının büyük bir kısmını kaybetmiş olsun. Bu çerçevede robo-danışmanlık algoritması

⁵⁷⁹ OĞUZMAN/ÖZ, Birinci Cilt, para. 1378.

yatırım kuruluşunun gerçek kişi çalışanları gibi ifa yardımcısı olarak görülürse, yatırım kuruluşu, robo-danışmanlık algoritmasının yol açtığı zarardan ötürü müşteriye karşı sorumlu tutulabilir. Acaba yatırım kuruluşu, özen yükümlülüğünü yerine getirdiğini, kusursuz olduğu bağlamında değil de borca aykırılığın bulunmadığı iddiası çerçevesinde öne sürerek sorumluluğu bertaraf edebilir mi? Cevap, özen yükümlülüğünün borca aykırılık unsuru altında mı yoksa kusur unsuru altında mı inceleneceğine bağlıdır. Bu noktada bireysel portföy yöneticisinin borcunun ne olduğu sorunu gündeme gelir. Acaba vekâlet niteliğini haiz bir bireysel portföy yöneticiliği sözleşmesi zemininde, yatırım kuruluşunun müşteriye karşı olan edim yükümlülüğünü, “müşterinin portföyünün yönetilmesi olarak” mı yoksa “müşterinin portföyünün özenle yönetilmesi” olarak mı değerlendirmek gerekir⁵⁸⁰?

Öğretide özen değerlendirmesini münhasıran borca aykırılık ya da kusur unsurlarına özgüleyen, bunların yanında her iki unsur bakımından da uygulama alanı tanıyan görüşlere işaret edilmektedir⁵⁸¹. Kanaatimizce de özen müessesesinin çift işlevi haiz olduğunun öne sürülmesi daha isabetlidir. Özen yükümlülüğünün salt borca aykırılık altında değerlendirilmesi hâlinde kusur unsurunun gerekliliğinin tartışmaya açılabilir olmasının yanında⁵⁸²; özen değerlendirmesini kusur unsuruna özgüleyen görüşlerin ise kötü ifayı tanımlamakta güçlük çektiği, netice itibarıyla subjektif hukuka aykırılıktan hareketle giderek sonuç sorumluluğuna yaklaştığı anlaşılmaktadır⁵⁸³. Bu kapsamda ilgi çekici örneklerden biri olarak, portföy yöneticisinin “*hisse senetlerinin değerinin hak sahibinin beklediği kadar artmaması sonucu, hak sahibinin uğradığı tüm zararlardan sorumlu*” olması gerektiği sonucuna varılmaktadır⁵⁸⁴.

Öğretide GÜMÜŞ, borca aykırılığın değerlendirilmesi bakımından “özen yükümlülüğü”nden, kusur incelemesi bakımından ise “gerekli özen”den bahsetmek gerektiğini öne sürmektedir⁵⁸⁵. Bu çerçevede TBK m. 506/2 hükmünde borca aykırılığa

⁵⁸⁰ Şu da var ki özen müessesesinin uygulama alanının genişliği, bu yükümlülüğün tanımlanmasını güçleştirmekte; sadece vekâlet sözleşmeleri kapsamında dahi ciddi görüş ayrılıklarına sebep olmaktadır. Bu çerçevede özen yükümlülüğünün asli nitelikli mi, tali nitelikli mi olduğu, hatta bir edim yükümlülüğü veya yan yükümlülük olup olmadığı da tartışmalıdır. Ayrıntılı bilgi için bkz. GÜMÜŞ, Vekilin Özen Borcu, s. 130 vd.; BAŞPINAR, s. 147 vd.

⁵⁸¹ GÜMÜŞ, Vekilin Özen Borcu, s. 79 vd; ayrıca bkz. BAŞPINAR, s. 141.

⁵⁸² GÜMÜŞ, Vekilin Özen Borcu, s. 83.

⁵⁸³ *a.g.e.*, s. 81.

⁵⁸⁴ *a.g.e.*

⁵⁸⁵ *a.g.e.*

ilişkin olarak özen yükümlülüğünden, m. 506/3 hükmünde ise kusur değerlendirmesi bakımından gerekli özenin ölçüsünden bahsedildiğini vurgulamaktadır. Bununla birlikte yazar, öğretide özen yükümlülüğünün, yani borca aykırılık kapsamındaki özenin her zaman için (objektifleştirilmiş) en yüksek özen ölçütüne göre, kusur bağlamında gerekli özenin ise standart özen kriterine göre ele alınması gerektiği belirtilmektedir⁵⁸⁶ ki bu noktada ilk incelenecek olan husus meslek kurallarıdır.

Netice itibariyle özen yükümlülüğünden hareketle borca aykırılık bulunmadığı savunması ile sorumluluktan kurtulmak kanaatimizce mümkün olabilir. Lâkin bunun için en yüksek özenin yerine getirildiğinin kanıtlanması gerekir.

bb. İfa Yardımcısının Fiilinden Kaynaklanan Sorumlulukta Kurtuluş Kanıtı Getirilip Getirilemeyeceği Sorunu

TBK m. 116/1 bağlamında borçlunun kurtuluş kanıtı öne sürüp süremeyeceği tartışmalı olup, öğretide başlıca üç görüş işaret edilmektedir. Birinci görüş çerçevesinde ifa yardımcısının gerçek anlamda kusuru bulunmalıdır. Bu görüşün temel dayanaklarından birini işbölümünün engellenmemesi gerekliliği oluşturmaktadır⁵⁸⁷. İkinci görüş çerçevesinde ise borçlu, ifa yardımcısının fiillerinden ötürü mutlak bir kusursuz sorumluluk altındadır. Buna göre ne ifa yardımcısının ne de borçlunun kusuru gerekir⁵⁸⁸. Zira borçlu, ifa yardımcısı kullanarak bir risk alanı yaratmıştır. Ayrıca adam çalıştırmanın sorumluluğu ile ifa yardımcısından kaynaklanan sorumluluk hükümleri arasında bir denge kurmak gereklidir.

Hukukumuzda hâkim olan üçüncü görüş bağlamında ise farazi kusur araştırması yapılması öngörülmektedir. Bu görüş çerçevesinde ifa yardımcısının gerçek kusuru aranmaz. Lâkin, borçlu, ifa yardımcısı kullanmak yerine borcu bizzat ifa etseydi, ancak kendisine kusur atfedilebilecek ise sorumlu olmalıdır⁵⁸⁹. Dolayısıyla borçlu, farazi olarak kusursuzluğunu ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilir. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus ifa yardımcısının niteliği ile borçlunun niteliklerinin farklı olabileceğidir. Borçlu, ifa yardımcısına nazaran daha yüksek bir özen göstermesi gereken nitelikleri haiz ise o hâlde

⁵⁸⁶ GÜMÜŞ, Vekilin Özen Borcu, s. 101-103;

⁵⁸⁷ Bkz. EREN, s. 1108.

⁵⁸⁸ Bkz. Safa REİSOĞLU, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 22. Bası, 2011, İstanbul, s. 359; EREN, *op. cit.*

⁵⁸⁹ EREN, s. 1109. Ahmet M. KILIÇOĞLU, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 2019, Ankara: Turhan Kitabevi, s. 825-826; Safa REİSOĞLU, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 22. Bası, 2011, İstanbul, s. 359.

farazi kusur araştırmasında bu niteliklerin dikkate alınması gerekir. Hatta ifa yardımcısı ayırt etme gücünden yoksun olsa dahi, borçluya farazi olarak kusur atfedilebilir ise sorumluluk ortadan kalkmaz.

Şu var ki ifa yardımcısının gerçek kusurunun, borçlunun farazi kusurunun yerini alıp almayacağı tartışmalıdır. Bazı yazarlar ifa yardımcısı kusurlu olsa dahi borçlunun farazi olarak kusursuzluğunu kanıtlayabileceğini öne sürerken⁵⁹⁰, bazıları ise ifa yardımcısı kusurlu ise borçlunun sorumluluktan kurtulamayacağını savunmaktadırlar⁵⁹¹. Kanaatimizce ilk görüş daha isabetlidir. Zira kurtuluş kanıtının asıl işlevi, ifa yardımcısının kusurlu olduğu hâllerde ortaya çıkmaktadır. Adam çalıştırmanın sorumluluğunda dahi gözetim kusuru dikkate alınırken, ifa yardımcısının sorumluluğu bakımından sırf risk alanında hareketle böyle bir sonuca varmak kanaatimizce isabetsiz olur⁵⁹². Bu itibarla algoritmik yatırım bakımından borçlunun kusursuzluğunu ispatlayarak sorumluluktan kurtulabileceğini düşünmekteyiz. Bu noktadaki ölçüt ise gerekli özen olup, TBK m. 506/3 hükmünde “*benzer alanda iş ve hizmetleri üstlenen basiretli bir vekilin göstermesi gereken davranış*” şeklinde ele alınmaktadır.

Öte yandan yatırım faaliyetlerinin kural olarak uzmanlık mesleği teşkil etmesi ve objektifleştirilmiş özen esasının benimsenmesi nedenleriyle, en yüksek özen ile gerekli özen

⁵⁹⁰ EREN, s. 1109.

⁵⁹¹ Bkz. OĞUZMAN/ÖZ, Birinci Cilt, para. 1401.

⁵⁹² Karş. OĞUZMAN/ÖZ, Birinci Cilt, para. 1397.

Ayrıca farazi kusura dayalı kurtuluş kanıtı ile illiyet bağının kesilmesini de dikkatle ayırt etmek gerekir. Aynı yönde KILIÇOĞLU, s. 826. Öğretide şu örneğe yer verilmektedir: A kişisine ait eşyaları taşıma borcu altındaki B kişisi, eşyaların taşınması için şoför Ş ile anlaşmıştır. Ş eşyaları taşıırken bir trafik kazası yapmış ve kazada A'nın eşyalarında hasar oluşmuştur. Kurtuluş kanıtının mümkün olduğunu savunan görüşe göre, kazada tüm kusur Ü'ye ait ise artık borçlu B sorumlu tutulmamalıdır. Bkz. OĞUZMAN/ÖZ, Birinci Cilt, para. 1396. Kanaatimizce bu örnek bakımından kurtuluş kanıtı imkânına başvurmaya gerek bulunmamaktadır. Zira mesele zarar görenin kusuru nedeniyle illiyet bağının kesilmesi marifetiyle çözülebilir ve borçlu B'nin sorumluluğu ortadan kaldırılabılır.

Bu çerçevede “*önüne geçilen illiyet*” kavramının karşısında ise “*farazi sebep*” kavramlarına da kısaca değinmek faydalı olur. Farazi sebep kavramı, kusurlu veya illiyet bağıyla ilgili olabilir. 818 sayılı BK m. 55/1 hükmünün ikinci cümlesi, farazi sebebi her iki yönden de ele alan bir örnek teşkil etmektedir: “*Şukadar ki böyle bir zararın vukubulmaması için hal ve maslahatın icabettiği bütün dikkat ve itinada bulunduğunu yahut dikkat ve itinada bulunmuş olsa bile zararın vukuuna mani olamayacağını ispat ederse mesul olmaz.*” Kanaatimizce adam çalıştırmanın gözem yükümlülüğünü yerine getirip getirmediği kusur, yerine getirmiş olsaydı dahi zarara engel olamayacağı meselesi ise illiyet bağı unsuru ile ilgilidir. Nitekim 6098 sayılı TBK m. 66'da adam çalıştırmanın gözetim yükümlülüğünü yerine getirerek sorumluluktan kurtulabileceği belirtilmiş, fakat illiyet bağına ilişkin kısma yer verilmemiştir. Madde gerekçesinde de bu kısmın illiyet bağına ilişkin olduğu için hükme alınmadığı açıkça belirtilmiştir. İlliyet bağı kusursuz sorumluluk hâlleri bakımından da uygulama alanı bulan genel bir unsur olduğu için maddede açıkça yazılıp yazılmaması sonucu değiştirmemektedir.

arasındaki çizgi yatırım faaliyetleri bakımından pek belirgin değildir. Üstelik yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği faaliyetlerinin doğası gereği bir zarar riski mevcuttur. Uygulamada özen yükümlülüğünün ihlal edilip edilmediğinin tespitinde özellikle meslek kurallarına ve III-37.1 Tebliği'nde öngörülen esaslara uyulup uyulmadığı ile denetlenmektedir. Bu itibarla özen yükümlülüğünün hangi unsur altında, hangi ölçüte göre inceleneceğine ilişkin değerlendirmelerin kural olarak teorik kaldığı ileri sürülebilir. Pratik açıdan fark yaratmaya elverişli hususlardan ilki sözleşme ile özen derecesinin ağırlaştırılması olabilir. Bunun yanında, özen yükümlülüğü her ne kadar torba bir kavram olarak kullanılsa dahi, borca aykırılık başka yükümlülüklerin ihlalden de kaynaklanabilir. Algoritmik yatırım örneğinde, yatırımcının talimatına (caiz olmayan biçimde) uygun hareket etmeme ve hatta anlaşılan hizmeti hiç ifa etmeme hâlleri bu duruma birer örnek oluşturabilir.

Son olarak, TBK m. 116/1 hükmünün de lege lata kıyasen uygulanıp uygulanmayacağını açıklamadan önce bu hükmün TBK m. 507/2 hükmü ile ilişkisine değinmekte yarar vardır.

cc. Tüzel Kişiler Bakımından TBK m. 507/2 Hükmünün Uygulama Alanı

TBK m. 507/2 hükmü, vekâletin caiz biçimde devredildiği alt vekilin borca aykırı davranışından ötürü, vekilin, müvekkile karşı sorumluluğunu düzenlemektedir. Bu çerçevede alt vekil de esasen vekilin ifa yardımcı konumunda görülebilir. Özen yükümlülüğünün yerine getirildiği iddiasıyla sorumluluktan kurtulmaya ilişkin ölçütler bu iki hüküm arasında farklılık göstermektedir. TBK m. 116/1 bağlamında ancak borca aykırılığın mevcut olmadığı ya da farazi kusursuzluk ispatlanarak sorumluluk bertaraf edilebilir. Halbuki TBK m. 507/2 uyarınca vekil, alt vekili “*seçmede ve talimat vermede gerekli özeni göstermekle*” sorumluluktan kurtulur. TBK m. 507/2 hükmü, esasen 116/1 hükmüne nazaran özel hüküm niteliğindedir ve vekilin sorumluluğu daha hafif bir biçimde ele alınmaktadır. Bunun altında yatan sebepler olarak, vekilin kişiliğinin önemi, müvekkilden bağımsızlığı, vekâleti icra etmeyen veya edemeyen vekilin çoğu zaman gözetimde dahi bulunmasının mümkün olmadığı hususları işaret edilmektedir⁵⁹³.

⁵⁹³ Bkz. **Haluk TANDOĞAN**, *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*, C. II, 5. Tıpkı Basım, 2010, İstanbul: Vedat, s. 466-467.

Bu noktada akla Şu soru gelmektedir: Acaba, tüzel kişilerle yapılan vekâlet sözleşmeleri çerçevesinde, tüzel kişinin sorumluluğu, TBK m. 507/2 hükmü çerçevesinde ele alınabilir mi? Algoritmik yatırım hizmetlerinin çoğunlukla tüzel kişiler tarafından sunulduğu dikkate alındığında, söz konusu sorunun önemi anlaşılacaktır. Gerçekten de tüzel kişiler, organları dışındaki çalıŐanlarının fiillerinden doğrudan doğruya değil de TBK m. 116/1 bağlamında sorumlu tutulmakta ve TBK m. 507/2 de bu nokta bir özel hüküm teşkil etmektedir. O hâlde vekil konumundaki tüzel kişilerin, çalıŐanlarının fiillerinden kaynaklanan sorumluluğuna TBK m. 507/2'nin uygulanması gerekmez mi? Bu çıkarım hatalı olur. Çünkü tüzel kişi, ne yerine başka bir vekil tevdi etmekte ne de alt vekili gözetim imknından yoksun bulunmaktadır. Tüzel kişilerin borçlarını ifa yardımcıları (veya organları) aracılığıyla ifa etmesi bir seım de değildir, zorunluluktur. TBK m. 507/2 hükmünün tüzel kişilerin çalıŐanlarına uygulanacağının kabul edilmesi hâlinde, vekâlet sözleşmeleri çerçevesinde tüzel kişinin sorumluluğunun gündeme getirilmesi oldukça güç bir hâl alacaktır. Bu itibarla kanaatimizce TBK m. 507/2 hükmü, tüzel kişinin borçlarını kendi çalışanları ile ifa etmesi noktasında uygulama alanını haiz değildir.

dd. Algoritmik Yatırım Sistemleri Çerçevesinde İfa Yardımcısının Fiilinden Sorumluluk Hükümlerinin Kıyasen Uygulanması

TBK m. 116/1 her ne kadar isnat problemini çözmeye elverişli olarak görünse de algoritmik sistemlere uygulanması bakımından ciddi dogmatik problemler mevcuttur. Öncelikle ifa yardımcısının bir kişi olması gerekliliđi⁵⁹⁴ hükmün doğrudan uygulanmasını engellemektedir. İkinci olarak, üçüncü kişinin fiilinden sorumluluk hâlleri istisnai niteliklidir⁵⁹⁵. Dolayısıyla istisnai bir sorumluluk türünün genişletilmesi elbette önemli eleştirilere maruz kalacaktır.

Öte yandan, daha önce de belirttiğimiz üzere “*istisnalar dar yorumlanır*” prensibinin kategorik ve mutlak biımde uygulanması doğru değildir. Dolayısıyla, kanaatimizce olsa olsa, her kural gibi istisnaların da ratio legisi mevcut olduğu gerekçesinden ve “*kendi dar amaçları içinde geniş yorumlanmaları*” prensibinden hareketle yardımcı kişilerin veya adam

⁵⁹⁴ OğUZMAN/Z, Birinci Cilt, para, para. 1371.

⁵⁹⁵ üstelik doktrinde kusursuz sorumluluk türü olarak ele alınmaktadır. Bkz. OğUZMAN/Z, Birinci Cilt, para. 1393-1394.

çalıştırmanın fiilinden sorumluluk hükümlerinin algoritmik yatırım bakımından tatbik edilmesi düşünülebilir.

Ne var ki sorunlar bu noktada tükenmemektedir. İfa yardımcısının fiilinden sorumluluk bağlamında, yardımcının kusurunun borçlunun sorumluluğuna sirayet edeceğine ilişkin görüşlere yukarıda değinmiştik. Her ne kadar bu görüşlere katılmasak dahi, söz konusu tartışmalar, algoritmik kusurun var olup olamayacağı ve nasıl tespit edileceği hususunu gündeme getirmektedir. Lâkin, daha önemli bir husus, algoritmik sistemler bakımından farazi kusur değerlendirmesinin nasıl yapılacağıdır. Gerçekten de bir tarafta yapay zekâ sistemi diğer tarafta ise insan bulunmaktadır. Acaba farazi kusur değerlendirmesinde, basiretli bir insan finans uzmanı mı “basiretli bir algoritmayı” mı dikkate almak gerekir? Karşılaştırma ölçütü farklı bir algoritma ise evvela buna ilişkin asgari teknik standartların belirlenmiş olması gerekir. Diğer taraftan, ölçüt insan ise, her ne kadar yapay zekâ sistemleri insan bilincinin karmaşıklığına ve gelişmişliğine ulaşmamış olsalar dahi, matematiksel olarak çok daha iyi analiz, tahmin ve öngöründe bulunabilirler. Bu durumda algoritmik yatırıma ilişkin farazi kusur araştırması bakımından çoğu hâlde, gerekli özen ölçüsü, olması gerekenden düşük bir seviyede değerlendirilecektir.

c. İlliyet Bağının İspatı Sorunu

İlliyet bağı problemi, algoritmik fiillerden kaynaklanan zararların tazmini konusundaki başka bir problemdir. Özellikle de algoritmik sistemde karakutu (blackbox) işleme sorunun varlığı halinde, algoritmik fiil ile zarar arasında illiyet bağının bulunup bulunmadığını ispatlamak güç bir hâl alabilmektedir⁵⁹⁶. Esasen bu problem algoritmik yatırım faaliyetleri bakımından pek ciddi bir sorun olarak görülmeyebilir. Zira illiyet bağı, birinci nesil robo-danışmanlar bakımından yatırımcının kararında etkili olan esaslara aykırı bir yatırım tavsiyesi ile zarar arasında, ikinci nesil robo-danışmanlar bakımından ise yine esaslara aykırı bir işlem (örneğin bir yatırım fonunun portföyünün %30'u ile, Türkiye’de kurulu tek bir borsa yatırım fonu katılma paylarına yatırım yapılması gibi⁵⁹⁷) ile zarar arasında illiyet bağının kurulması gerekmektedir⁵⁹⁸. Bu itibarla algoritmik sistemin çıktısı

⁵⁹⁶ Aynı yönde **KAPANCI**, s. 182.

⁵⁹⁷ Bkz. III-52.1 Tebliği m. 18/1.

⁵⁹⁸ Ayrıca bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 261-263.

ile zarar arasındaki illiyet bağının, geleneksel yöntemlerle kurulabileceği ve algoritmik yatırım bakımından ciddi bir problemin ortaya çıkmadığı düşünülebilir.

Lâkin durum böyle değildir. Öncelikle algoritmik alım satım bakımından sorunun çözümü bu kadar basit değildir. Zira robo-danışmanlığın aksine, algoritmik alım satım hizmetinden yararlanan müşteri, kendi algoritmik stratejisini de oluşturabilir. Bu itibarla zararın, algoritmik alım satım programının algoritmasından mı yoksa müşterinin oluşturduğu algoritmik stratejiden mi kaynaklandığını tespit etmek her zaman kolay olmayabilir. Üstelik bu ispatın müşteri tarafından gerçekleştirilmesi daha da zordur.

d. Sözleşmesel Sorumluluğun Kaldırılması ya da Daraltılması

Robo-danışmanlık platformlarda, sorumsuzluk kaydına ilişkin uyarı notlarına sıklıkla rastlanmaktadır. Bu çerçevede söz konusu kayıtların geçerli olup olmadığı önem arz etmektedir. Bilindiği üzere TBK m. 115/3 uyarınca, uzmanlık gerektiren yahut kanun veya yetkili makam izniyle sunulan hizmetler bakımından sorumsuzluk anlaşmaları kesin hükümsüzdür. Böyle durumlarda, borçlu, hafif kusurundan kaynaklanan sorumluluğunu dahi ortadan kaldıramaz. Bunun yanında, TBK m. 116/3 uyarınca, aynı kategorideki hizmetler için ifa yardımcısının fiilinden sorumsuzluğa ilişkin anlaşma da yine kesin hükümsüzdür.

Algoritmik yatırım konusu faaliyetlerin çoğunlukla SPK iznine tabi olduğu göz önüne alınırsa, TBK m. 115/3 hükmünün uygulama alanı açıkça görülecektir. Bununla birlikte genel tavsiye yahut III-37.1 Tebliği m. 45/6 bağlamında yatırım fonlarına ilişkin tavsiye sunulması hizmetleri SPK iznine tabi değildir. Acaba bu faaliyetler için TBK m. 115/3 uygulanmalı mıdır? Öğretide, bu soruya isabetli olarak olumlu yanıt verilmektedir⁵⁹⁹. Gerçekten de bu faaliyetler SPK iznine tabi olmamak ve herkes tarafından icra edilebilir olmakla birlikte, uygulamada çoğunlukla mesleki olarak sunulmakta, her hâlde ise uzmanlık gerektirmektedir. Nitekim, söz konusu faaliyetler sermaye piyasası kurumlarının tekelinde değildir, ancak III-37.1 Tebliği'nde öngörülen esaslara tabidir. Bu itibarla kanaatimizce de genel tavsiye veya Tebliğ m. 45/6 kapsamında yatırım tavsiyesi sunulmasına ilişkin birinci

⁵⁹⁹ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 258.

nesil robo-danışmanlık hizmet sağlayan FinTekler'in sorumsuzluk kayıt ve anlaşmaları geçerli değildir.

D. Sözleşmesel Sorumluluğun İsnadına İlişkin Görüş ve Önerilerimiz

1. De Lege Lata Çözüm Önerimiz: Yatırımcının Tüketici Olarak Korunmasına Dair Görüşlerin Yansımaları

De lege lata, hâkim irade ve kusur teorileri çerçevesinde bir çözüm girişimi, kanaatimizce, yatırımcının tüketici olarak korunmasına yönelik değerlendirmelerden yararlanılması suretiyle mümkün olabilir. Esasen sözleşmesel sorumluluğun isnadı noktasında etkili olabilecek değerlendirmelerden birini de zaten yatırım faaliyetlerinden yararlanan yatırımcıların tüketici sıfatıyla korunup korunamayacağı meselesi oluşturmaktadır. Bu itibarla, yatırım faaliyetleri ve tüketici hukuku arasındaki ilişkiye özetle değinmeyi faydalı bulmaktayız.

Öğretide, yatırımcılara sağlanan korumaların, başta yatırımcı tazmin sistemi olmak üzere eksik görülen çeşitli yönlerinden hareketle, tüketici hukukundaki koruma mekanizmalarının yatırımcılar bakımından da uygulanması gündeme getirilmektedir. Söz konusu eksiklikler arasında önemli bir husus olarak yerindelik testlerinin gereği gibi yapılmaması da yer almaktadır⁶⁰⁰. Nitekim bireysel yatırımcıların aracı kurumlardan ve yatırım danışmanlarından yararlanma eğilimi göstermesine karşın, rasyonel yatırım kararı alma noktasında eksik olduklarına dair araştırmalara değinilmektedir⁶⁰¹. Tartışmanın odak noktasını SerPKn ile TKHK arasındaki genel – özel norm ilişkisi hususları oluşturmaktadır. Esasen söz konusu tartışmanın iki yönü bulunmaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcının tüketici olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği ve TKHK hükümlerinin yatırımcılara dair özel hukuk uyuşmazlıklarında uygulama alanı bulup bulmayacağıdır. İkinci mesele ise daha çok kamu hukuku karakterli olan sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinin, özel hukuk uyuşmazlıkları kapsamında dikkate alınıp alınmayacağı, sermaye piyasası kurallarının özel hukuk bağlamında tatbik edilip edilmeyeceğidir. Bizim yararlanacağımız görüşler de aslında

⁶⁰⁰ **Hatice Ebru TÖREMİŞ**, *Sermaye Piyasası Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması*, 2022, Ankara: Seçkin, s. 116-117.

⁶⁰¹ **Işık ÖZER**, “Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunmayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 2018, C. 34, S. 1, s. 39.

ikinci meseleye ilişkindir. Öte yandan, konumuzla bağlantısını da dikkate alarak yatırımcıların tüketici sıfatına, dolayısıyla “finansal tüketici” kavramına da kısaca değinmeyi yararlı bulmaktayız.

a. Yatırımcının Tüketici Sıfatı ve TKHK Hükümlerinin Uygulanabilirliği

Türk öğretisinde yatırımcının tüketici sıfatıyla korunmasına ilişkin görüşler giderek ağırlık kazanmakta, hatta söz konusu görüşlerin etkisi mevzuata da yansımaktadır. Esasen bu eğilimler de 2008 finansal krizinin sonuçlarından biridir. Mevzuatımızdaki ilk ve en önemli atılımlardan birinin 2014/10 sayılı Başbakanlık Genelgesi⁶⁰² çerçevesinde “*Finansal Erişim, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Strateji Eylem Planları*” olduğuna işaret edilmektedir⁶⁰³. Bunun yanında algoritmik yatırım bağlamında özel bir önemi haiz olarak “*Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği*” (FHMS Yönetmeliği) 2015 yılında yürürlüğe girmiştir.

FHMS Yönetmeliği m. 4/1-a uyarınca, algoritmik yatırımın da çerçevesini oluşturan yatırım, bankacılık ve bireysel emeklilik hizmetleri finansal hizmet kavramının kapsamında kalmaktadır. Aynı maddenin “e” bendinde ise TKHK ile aynı biçimde tüketici tanımına yer verilmiştir. Esasen Yönetmelik pek kapsamlı olmayıp, temel olarak sağlayıcının bilgilendirme yükümlülükleri ile (finansal) tüketicinin cayma hakkı bakımından önemlidir. Bu bağlamda, özellikle birinci nesil robo-danışman müşterilerinin tüketici sıfatını haiz olabileceği göz önünde bulundurularak, robo-danışmanlık hizmeti sağlayıcılarının Yönetmelik’ten kaynaklanan ön bilgilendirme yükümlülüklerine dikkat etmeleri gerekmektedir. Öte yandan, yatırım faaliyetleri bağlamında bir müşterinin tüketici sıfatını haiz olup olmadığı, her bir faaliyet ve yatırımcı türü bakımından ayrı ayrı değerlendirilmektedir⁶⁰⁴. Aynı şekilde, tüketici hukukunun uygulama alanı bulmasının en önemli sonuçlarından biri olan ayıplı hizmete ilişkin TKHK m. 15 vd. hükümlerindeki yaptırımların da uygulanabilirliği sunulan hizmetin ve yatırımın niteliğine göre farklı değerlendirmelere konu olmaktadır⁶⁰⁵. Son olarak, yine özellikle robo-danışmanlık

⁶⁰² RG. 05.06.2014 29021.

⁶⁰³ TÖREMİŞ, s. 135.

⁶⁰⁴ Bkz. TÖREMİŞ, s. 184 vd.; ÖZER, s. 70-71.

⁶⁰⁵ Özellikle FMHS Yönetmeliği’nin uygulama alanı için bkz. TÖREMİŞ, s. 282 vd.

sözleşmeleri bakımından tüketici özelinde “haksız şartlar”, genel olarak ise “genel işlem şartları” denetimlerini gözden kaçırmamak gerekmektedir.

b. Sermaye Piyasası Mevzuatının Özel Hukuk Uyuşmazlıklarında Uygulanabilirliği

Esasen sermaye piyasası, hatta genel itibariyle finans mevzuatının özel hukuk alanındaki etkileri Avrupa Birliği hukuku ve ülkelerinde de gündemi meşgul etmektedir. Alman hukukunda bir görüşün, özen yükümlülüğü gibi hem idari hem de hukuki nitelikli yükümlülüklerin, özel hukuk sorumluluğu bağlamında doğrudan doğruya uygulama alanı bulabileceğini öne sürdüğü belirtilmektedir⁶⁰⁶. Buna karşın Federal Mahkeme'nin ise kamu hukuku karakterli yükümlülüklerin özel hukuk noktasındaki etkilerini dışladığı ifade edilmektedir⁶⁰⁷. Esasen Mahkeme'nin WpHG hükümlerini sözleşmesel yükümlülüklerin tespitinde dikkate aldığı, fakat bunları birer hukuki sorumluluk dayanağı olarak kabul etmediği işaret edilmektedir⁶⁰⁸. Bu itibarla Alman hukukundaki baskın görüşün, finans mevzuatındaki yatırımcıyı koruyucu yükümlülüklerin, sözleşmesel ilişkilere yansıma bir etkisinin (Ausstrahlungswirkung, radiation effect) bulunduğu, fakat bunların bağlayıcı ve nihai bir etkisinin bulunmadığı yönünde olduğu vurgulanmaktadır⁶⁰⁹. Başka bir ifadeyle, özellikle iki hukuk düzenin yeknesak biçimde gelişmesi bakımından, kavramların anlamlandırılması noktasında sermaye piyasası hükümleri nazara alınabilecekken⁶¹⁰, söz konusu hükümlerin bir hukuki sorumluluk zemini oluşturmadığı kabul edilmektedir.

Kanaatimizce, Türk hukuku bakımından da aynı sonuca varılması mümkündür. Gerçekten de sermaye piyasası düzenlemelerinin amacı ve sükeleri, özel olarak TKHK, genel olarak özel hukuk hükümleriyle kesişmekle birlikte, aynı değildir. SerPKn m. 1 uyarınca “yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması” da Kanun'un amaçları içinde yer almaktadır. Öte yandan, söz konusu hükümlerin hukuki sorumluluğu ele aldığını öne sürmek gerçekten güçtür. Zira sermaye piyasası mevzuatı kapsamında ne sözleşmesel sorumluluk hususlarını elen alan ne de sözleşme dışı sorumluluk bakımından özel koruma normu teşkil

⁶⁰⁶ LORDT, s. 142.

⁶⁰⁷ LODRT, s. 143.

⁶⁰⁸ TÖREMİŞ, s. 234-235.

⁶⁰⁹ LORDT, s. 144.

⁶¹⁰ Karş. TÖREMİŞ, s. 238.

eden açık bir hüküm bulunmaktadır. Esasen sermaye piyasası düzenlemeleri çerçevesinde yatırımcının korunması, idari tedbirler veya yatırımcı tazmin sistemi gibi daha çok düzenleyici idari otorite tasarrufu niteliğindeki işlemlerle sağlanmaktadır. Bu itibarla iki hukuk düzeni arasında aynı kavramların tercih edilmesi, hatta düzenleme alanlarının çakışması, ilgili hükümlerin geçişken olduğu anlamına gelmez. Kaldı ki bir an için sermaye piyasası mevzuatında yer alan özen, dürüstlük, sadakat gibi yükümlülüklerin birer hukuki sorumluluk kaynağı olduğu kabul edilirse, sözleşmesel sorumluluk bağlamında borca aykırılık unsurunun ölçsüz biçimde genişletilmesi gündeme gelir⁶¹¹.

Bunlara karşın, kanaatimizce de hem sermaye piyasası kurallarının hem de sözleşme ilişkilerine dair borçlar hukuku hükümlerinin katı bir ikili sistem yarattığını da reddetmek icap eder. Gerçekten de bir yatırım faaliyetinin ne şekilde sunulabileceği, hangi hallerde caiz olacağı, sermaye piyasası mevzuatına göre belirlenmektedir. Dolayısıyla borçlar hukukundaki karşılık terimlerin yorumlanmasında ve hukuki sorumluluğun kapsamının belirlenmesinde sermaye piyasası kurallarının mutlaka göz önünde bulundurulması ve yansıma etkilerinin kabulü gerekir. Bu itibarla sermaye piyasası ve özel hukuk arasında, bunların birbirinin alanlarına müdahale etmeden, uyumlu bir gelişim göstermeleri de sağlanabilir⁶¹².

c. Yansıma Etkilerin Güven Teorisi Çerçevesinde İsnat Probleminde Kullanılması

Yukarıda sermaye piyasası ve özel hukuk hükümleri arasındaki ilişkiyi özetle ortaya koymuş bulunmaktayız. Öte yandan, algoritmik bir sistemin çıktısı olan edime uygun fiilin ifa sayılıp sayılmayacağı, borca aykırı davranıştan ise işletenin sorumlu olup olmayacağı meselesi de lege lata çözümlenmiş değildir. Kanaatimizce bu problemin çözümü iki aşamalı olarak ele alınmalıdır. Birinci aşamada güven teorisi çerçevesinde ifaya yönelik algoritmik

⁶¹¹ Bu hususa ilişkin olarak ATAMER, normun koruma amacı çerçevesinde faydalı bir örneğe yer vermektedir. Örnek olayda taşıma sözleşmesi çerçevesinde otobüste bulunan bir yolcunun çantası çalınmaktadır. Şu var ki otobüs şoförü, otobüse, izin verileni aşan sayıda yolcu almıştır. Bu itibarla azami yolcu sayısı hükmünü ihlal etmiştir. Acaba yolcu, bu yükümlülüğün ihlalden hareketle, çantasının çalınması nedeniyle taşıma işletmesine karşı tazminat davası açabilir mi? Bu soruya olumsuz yanıt verildiği görülmektedir, zira azami yolcu sayısı kuralının amacı can güvenliğinin sağlanmasına yönelik olarak değerlendirilmektedir. Bkz. **Yeşim M. ATAMER**, *Haksız Fiilden Doğan Sorumluluğun Sınırlandırılması, Özellikle Uygun Nedensellik Bağı ve Normun Koruma Amacı Kuramları*, 1996, İstanbul: Beta (naklen: **Yıldız ABİK**, "Normun Koruma Amacı Teorisi", *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2010, C. 59, S. 3, s. 389.

⁶¹² Aynı yönde **LORDT**, s. 145.

çıkıntının isnadı, ikinci aşamada ise sermaye piyasası mevzuatının yansıma etkileri bağlamında kusurun isnadı ele alınmalıdır.

aa. Edime Uygun İfanın ve Borca Aykırılığın İsnadı Bakımından Güven Teorisinin Uygulanması

Öğretide, algoritmik fiillerin güven teorisi çerçevesinde bir kişiye isnat edilmesine tereddütle yaklaşılmaktadır. Bu tereddütün sebebi hukuki görünüşe güven prensibinin algoritmik fiillerin isnadiyeti bakımından uygun bir çözüm olarak görülmemesidir. Zira hukuki görünüşe güvenin korunması için algoritma tarafından gerçekleştirilen açıklamanın (fiilin) bir insandan kaynaklandığına ilişkin bir hukuki görünüşün varlığının gerektiği, halbuki günümüzde böyle bir görünüşün her zaman mevcut olmayacağı ileri sürülmektedir⁶¹³. Kanaatimizce bu görüş, özellikle müşterinin tamamen algoritmik bir yatırım sistemiyle muhatap olduğuna ilişkin uyarı notların varlığı hâline ilişkin olarak isabetli olmakla birlikte, her zaman geçerli değildir.

Güven teorisi daha yakından incelendiğinde yukarıdaki görüşün aksi yönde sonuca varılabilir. Söz konusu teori, özellikle sözleşmesel ilişkisi boyutuna varmayan fakat tamamen tesadüfi de olmayan biçimde temasta bulunan kişilerin, birbirlerinden makul bir özen ve koruma bekleyebilecekleri ve birbirlerine haklı olarak güvenebilecekleri hususlarda, bu kişilerin güvenlerinin hakkaniyet uygun biçimde korunmasına hizmet eden bir ilkedir⁶¹⁴. Nitekim sosyal temas hâlinde ortaya çıkabilecek tüm hukuki ilişkilerin kanunkoyucu tarafından kazuistik biçimde düzenlenmesi ne mümkün ne de uygundur. Kaldı ki söz konusu ilişkilere uygulanabilir hükümlerin varlığı durumunda dahi adaletsiz sonuçlar ortaya çıkabilir. Teori özellikle bu noktalarda boşluk doldurucu bir rol oynamaktadır⁶¹⁵.

⁶¹³ Hatta, KVKK m. 11/1-g bağlamında kişisel veri sahibinin, “verilerin münhasıran otomatik sistemler vasıtasıyla analiz edilmesi suretiyle kişinin kendisi aleyhine bir sonucun ortaya çıkması” hâlindeki itiraz hakkı da algoritmik fiilin insana yüklenebileceğine ilişkin haklı bir güvenden söz etmenin zorluğuna dair bir dayanak olarak gösterilmektedir. Bkz. ÇEKİN, s. 81-82.

⁶¹⁴ Bkz. Defne DENİZ, *Güven İlkesinin Türk Borçlar Kanunu'ndaki Temsil İlişkisine Yansımaları*, 2022, İstanbul: On İki Levha, s. 4-6.

⁶¹⁵ Öğretide güven teorisi, uygulama alanı bakımından pozitif ve negatif yönlere ayrılmaktadır. Bu çerçevede güven teorisinin pozitif uygulama alanına hukuki görünüşe güven teorisi örnek olarak gösterilmekteyken, negatif uygulama alanı olarak ise güven sorumluluğu işaret edilmektedir. Güven teorisinin pozitif yönü ile negatif yönü arasındaki temel fark olarak, ilkinde ifa davasının ikincisinde ise tazminat sorumluluğunun gündeme geleceği belirtilmektedir. Bu çerçevede güven sorumluluğunun uygulama alanı bulduğu bazı hâller olarak, yukarıda da işaret ettiğimiz culpa in contrahendo ve üçüncü kişiyi korucu etkili sözleşme edim yükümünden bağımsız borç ilişkileri işaret edilmektedir. Şu da var ki Söz konusu ilişkilerin güven teorisine

Gerçekten de güven teorisi, hukuki görünüşe güven ilkesinden ibaret değildir. Aksine, hukuki görünüşe güven, güven teorisinin en yaygın uygulama alanı bulan, yine de bu teorinin alt dalı niteliğinde bir ilkedir. Nitekim güven teorisi, irade beyanlarının yorumlanması, hukuki görünüşün korunması noktalarında ve haklı bir güvenin ihlali hâlinde dar anlamda sorumluluğun dayanağını teşkil etme şeklinde işlevleri haizdir. Bu itibarla modern güven teorisinin temellerinden biri, haklı güvenin korunmasıdır. Nitekim güven teorisinin zeminini kural olarak dürüstlük kuralı oluşturmaktadır. Güven teorisi çerçevesinde üretilen çözümler, zaman içinde değişen ihtiyaçlara göre şekillenmiş; bazı hâllerde, özellikle hukuki görünüşe güven ilkesi çerçevesinde, mevzuattaki çeşitli hükümlerde yerini almıştır. Güven teorisinin gelişimi göz önüne alındığında, günümüzdeki ihtiyaçların çözümü için teorinin geçmişteki görünüm biçimlerine sıkı sıkıya bağlı kalmak yerine, teoriyi uygun biçimde yorumlamak daha isabetli olur.

O hâlde, haklı güvenin korunması prensibi, algoritmik fiillerin isnadı bakımından nasıl bir çözüm oluşturabilir? Bu noktada söz ettiğimiz haklı güven, algoritmik fiilin muhatabının güvenidir. Muhatap, algoritmik yatırım hizmeti alan müşteri olabileceği gibi algoritmik emirlerin yönlendirildiği Borsa veya ihraççı gibi kişiler de olabilir. Öte yandan, algoritmik yatırım çerçevesinde güven olgusunu, yatırım kuruluşunda değil, doğrudan doğruya hukuk düzeninde aramak gerekir. Zira bu defa güven, gerçekten de hukuk düzeninin kendisi tarafından yaratılmaktadır. Yatırım faaliyetlerinin hangi vasıtalarla yürütülebileceği, hangi hâllerde caiz olarak sunulabileceği sermaye piyasası mevzuatı kapsamında belirlenmektedir. Bu itibarla belirli bir otonomi seviyesini haiz algoritmik yatırım sistemlerinin kullanımına sermaye piyasası hukuku bağlamında cevaz verilmekte, en azından bunlar yasaklanmamaktadır⁶¹⁶. Hatta III-37.1 Tebliği m. 37/3 ve m. 45/3 ile SEDDK'nın 2017/21 sayılı genelgesinde bu tarz sistemlere atıfta da bulunmaktadır. Bu itibarla bir algoritmik yatırım faaliyetinde bulunan tüm tarafların, yaptıkları işlemlerin hukukten geçerli sonuçlar doğuracağına ilişkin güvenleri elbette haklı kabul edilmelidir.

dayanıp dayanmadığı öğretilerde tartışmalıdır. Bu ilişkilerin güven teorisinden kaynaklandığı yönünde görüşleri için bkz. **Çiğdem KIRCA**, *Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk*, 2004, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, s. 219; **YILDIZ**, *Yatırım Tavsiyeleri*, s. 242. Aksi yönde görüşler için bkz. **DENİZ**, s. 17 vd.

⁶¹⁶ Bu hususta, algoritmik işlemde bulunabilmek için Borsa İstanbul'a verilen taahhünamedeki "öngörülebilirlik" şartı tereddüt yaratabilir. Öte yandan, daha önce de vurguladığımız üzere belirli parametreler içinde öngörülebilirlik otonomi kavramının karşısı değildir. Bu itibarla öngörülebilirlik geniş bir kavram olup, ne determinizm ile aynıdır ne de mevzuatta sınırları çizilmiştir.

Öte yandan, bir tasarrufun farklı hukuk düzenleri arasında farklı sonuçlar doğurması mümkündür. Lâkin sözleşmesel olarak sunulan algoritmik yatırım faaliyetleri bakımından sermaye piyasası hukuku ile borçlar hukuku arasında keskin bir çizgi çizmek ne de lege lata ne de lege ferenda uygundur. Örneğin bir emrin algoritmik olarak verilir verilemeyeceği sermaye piyasası mevzuatının, bu emrin neticesinde geçerli bir satım sözleşmesinin kurulup kurulmayacağı ise borçlar hukukunun konusu olup, bu hukuk düzenleri birlikte uygulanmak zorundadır. Dolayısıyla algoritmik yatırım faaliyetleri bakımından gerek edime uygun fiillerin ifa sayılması gerek borca aykırılığın isnadı, doğrudan doğruya hukuk düzenimizin taraflar üzerinde yarattığı haklı güvene dayalı olarak de lege lata temellendirilebilir⁶¹⁷.

bb. Kusurun İsnadı Bakımından Yansıma Etkilerin Uygulanması

Yukarıda bir algoritmik yatırım çerçevesinde, sistem çıktısının hem maddi fiiller hem de hukuki işlemler bakımından ifa sayılmasını veya borca aykırı davranış olarak isnat edilmesini incelemiş bulunmaktayız. Bununla birlikte, sözleşmesel sorumluluk bakımından, kusurun isnadı sorunu da ayrıca açıklığa kavuşturulmalıdır. Zira her ne kadar kusur karinesi mevcut olsa da sözleşmesel sorumluluk da bir kusur sorumluluğudur. Hatta ifa yardımcısının fiilinden sorumluluk hâlinde dahi farazi kusursuzluk önermesi ile sorumluluktan kurtulmak mümkün olabilmektedir.

Kanaatimizce sermaye piyasası hükümlerin özel hukuka yansıyan etkileri bu noktada tatbik edilebilir. Yapay zekâ sistemleri bakımından, TBK 116/1 hükmünün kıyasen uygulanması de lege lata pek uygun görülme dahi bu hükmün ratio legisinden yararlanılabilir. Zira algoritmik kusur kavramını uygun görmediğimizi yukarıda

⁶¹⁷ Nitekim benzer bir değerlendirme bankaların güven kurumu olmasından kaynaklanan sorumluluğu bakımından da yapılmaktadır. "...bankalar, özel yasa ile kurulan ve kendilerine alanlarında çeşitli imtiyazlar tanınan, topladıkları mevduatı ve katılım fonlarını sahteciliklere karşı özenle korumak zorunda olan kuruluşlardır. Bankalar sahip oldukları bu vasıfları sebebiyle bankacılık işlemlerinin güvenilen tarafı konumunda olup bu durum, bankaların bir güven kurumu olarak kabul edilmesini ve bankanın sorumluluğunun özel güven sebebiyle ağırlaştırılmasını gerektirir. Bankalar, ağırlaştırılmış sorumluluğun bir gereği olarak objektif özen yükümlülüğü altında bulunmakta olup, buna karşılık hafif kusurlarından dahi sorumludurlar. Bankacılık Kanunu'nun 76. maddesi bankaların, müşterilerinin, verilen hizmetlerden kaynaklanan her türlü sorularına cevap verecek bir sistem kurmakla ve bu hizmetle ilgili bilgiyi müşterilerine bildirmekle yükümlü oldukları hükmünü, 5464 Sayılı Banka Kartları ve Kredi Kartları Kanununun 8. maddesi Kart Çıkaran Kuruluşların kart çıkarma ve buna ilişkin yükümlülüklerini düzenlenmiştir. Aynı Yasa'nın 33. maddesinde kart çıkaran kuruluşların ilgili düzenlemeler ile getirilen yükümlülüklerin yerine getirilmesinde gerekli basiret ve özeni göstermekle yükümlü oldukları öngörülmüştür." Yargıtay 11 HD. E. 2020/5738 K. 2020/4350 T. 22.10.2020. Bu konuda monografik bir inceleme için bkz. **Ahmet BATTAL**, *Güven Kurumu Niteliğindeki Kuruluşların Hukuki Sorumluluğu*, 2021, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

açıklamıştık⁶¹⁸. Bu itibarla borçlunun, kusursuzluğunu nasıl ispat edeceğinin somutlaştırılması gerekir. Algoritmik sistem çıktılarının borçlunun iradesine doğrudan doğruya bağlanamadığı durumlarda, kanaatimizce, TBK 116/1 hükmünde olduğu gibi borçluya farazi olarak kusursuzluğunu kanıtlama imkânı tanınmalıdır. Öte yandan, borca aykırı davranışın bir algoritma tarafından gerçekleştirildiği, kusursuzluğun ise bir insan davranışı üzerinden değerlendirileceği nazara alındığında, bu imkân tek başına yetersiz kalmaktadır. Zira algoritmik sistemler ile insan bilincinin farklılıkları, her zaman uygun bir karşılaştırma yapılmasını engellemektedir. O hâlde farazi kusursuzluk değerlendirmesinin yanında bir ölçüt daha gereklidir.

İşte bu ölçütün tespitinde sermaye piyasası mevzuatının yansıma etkileri faydalı olur. Kusursuzluğun tespitinde kullanılacak olan “gerekli özen” ölçütünün somutlaştırılmasında, sermaye piyasası düzenlemelerinden yararlanılabilir. Yukarıda⁶¹⁹ işaret ettiğimiz organizasyonel yükümlülüklerin yanı sıra, özellikle VII-128.9 Tebliği kapsamında bilgi sistemlerine yönelik (idari) gözetim yükümlülükleri, özel hukuk sorumluluğu bağlamında gerekli özenin yerine getirilip getirilmediği tespit etmeye elverişlidir. Bu itibarla farazi kusursuzluk değerlendirmesinin, borçlunun ilgili algoritmik sistemin işlevini yerine getirmesini için gerekli denetim ve gözetimi yerine getirip getirmediği araştırması ile birlikte yapılması uygun olur. Örneğin borçlu yatırım kuruluşu, hem borcu bizzat (insan finans uzmanları aracılığıyla) ifa etseydi kusursuz sayılacağını hem de algoritmik sistemin bakımlarını yerine getirdiğini kanıtlar ise kusursuz sayılmalı ve sorumluluktan kurtulmalıdır.

Tüm çıkarımlarımıza rağmen, de lege lata, hâlâ çözüm bekleyen bir sorun da somut olaya göre illiyet bağının ispatındaki zorluklar olabilir. Bu noktada ise geleneksel yatırım faaliyetleri bakımından illiyet bağı ispatının kolaylaştırıldığı durumlar dikkate alınabilir. Örneğin TÖREMİŞ, Alman Federal Mahkemesi’nin, yatırım danışmanının bilgilendirme yükümlülüğünü yerine getirmemesine binaen, illiyet bağına ilişkin ispat yükünü tersine çevirdiği bir kararına değinmektedir⁶²⁰.

⁶¹⁸ Bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, §2.II.C.2.a., Algoritmik Kusur Kavramı ve Kusurun İsnadı Sorunu.

⁶¹⁹ Bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, §1.II.A., Algoritmik Yatırıma İlişkin Başlıca Organizasyonel Yükümlülükler.

⁶²⁰ Bkz. TÖREMİŞ, s. 236. Yargıtay’ın internet bankacılığına ilişkin uyuşmazlıklarda uyguladığı kriterler hakkında bkz. Uğur KARA, *İnternet Bankacılığında Bankaların Özen Yükümlülüğü*, 2021, İstanbul: Seçkin, s. 137-138.

d. De Lege Ferenda Düzenleme Önerimiz

Görüldüğü üzere pozitif hukukumuzdan hareketle gerek ifanın gerek sorumluluğun isnadı ciddi problemlere yol açmaktadır. Kanaatimizce, yapay zekâ ile insan karşılaştırması dolayısıyla farazi kusur değerlendirme noktasında oluşan sorunlar, de lege lata olarak da temellendirmeye çalıştığımız, ikili bir farazi değerlendirme ile dengelenebilir.

Her şeyden önce, otonom sistemlerin beyanlarının sistem kullanıcısı kişilere yükletilmesi hususundaki tereddütlerin kaldırılması amacıyla, kişilerin otonom beyanlar ile yükümlülük ve sorumluluk altına girebileceği kanun ile düzenlenmelidir. Akabinde ise yapay zekâ sistemlerine ilişkin olarak, sektörel bazda ve mümkün olduğu ölçüde, teknik standartlar hazırlanmalı ve test ortamları yaygınlaştırılmalıdır.

İkinci olarak algoritmik yatırım platformları da dahil olmak üzere yapay zekâ sistemleri ile ifa edilen sözleşmesel borçlar bağlamında, borçluya, adam çalıştırmanın sorumluluğunda olduğu gibi bir gözetim yükümlülüğü izafe edilmeli ve sorumluluktan kurtulması için şu iki kümülatif şartı ispat etmesine yönelik bir düzenlemeye yer verilmelidir:

1. Yapay zekâ sisteminin işlevini gereği gibi yerine getirmesi için gerekli tüm tedbirlerin alındığı,
2. Borcu bizzat ifa etseydi kendisine farazi bir kusur atfedilemeyeceği....

Böyle bir düzenleme tarzı kanaatimizce yararlı olacaktır. Birincisi, borçlu, TBK m. 116/1 hükmünde olduğu gibi, farazi olarak kusursuzluğunu kanıtlayarak sorumluluktan kurtulma imkânına sahip olabilir. Burada yine insani kusurdan söz etmekteyiz, yoksa algoritmik kusur araştırmasından değil. Ne var ki sırf bu imkân ile borçlunun sorumluluktan kurtulması, yapay zekânın insana nazaran daha üstün performans gösterdiği hususlar bakımından, özen ölçüsünü düşürme riski doğurmaktadır. Gerek “basiretli yapay zekâ”nın tanımlanma zorluğu gerek kusur sorumluluğu mümkün olmasına rağmen borçluyu mutlak kusursuz sorumluluk altına sokmanın adaletsizliği dolayısıyla; borçlu, farazi kusur araştırmasına ek olarak ve daha fazla kritere ihtiyaç duyulmaksızın, gözetim yükümlülüğünü de yerine getirdiğini ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilmelidir.

Bu çerçevede, Avrupa Birliği Sorumluluk Yönergesi Taslağı’nda öngörülen illiyet bağı karinesinin, esasen sözleşme dışı sorumluluğa ilişkin olmasına rağmen, sözleşmesel

sorumluluk bakımından da uygulanması düşünülebilir. Yönerge Taslağı'nın 4'üncü maddesine göre aşağıdaki üç şartın kümülatif olarak gerçekleşmesi halinde, *borçlunun özen yükümlülüğünü ihlal etmesi ile yapay zekânın çıktısı arasında* illiyet bağının varlığına dair bir adi karinenin varlığı benimsenmiştir. Buna göre:

1. “Davacının, davalının özen yükümlülüğünü yerine getirmediğini ispatlaması veya bunun mahkemece (Yönerge Taslağı m. 3/5'e göre) varsayıldığı,
2. Somut olayın şartları altında, davalının kusurunun, yapay zekâ sisteminin çıktısına veya çıktı üretmesi gereken hâllerde bunun gerçekleşmemesine etki ettiğinin, *makul derecede muhtemel* olması,
3. Davacı tarafından, algoritmik sistemin çıktısının veya çıktı üretmesi gereken hâllerde üretmemesinin zarara sebep olduğunun ispat edilmesi”

durumunda, illiyet bağının varlığı karine olarak kabul edilecektir. Önemle vurgulamak isteriz ki burada anılan illiyet bağı, algoritmik fiil ile zarar arasındaki bağ değildir. Yönerge Taslağı'nın 4'üncü maddesi, esasen kusur isnadına ilişkindir. Nitekim Yönerge Taslağı m. 2/9'da, “özen yükümlülüğü”, “*ulusal veya Birlik hukukunda tanınan yaşam, vücut bütünlüğü, mülkiyet⁶²¹ ve temel hakların korunması da dahil olmak üzere hukuki menfaatlere zarar gelmesini önlemek amacıyla, ulusal hukuka veya Birlik hukukuna göre belirlenen davranış ölçüsü*” olarak tanımlanmakta; 4'üncü maddenin gerekçesinde, davacının, davalının kusurunu ispatlamakta mükellef olduğu açıklanmaktadır. Gerekçede verilen örneklerden biri Yapay Zekâ Tüzüğü'nde öngörülen yükümlüklerin ihlalidir. Bu kapsamda, yapay zekâ işletenlerin gözetim yükümlülükleri önem arz etmektedir.

Türk hukukuna uyarlayacak olursak, örneğin, bir yatırım kuruluşunun VII-128.9 Tebliği m. 25/1-f kapsamında bilgi sistemini test etme yükümlülüğünü yerine getirmediği ispatlanması, robo-danışmanın tavsiyesinden ötürü hukuki sorumluluğa gitmek için tek başına yeterli olmayacaktır. Bunun yanında, test etme yükümlülüğünün ihlal edilmesinin, algoritmik yatırım sisteminin hatalı tavsiyede bulunmasında etkili olduğunun veya etkide bulunmasının “makul derecede muhtemel” olduğunun da ispatı gerekecektir.

Öte yandan, aynı maddenin 5'inci fıkrası uyarınca, söz konusu karine, ancak illiyet bağının ispatlanmasının *oldukça zor (excessively difficult)* olduğu hâllerde uygulanabilir.

⁶²¹ Yönerge Taslağı'nda “property” ibaresi kullanılmış olmakla birlikte,

Bu değerlendirmeyi hâkim yapacaktır. Son olarak, söz konusu karine adi olup, davalı tarafından aksi, yani illiyet bağının yokluğu ispatlanabilir. Esasen burada yapay zekâ çıktısı ile zarar arasındaki illiyet bağı değil, borçlunun gözetimi ile yapay zekâ sisteminin çıktısı arasında bir illiyet karinesi düzenlemekte, yine isnat noktasında, davacı için bir ispat kolaylığı yaratılmaktadır.

Bu düzenleme sözleşmesel sorumluluk bakımından uygulanacak olursa, ilk kriterin çıkarılması gerekir. Böylece yukarıda önerdiğimiz kusur karinesi ve kusursuzluk ispatı modeliyle de uyumlu bir sonuç elde edilmiş olur. Ayrıca algoritmik yatırım sistemlerinin kural olarak yüksek riskli yapay zekâ sistemi kategorisine girmediği nazara alındığında, bu karine ancak illiyet bağının kanıtlanmasının oldukça zor olduğu hâllerde mümkün olacaktır. Öte yandan hukukumuzda de lege lata böyle bir düzenlemenin bulunmaması bir eksikliktir.

Şu var ki, kanaatimizce Yönerge Taslağı'nda, yer alan "reasonably likely" ve "excessively difficult" gibi ölçütler muğlak olup, bunların çözümü içtihat ve öğretiyeye somut olayların konu olmasını beklemektedir. Ayrıca yüksek riskli olmayan sistemler için öngörülen, illiyet bağının ispatının oldukça zor olması şartı da kanaatimizce problemlidir.

III. ALGORİTMİK YATIRIM ÇERÇEVESİNDE SÖZLEŞME DIŞI SORUMLULUĞUN İSNADI

Daha önce de vurguladığımız üzere ikinci nesil robo-danışmanlık ve algoritmik alım satım uygulamaları, ancak sözleşmesel ilişkiler kapsamında sunulabilir. Öte yandan, yatırım danışmanlığı faaliyeti de dahil olmak üzere birinci nesil robo-danışmanlık hizmetleri bakımından böyle bir durum söz konusu değildir. Dolayısıyla sözleşme dışı sorumluluk hükümleri, günümüz uygulamasında en yaygın tür olarak bulunan birinci nesil robo-danışmanlar bakımından, robo-danışmanlık hizmetini sunan kuruluş ile müşteri arasındaki danışmanlık sözleşmeleri açısından önem arz etmektedir.

Algoritmik yatırım uygulamalarının çoğunlukla saf malvarlığı zararına yol açacağı göz önüne alınırsa, sözleşme dışı sorumluluk bakımından temel ve öncül bir problemin varlığı görülür. Bu problem, tavsiye sunulmasına ilişkin yatırım faaliyetleri bağlamında sözleşme dışı sorumluluğa hangi hükümlerin uygulanabilir olduğunun tespiti olup; bu

problem hukukumuzda “*bilgi vermeden kaynaklanan sorumluluk*” olarak da ele alınmaktadır.

Öğretide tavsiye sunulmasına ilişkin sözleşme dışı hukuki sorumluluk kapsamında, başlıca haksız fiil ve adam çalıştırmanın sorumluluğu ile dürüstlük kuralından doğan culpa in contrahendo, üçüncü kişiyi koruyucu etkili sözleşme ve güven sorumluluğuna işaret edilmektedir⁶²². Söz konusu hükümlerin, geleneksel anlamda tavsiye sunulmasına ilişkin faaliyetlere uygulanabilirliği başlı başına bir değerlendirme konusuyken, tavsiyelerin algoritmik sistemler vasıtasıyla sunulması bu değerlendirmenin derinleştirilmesini gerektirmektedir. Bu çerçevede ev başkanının sorumluluğu⁶²³, hayvan bulduranın hukuki sorumluluğu gibi müesseseler de göz önünde bulundurulabilir niteliktedir. Aşağıda haksız fiil hükümlerinden başlayarak açıklamalarımıza yer vereceğiz.

A. Haksız Fiili Hükümlerinin Uygulanabilirliği

1. Saf Ekonomik Zararların Tazmini Sorunu

TBK m. 49/1 hükmü çerçevesinde haksız fiil hükümlerinin uygulanabilmesi için hukuka aykırı bir fiil, zarar, fiil ile zarar arasında illiyet bağı ve zarar vereninin kusurunun bulunması gereklidir.

Tavsiye sunulmasına yönelik hizmetler bakımından, sözleşmesel sorumluluktaki borca aykırılık kavramı ile haksız fiil bağlamındaki hukuka aykırılık kavramları birbirlerine yakın unsurlardır. Zira finansal bilgi, genel tavsiye veya yatırım tavsiyesi sunulması ilişkin danışmanlık anlaşmalarında yer alan danışmanın yükümlülükleri, esasen III-37.1 Tebliği’nde zaten kanuni yükümlülükler olarak düzenlenmiş durumdadır⁶²⁴.

⁶²² Ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm, §2.III.C., Dürüstlük Kuralı Zeminine Dayalı Sorumluluk Teorilerinin Uygulanabilirliği ve orada anılan yazarlar. Ayrıca adam çalıştırmanın sorumluluğu hükümlerinin uygulanması için bkz. Bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 269.

⁶²³ Bkz. **LORDT**, s. 152-153.

⁶²⁴ Hukuka aykırılık hususunda başlıca “*objektif hukuka aykırılık*” ve “*sübjektif hukuka aykırılık*” teorileri bulunmakta olup; hukukumuzda objektif hukuka aykırılık teorisinin genel kabul gördüğü öne sürülebilir (aynı yönde **TANDOĞAN**, Mesuliyet, s. 18; **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 231; **M. Kemal OĞUZMAN / Turgut ÖZ**, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, C. 2, 13. Bası, 2017, İstanbul, Vedat, para. 46.

İki teori arasındaki temel fark, sorumluluğun merkezinde sebebin mi yoksa sonucun mu bulunacağı noktasındadır. Nitekim sübjektif teori, hukuka aykırılığı, “*zarar verenin zarar verici davranışa yetkili ve izini olmaması*” olarak ele almaktadır (bkz. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 231 dn. 880). Bu çerçevede zarar verici her fiil esasen hukuka aykırıdır, meğerki bir hukuka uygunluk sebebi bulunsun. Oysa objektif teori kapsamında

Objektif teori çerçevesinde dar anlamda hukuka aykırılık, temel koruma normlarının ihlali olarak görülmektedir. Bu çerçevede temel koruma normları, mutlak hakları, üçüncü kişilerin müdahalelerine karşı korumayı amaçlayan davranış kuralları olarak ele alınmaktadır ki mutlak bir hakkın sahibi, herkesten bu hakkının ihlal edilmemesini talep etme yetkisini haizdir⁶²⁵. Öte yandan, mutlak hak niteliğinde olmayan menfaatleri ihlal eden fiillerin hukuka aykırı olarak görülmesi için özel olarak zarar gören menfaati korumayı amaçlayan bir normun varlığı gerekmektedir. Söz konusu normlar özel koruma normları olarak adlandırılmaktadır. Bu çerçevede, temel koruma normları çerçevesinde korunmayan bir menfaate zarar veren fiil, söz konusu menfaate ilişkin bir özel koruma normunu ihlal etmediği sürece, hukuka aykırı görülmemektedir. Bu nedenle, objektif teori kapsamında, mutlak hakların ihlali bakımından sonuç sorumluluğunun, diğer hakların ihlali bakımından ise sebep (veya davranış) sorumluluğunun dikkate alındığı öne sürülmektedir⁶²⁶.

İşte bu nedenle saf malvarlığı zararlarının, TBK m. 49/1 bağlamında hukuka aykırı sayılıp sayılmayacağı ciddi sorunlar yaratmaktadır. Esasen davranış sorumluluğunun (norma aykırı davranış veya hukuka aykırı davranış teorisinin), temel amacı, hukuka aykırılık bakımından sonuçtan değil de davranıştan hareket ederek, davranış özgürlüğünün alanını geniş tutmaktır⁶²⁷. Sözleşme dışı sunulan birinci nesil robo-danışmanlık hizmetleri kapsamında, müşterinin uğrayabileceği zararın kural olarak saf malvarlığı zararı niteliğinde olduğu göz önüne alınırsa, evvela saf malvarlığı zararının TBK m. 49/1 hükmü çerçevesinde tazminin mümkün olup olmadığının tartışılması gerekir.

Bu tartışmanın odak noktasında, uygun olmayan tavsiye sunularak müşteri nezdinde bir malvarlığı zararına yol açılması hâlinde; tavsiyenin uygunsuz olmasının hukuka aykırılık

hukuka aykırılık, en genel hâliyle “zarar gören değeri korumak için hukuk düzeninin yasakladığı bir davranışta bulunmak” şeklinde tanımlanmaktadır (**Oğuzman/Öz**, *op. cit.*. Buna karşın **TANDOĞAN** tarafından verilen “şahısların mameleki ve şahsî varlıklarını doğrudan doğruya koruyan âmir bir hareket tarzı kaidesinin ihlali” şeklindeki tanım da ilgi çekicidir. Bkz. **TANDOĞAN**, *Mesuliyet, op. cit.*). Bu tanıma göre sorumluluktan söz edilebilmesi için öncelikle zarar verici fiili yasaklayan, emredici bir davranış normunun varlığı gereklidir.

⁶²⁵ Bkz. **EREN**, s. 617. Esasen temel koruma normlarının kapsamı konusunda tam anlamıyla fikir birliği bulunmamaktadır, fakat özellikle mutlak hakların her daim bu kapsamda değerlendirildiği görülmektedir. Bkz. **O. Gökhan ANTALYA**, *Borçlar Genel Hükümler*, C. V/1,2, Ankara: Seçkin, para. 277. Mutlak hakları ihlal eden bir fiilin hukuka aykırı sayılması için, ihlal sonucunda sorumluluğun doğacağına bir koruma normu ile açıkça düzenlenmiş olmasının gerekmediği; zarar verici fiilin sırf mutlak bir hakkı ihlal etmesi sonucunda hukuka aykırı olarak addedildiği belirtilmektedir. **YILDIZ**, *Yatırım Tavsiyeleri*, s. 231.

⁶²⁶ Bkz. **KIRCA**, s. 17; **EREN**, s. 620-621.

⁶²⁷ **KIRCA**, s. 19.

teşkil edip etmeyeceği hususu bulunmaktadır. “Uygun olmayan” tavsiye sunmanın hukuka aykırı sayılması için müşteriye uygun tavsiye sunulması yönünde bir davranış kuralının bulunması gerekir. Esasen böyle bir davranış kuralı da III-37.1 Tebliği kapsamında mevcuttur. Lâkin, asıl soru, söz konusu davranış kuralının bir özel koruma normu teşkil edip etmediğidir.

Aslında özel koruma normları özel hukuk kuralları ile sınırlı değildir. Bu çerçevede III-37.1 Tebliği kapsamındaki kuralların kategorik olarak özel koruma normu teşkil etmeyeceği söylenemez. Lâkin III-37.1 Tebliği kapsamında genel tavsiyelere ve yatırım tavsiyelerine ilişkin esaslar, öğretide, özel koruma normu olarak değerlendirilmemektedir⁶²⁸. Bu görüşün gerekçelendirilmesi bakımından, söz konusu esaslara aykırılık hâlinde (hukuki) sorumluluğun doğacağı özel olarak belirtilmemiş olması ve müşterinin idari veya cezai sorumluluk altında korunmasının amaçlanmış olması hususları işaret edilmektedir⁶²⁹. Bu sonuç, Tebliğ’deki esasların hukuki sorumluluk bahsinden tamamen dışlanmasını gerektirmez. Zira, özen yükümlülüğünün kapsamının belirlenmesinde söz konusu esaslara başvurulabilir. Fakat, objektif teorinin öğretideki yorumu çerçevesinde, bu esaslara aykırılık tek başına tazminat sorumluluğuna yol açmamakta; ancak sözleşmesel TBK m. 49/2 hükmü ya da güven teorisi gibi bir sorumluluk kaynağının varlığı hâlinde uygulama alanı bulabilmektedir⁶³⁰.

İşte bu sebeple tavsiyelerin algoritmik olarak sunulmasından kaynaklanan sorunlar bir yana, TBK m. 49/1 hükmünün geleneksel anlamda tavsiye sunulmasından kaynaklanan zararların tazmini bakımından dahi uygulanabilirliği reddedilmektedir. Şu var ki TBK m. 49/1 hükmünde saf malvarlığı zararlarının tazminini açıkça yasaklayan bir ibare yer almamaktadır. Dolayısıyla hukuka aykırılık ve zarar unsurlarına yüklenecek olan anlamlar çerçevesinde, TBK m. 49/1 bağlamında da saf malvarlığı zararlarının tazmini mümkün olabilir. Lâkin günümüz öğretisindeki hâkim görüş ve uygulama kapsamında bu çözüm yolu pek mümkün görünmemektedir.

Bu noktada TBK m. 49/2 hükmünden hareketle saf malvarlığı zararlarının tazmini düşünülebilir. Şu var ki maddenin ikinci fıkrası kapsamında, zararın ya kast sonucunda ya

⁶²⁸ *a.g.e.*

⁶²⁹ YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 239.

⁶³⁰ *a.g.e.*

da ahlâka aykırılıktan kaynaklanması gerekir. Öğretide, TBK m. 49/2 bağlamında zarar türleri arasında bir ayrımının yapılmadığı⁶³¹, fıkra kapsamında ayrıca özel koruma normu ihlali aranmadığı⁶³² belirtilmektedir. TBK m. 49/2 çıkar çatışmalarının açıkça belli olduğu hâllerde, bunların önlenmemesi veya yatırımcının kasten bilgilendirilmemesi gibi durumlarda oluşan zararlardan ötürü uygulama alanı bulabilir⁶³³. Ne var ki zarar verme kastı yahut ahlâka aykırılık koşulları, yine de hükmün alanını oldukça daraltmakta⁶³⁴ ve etkin bir koruma sağlamaktan uzaklaştırmaktadır.

2. Sözleşmesel Sorumluluk ile Ortak Problemler: Algoritmik Fiillerin ve Kusurun İsnadı ile İliyet Bağının İspatlanması Sorunları

Bir an için TBK m. 49/1 kapsamında saf malvarlığı zararlarının tazmin edilebileceği kabul edilse veya TBK m. 49/2 uygulama alanı bulsa dahi, sözleşmesel sorumluluk bahsinde değindiğimiz isnat problemleri⁶³⁵, bu noktada da ortaya çıkmaktadır.

Özellikle kusurun isnadı problemi haksız fiil hükümleri kapsamında daha da belirgin hâle gelmektedir. Zira kusura ilişkin ispat yükü zarar gören üzerindedir. Bu çerçevede bilhassa algoritmik kusurun ne olabileceği, algoritmik kusurun kullanıcıya isnat ettirilip ettirilemeyeceği, işletenin gözetim yükümlülüğünün bulunup bulunmadığı hususlarına ilişkin mülhazalar haksız fiil hükümleri bakımından da geçerlidir. Kanaatimizce pozitif hukukumuz bakımından haksız fiil hükümlerinin uygulanabilmesi için ancak algoritmik kusurdan hareket edilmesi mümkün olabilir ki bunun için de daha önce de vurguladığımız üzere kusurun sübjektif unsurlarının dikkate alınmaması gerekir. Nitekim illiyet bağına ilişkin eleştirilerimiz de bakidir.

B. Gözetim Sorumluluğunun Uygulanabilirliği

Gözetim sorumluluğu, Avrupa Birliği Sorumluluk Yönergesi Taslağı'nda yapay zekâ sistemleri için özel olarak düzenlenmiştir. Hukukumuzda gözetim sorumluluğu, farklı hükümlerde dağınık biçimde düzenlenmiş bir sorumluluk biçimidir. Bu çerçevede özellikle

⁶³¹ KIRCA, s. 124.

⁶³² YILDIZ, *Yatırım Tavsiyeleri*, s. 229.

⁶³³ Farklı örnekler için bkz. KIRCA, s. 125 vd.

⁶³⁴ Aynı yönde YILDIZ, *Yatırım Tavsiyeleri*, s. 230.

⁶³⁵ Bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, §2.II.C.2., Borca Aykırılıktan Kaynaklanan Sorumluluğun İsnadı.

TBK'nın 66/1, 67/2 ile TMK m. 369/1 hükümleri, özel hukuk mevzuatımızdaki önemli örneklerdir.

Esasen adam çalıştıran ve hayvan bulduranın sorumluluğu düzenlemeleri, Kanun'da kusursuz sorumluluk başlığı altında ele alınmıştır. TMK'da düzenlenmekle birlikte ev başkanının sorumluluğu da aynı kapsamda değerlendirilebilir. Lâkin bu noktadaki kusursuzluk hâli, zarara sebep olan davranışın, sorumlu tutulan kişi tarafından gerçekleştirilmemiş olması, dolayısıyla söz konusu davranışa ilişkin olarak sorumlu kişinin kusurunun bulunmamasıdır. Hatta hayvan bulduranın yahut ev başkanın sorumluluğunda olduğu gibi, zarar verici davranış bakımından kusurun değerlendirilmesi dahi mümkün olmayabilir. Öte yandan, sorumluk, aslında yine bir kusurdan kaynaklanmaktadır ki bu kusur gözetim kusurudur⁶³⁶. Gerçekten de söz konusu iki düzenleme çerçevesinde adam çalıştıran ve hayvan buldurana, gözetime ilişkin bir davranış yükümlülüğü yüklenmiştir. Sorumlu kişilerin kusuru aslında bu yükümlülük çerçevesinde aranmaktadır. Örneğin adam çalıştıranın sorumlu tutulabilmesi için çalışanın kusurlu olup olmadığı önemli değildir. Ancak sorumlu tutulabilmesi için adam çalıştıranın kusurlu olması gerekir ki bu kusur hâline ilişkin ölçüt ve ispat yükü kanunkoyucu tarafından özel olarak belirlenmiştir. Adam çalıştıran, çalışanın seçiminde ve gözetiminde gerekli özeni göstermediği takdirde kusurlu addedilecek olup, bu özenin gösterildiği ispat etmekle yükümlü kişi de yine adam çalıştıranın kendisidir⁶³⁷. Nitekim, yapay zekâya ilişkin olarak gözetim sorumluluğuna atıfta bulunan Avrupa Birliği Sorumluluk Yönergesi Taslağı'nda da kusur sorumluluğundan söz edilmektedir.

Öte yandan elbette gözetim ölçütünün somutlaştırılması gerekmektedir. Bu ölçüt, adam çalıştıran bakımından *“çalışanını seçerken, işiyle ilgili talimat verirken, gözetim ve denetimde bulunurken, zararın doğmasını engellemek için gerekli özeni gösterme”*, hayvan bulduran bakımından *“zararın doğmasını engellemek için gerekli özeni gösterme”*, ev başkanı bakımından ise *“alışılmış şekilde durum ve koşulların gerektirdiği dikkatle gözetim*

⁶³⁶ Aynı değerlendirmemiz, sözleşmesel sorumluluğa ilişkin olarak TBK m. 507/2 hükmü bakımından da geçerlidir. Öte yandan, TBK m. 507/2 bağlamında vekil, alt vekili gözetme noktasında değil, seçme ve talimat verme hususlarında özenli davranmakla yükümlüdür. Önemle vurgulamak isteriz ki bu başlık altında “gözetim yükümlülüğü” veya “gözetim sorumluluğu” kavramlarını seçme, talimat verme, denetleme ve gözetme hususlarına ilişkin birer şemsiye terim olarak kullanılmaktadır.

⁶³⁷ Adam çalıştıranın sorumluluğunun kusur sorumluluğu yönündeki görüşlere dair bkz. **ANTALYA**, Borçlar Genel, C. V/1,2, para. 1413 dn. 31 ve orada anılan yazarlar.

altında bulundurduğunu veya bu dikkat ve özeni gösterseydi dahi zararın meydana gelmesini engelleyemeyeceğini ispat etme” şeklinde belirlenmiştir. Görülmektedir ki sıklıkla “gerekli özen” ölçütüne başvurulmaktadır.

Şu var ki gözetim yükümlülüğü ile gözetim sorumluluğunu ayırmak gerekir. Bir davranış yükümlülüğünün ihlâlinden kaynaklı olarak (özel hukuk bağlamında) sorumluluktan bahsedebilmek için bu sorumluluğa dayanak teşkil eden bir hükmün varlığı gerekir. Gözetim sorumluluğu bakımından haksız fiil hükümlerine dayanılması kural olarak mümkün olmadığı için söz konusu sorumluluk yukarıda örneklendirilen hükümler çerçevesinde özel olarak düzenlenmiştir. Yoksa gözetim yükümlülüğü, kısmen abartılı bir yorumla, dürüstlük kuralından zaten türetilebilir ki bu da genel bir sorumluluk hâline yol açar. Esasen gerek yatırım kuruluşlarına, portföy yönetim şirketlerine ve bireysel emeklilik şirketlerine ilişkin organizasyonel yükümlülükler gerek yatırım faaliyetlerine ilişkin davranışsal yükümlülükler çerçevesinde algoritmik yatırım platformlarına dair gözetim yükümlülüğünün tespiti, hatta somutlaştırılması sermaye piyasası mevzuatı bakımından mümkündür. Ne var ki algoritmik yatırımdan kaynaklanan hukuki sorumluluk bağlamında gözetim sorumluluğunu özel olarak düzenleyen bir hüküm tarafımızca tespit edilmemiştir.

C. Dürüstlük Kuralı Zeminine Dayalı Sorumluluk Teorilerinin Uygulanabilirliği

Tavsiye vermeden kaynaklanan sözleşme dışı sorumluluğun dayanağı olarak dürüstlük kuralı zeminindeki teoriler de değerlendirilmektedir. Yukarıda da vurguladığımız üzere bu kapsamda culpa in contrahendo, varsayılan sözleşme, üçüncü kişiyi koruyucu etkili sözleşme ve güven sorumluluğu ele alınmaktadır.

Culpa in contrahendo sorumluluğunun başlangıç noktası tartışmalı olmakla birlikte, öğretilerde tavsiye vermeden kaynaklanan bir sorumluluğun gündeme gelebilmesi için zarara sebep olan tavsiyenin bir sözleşme görüşmesi sırasında verilmiş olması gerektiği vurgulanmaktadır⁶³⁸. Lâkin birinci nesil robo-danışmanlardan sözleşme dışı tavsiye alınmasını bir sözleşme görüşmesi aşaması içinde değerlendirmek çoğu zaman mümkün değildir. Zira geleneksel anlamda tavsiye sunma faaliyetlerinin aksine, birinci nesil robo-

⁶³⁸ **Damla GÜRPINAR**, *Sözleşme Dışı Yanlış Tavsiyede Bulunma, Öğüt veya Bilgi Vermeden Doğan Hukuki Sorumluluk*, 2006, İzmir: Sözkesen Matbaacılık, s. 162 vd.

danışmanlıkta taraflar karşı karşıya dahi gelmemekte; müşteri, yalnızca elektronik bir platformu kullanarak tavsiye almaktadır. Bu itibarla tarafların sözleşme kurma niyetini tespit etmek oldukça zordur. Culpa in contrahendo kanaatimizce deneme sürümü içinde kullanılan platformlardan alınan tavsiyeler bakımından söz konusu olabilir. Her hâlde culpa in contrahendo sorumluluğunun uygulama alanının dar kaldığı ileri sürülebilir. Kaldı ki, tartışmalı olmakla birlikte, culpa in contrahendo da çoğunlukla güven sorumluluğunun bir görünümü olarak addedilmektedir⁶³⁹.

Bunun yanında, Alman İmparatorluk Mahkemesi'nin bir içtihadından hareketle, tavsiye sunulması hâllerinde örtülü olarak kurulmuş bir sözleşme varsayımının çözüm olacağını savunan bir görüşe işaret edilmektedir⁶⁴⁰. Öte yandan söz konusu görüşün destek görmemesinin yanında ciddi eleştirilere maruz kaldığı belirtilmektedir⁶⁴¹. Kanaatimizce de culpa in contrahendo sorumluluğunun uygulama alanı dahi kısıtlıyken varsayılan bir sözleşmenin öne sürülmesi fazlasıyla hakkaniyet ve sonuç odaklı, özellikle dolaylı yoldan tavsiye sunulması hâlleri bakımından uygun olmayan bir yaklaşımdır⁶⁴². Üstelik varsayılan sözleşme ilişkisi bir yana, birinci nesil robo-danışmanlık sözleşmelerinin örtülü olarak kurulmasına dahi dikkate yaklaşmak gerekir⁶⁴³. Kaldı ki bu noktaya varılmadan yine güven teorisi içinde sorunun çözümlenmesi mümkündür.

Yukarıdaki çözüm girişimleriyle birlikte üçüncü kişiyi koruyucu etkili sözleşme de yanlış tavsiyeden kaynaklanan sorumluluk bakımından değerlendirilmiştir. Öğretide, yanlış tavsiyeden kaynaklanan sorumluluğa üçüncü kişiyi koruyucu etkili sözleşme teorisinin uygulanmasının, sözleşmesel sorumluluk sınırlarını fazla genişleteceği, kaldı ki bu teorisinin uygulanmasını gerektiren bir boşluğun varlığına şüpheyle yaklaşılması gerektiği şeklinde eleştiriler mevcuttur⁶⁴⁴. Tüm eleştiriler bir yana, söz konusu teorisinin uygulanması için öncelikle alacaklı ile borçlu arasında sözleşmesel bir ilişkinin varlığı gerekmektedir. Üçüncü kişi ise bu sözleşmenin koruma alanından yararlanmaya, hakkaniyet düşüncesi altında layık

⁶³⁹ Aynı yönde, **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 242; aksi yönde **DENİZ**, s. 17.

⁶⁴⁰ **GÜRPINAR**, s. 170-171.

⁶⁴¹ *a.g.e.*

⁶⁴² Aynı yönde **GÜRPINAR**, s. 173.

⁶⁴³ Bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, §2.II.B.3., Birinci Nesil Robo-Danışmanlık Sözleşmelerinin Örtülü Olarak Kurulması Sorunu. Karş. **GÜRPINAR**, s. 173.

⁶⁴⁴ Bkz. **GÜRPINAR**, s. 206-210.

görülen kişidir. Halbuki birinci nesil robo-danışmanlık, hatta genel itibariyle sözleşme dışı tavsiye sunulması hâllerinde, üçüncü kişinin korumadan yararlanabileceği herhangi bir sözleşmesel ilişkisi hiç bulunmayabilir. Bu teorinin tatmin edici ve kapsamlı bir şekilde tatbik edilebilmesi için müşteri ile robo-danışman arasında en azından edim yükümlülüğünden bağımsız bir borç ilişkisinin kurulduğunun kabul edilmesi gerekir. Bu zeminden hareket edilecekse zaten doğrudan güven teorisine başvurulması düşünülebilir.

Güven teorisi, sözleşmesel sorumluluk bahsinde de değindiğimiz üzere, özellikle sözleşmesel ilişkisi boyutuna varmayan fakat tamamen tesadüfi de olmayan biçimde temasta bulunan kişilerin, birbirlerinden makul bir özen ve koruma bekleyebilecekleri ve birbirlerine haklı olarak güvenebilecekleri hususlarda, bu kişilerin güvenlerinin hakkaniyet uygun biçimde korunmasına hizmet eden bir ilkedir⁶⁴⁵. Bu bağlamda, aşağıda güven teorisinin alt dallarından biri olan güven sorumluluğunun uygulanabilirliğini inceleyeceğiz.

1. Birinci Nesil Robo-Danışmanlara İlişkin Olarak Güven Teorisi Çerçevesinde Sorumluluk

Yanlış tavsiyeden kaynaklanan zarar bakımından sorumluluğun dayanağı olarak güven ilkesinden hareket edilmektedir. Bir yatırımcı kendisine sunulan yatırım tavsiyesine güvenerek yatırım yapmış ve bu yatırımı neticesinde zarara uğramış olabilir. Acaba yatırımcının bu güveninden hareketle tavsiye sunan kişinin müşteriye karşı sorumlu tutulması mümkün müdür? Böyle bir sorumluluğun gündeme gelmesi için her şeyden önce sunulan tavsiyenin hatalı, yanlış, en genel deyimle yatırımcı için uygun olmayan nitelikte bulunması gerekir. Bunun dışında, ana hatlarıyla, tavsiye sunan ile müşteri arasında tesadüfü aşan bir sosyal temasın varlığı⁶⁴⁶, yatırımcının duyduğu güvenin haklı (korunmaya layık) olması ve tavsiyeye uygun olarak alınan yatırım kararı ile zarar arasında illiyet bağı gerekir.

Bu itibarla güven sorumluluğunun öne sürülmesi için yapılacak olan ilk inceleme yatırımcının bir güveninin bulunup bulunmadığıdır. Güven olgusunun varlığı için evvela yatırımcı ile tavsiye sunan arasında hatırı veya tesadüfü aşan bir ilişki tespit edilmelidir. Örneğin finans alanında uzmanlığı bulunmadığı açıkça görülen bir kişinin, sosyal medya

⁶⁴⁵ Bkz. DENİZ, s. 4-6.

⁶⁴⁶ Öğretide “*hukukî özel ilişkinin varlığı*” olarak da adlandırılmaktadır. Bkz. YILDIZ, Yatırım Tavsiyeleri, s. 244.

üzerinden, III-37.1 Tebliği m. 45/6 kapsamında sunduğu tavsiyelere ilişkin olarak böyle bir ilişkinin varlığından söz edilemez. Öte yandan, özellikle, ücret karşılığı olsun veya olmasın, yatırımcının kişisel durumuna ilişkin bilgileri sorarak tavsiye sunan birinci nesil robo-danışmanlık platformları bakımından bu ilişkinin varlığı kabul edilmelidir⁶⁴⁷.

İkinci adımda, yatırımcının, söz konusu tavsiyeye uygun biçimde yatırım kararı almış olması; tavsiyenin, yatırımcının kararına etkide bulunmuş olması, yani güven olgusu gerekmektedir⁶⁴⁸. Bunun yanında, yatırımcının duyduğu güvenin haklı olması gerekmektedir. Haklı güven, objektif olarak tespit edilmelidir. Bu noktada en bariz örnek, tavsiye sunan kişinin, bu tavsiyeyi mesleki olarak sunması veya yatırım/finans alanlarında uzmanlığının bulunmasıdır⁶⁴⁹. Başka bir örnek, yatırımcının kişisel durumuna ilişkin bilgilerin toplanması suretiyle tavsiye sunulması olabilir. Aynı zamanda, yatırımcının bilgisi, tecrübesi, eğitimi gibi subjektif nitelikleri de dikkate alınmalıdır⁶⁵⁰.

Üçüncü adımda ise elbette güvene dayalı olarak alınan yatırım kararı ile zarar arasında uygun illiyet bağı gerekmektedir.

Son olarak değineceğimiz ve belki de robo-danışmanlık bağlamında en önemli unsur ise sorumluluğun tavsiye verene isnat edilebiliyor olmasıdır. Haklı güven, sorumluluğun yalnızca dayanağını, sebebini oluşturur. Bunun yanında, haklı güvenin sonuçlarını, tavsiye verene yükleyebilmek, ona izafe edebilmek de şarttır. İsnat problemi noktasında çeşitli görüşler bulunmaktadır. Bu noktada temel olarak kusur, hukuki görünüş (yol açma veya sebep olma), tehlike veya risk alanı prensipleri çerçevesinde isnat açıklanabilir⁶⁵¹. Öğretide başlıca, somut olayın şartlarına göre bir tercih yapılması gerektiği savunulmasına karşın, asıl prensibin kusur sorumluluğu olduğundan hareketle isnat sorunun kusur prensibi ile

⁶⁴⁷ Bu noktada sorumluluğun kısıtlanmasına ilişkin uyarı notlarının etkisi akla gelebilir. Bu husus sorumluluğun kısıtlanmasına ilişkin genel değerlendirmeler altında ele alınmalıdır. Kanaatimizce tavsiyenin bir uzmanlık altında veya mesleki olarak sunulduğu durumlarda veya müşterinin kişisel bilgilerine dayalı olarak tavsiye aldığına ilişkin haklı bir güvenin bulunduğu durumlarda sorumsuzluk kayıtları ile güven sorumluluğu ortadan kaldırılamamalıdır. Ayrıca karış. **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 244.

⁶⁴⁸ **KIRCA**, s. 227; **YILDIZ**, Yatırım Tavsiyeleri, s. 245.

⁶⁴⁹ **KIRCA**, s. 225-226; **YILDIZ**, *op. cit.*

⁶⁵⁰ Yatırımcının iyiniyetinin esas olduğunu unutmamak gerekir. Bkz. **KIRCA**, s. 228; **YILDIZ**, *op. cit.*

⁶⁵¹ Bkz. **Hüseyin ÜLGEN**, *Türk Ticaret Hukukunda Hukuki Görünüş Nazariyesi (Ticari İşletme Bakımından Uygulama)*, 1975'ten Tıpkı Bası, 2005, İstanbul: Vedat, s. 205 vd.

çözümlemesi önerilmektedir⁶⁵². Güven sorumluluğunun isnadına ilişkin genel bir değerlendirme olmamakla birlikte, kanaatimizce de birinci nesil robo-danışmanlar bakımından isnadın kusur prensibine göre yapılması daha uygundur. Buna göre, geleneksel tavsiye sunma faaliyetleri bakımından, tavsiye sunan, yatırımcıda uyandırdığı güven bakımından kusurluysa, sunduğu tavsiyeye yatırımcının vereceği anlamı biliyor ve bilmesi gerekiyor⁶⁵³ ise sorumlu tutulmalıdır.

Peki kusur prensibine göre isnat, robo-danışmanlık bağlamında nasıl ele alınmalıdır? Daha önce de açıkladığımız üzere algoritmik kusur kavramı ne de lege lata ne de lege ferenda elverişlidir. Öte yandan, Avurpa Birliği Sorumluluk Yönergesi Taslağı'ndaki ölçütlerin tercih edilmesi faydalı olur. Bu çerçevede, de lege lata görüşümüz ile de lege ferenda önerimizi aşağıdaki başlık altında toparlayacağız.

2. Birinci Nesil Robo-Danışmanlar Bakımından Güven Sorumluluğunun İsnadına ve İlliyet Bağına İlişkin Görüşümüz

Netice itibariyle birinci nesil robo-danışmanlık hizmeti sunan kişilerin, sözleşme dışı sundukları yanlış tavsiyelerden ötürü, güven ilkesi nazarında sorumlu tutulabilecekleri ve güven sorumluluğunun kusur prensibi çerçevesinde isnat edilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Bu noktada, kusurun nasıl tespit edileceği ve illiyet bağının nasıl kurulacağı ile ilgili olarak adam çalıştırmanın sorumluluğu hükümlerinden ve Avrupa Birliği Sorumluluk Yönergesi Taslağı'ndan yararlanmak uygun olur. Hatırlatmak gerekirse, Taslak'ın 4'üncü maddesine göre

1. “Davacının, davalının özen yükümlülüğünü yerine getirmediğini ispatlaması veya bunun mahkemece (Yönerge Taslağı m. 3/5'e göre) varsayıldığı,
2. Somut olayın şartları altında, davalının kusurunun, yapay zekâ sisteminin çıktısına veya çıktı üretmesi gereken hâllerde bunun gerçekleşmemesine etki ettiğinin, *makul derecede muhtemel* olması,

⁶⁵² Bkz. **KIRCA**, s. 230. ÜLGEN ise kusur isnadının birçok hâlde mümkün olmaması bakımından bu görüşe ihtiyatlı yaklaşmaktadır. ÜLGEN, s. 210.

⁶⁵³ Bkz. **KIRCA**, s. 230.

3. Davacı tarafından, algoritmik sistemin çıktısının veya çıktı üretmesi gereken hâllerde üretmemesinin zarara sebep olduğunun ispat edilmesi”

koşullarının kümülatif varlığı durumunda, *borçlunun özen yükümlülüğünü ihlal etmesi ile yapay zekânın çıktısı* arasında illiyet bağının varlığı karine olarak kabul edilecektir.

Taslak’a göre özen yükümlülüğü kavramının içeriği ulusal hukuka bırakılmıştır. Bu çerçevede, hukukumuzdaki gözetim sorumluluğuna ilişkin düzenlemelerde olduğu gibi, özen yükümlülüğünün kurtuluş kanıtı olarak konumlandırıldığı bir çözüm işlevsel olabilir. Başka bir ifadeyle, kanaatimizce, zarar gören yatırımcı, yanlış tavsiyeye güvenerek yatırım kararı aldığını, bu karar neticesinde zarara uğradığı, ayrıca illiyet bağını ispat ederek, robo-danışmanlık hizmeti sunan kişiye karşı sorumluluk davası açabilmelidir. Buna karşın davalı ise robo-danışmanın işlevini gereği gibi yerine getirmesi için gerekli tüm tedbirlerin aldığını, yani gözetim yükümlülüğünü yerine getirdiğini ispat ederek sorumluluktan kurtulabilmelidir.

Elbette bu çözüm de lege ferenda nitelikli olup, hukukumuzda da benzer bir düzenlemeye yer verilmesi düşünülebilir. Lâkin “makul derecede muhtemel” (reasonably likely) gibi muğlak kavramlar en azından gerekçede örneklendirilmelidir. Bunun yanında Taslak m. 4/5 hükmüne göre adi illiyet karinesi, ancak illiyet bağının ispatlanmasının *oldukça zor (excessively difficult)* olduğu hâllerde uygulanabilir. Bu noktada da yine içi doldurulması gereken muğlak bir terim söz konusu olup, yapay zekâ sistemlerine hâkim uzman sayısı karşısında böyle bir şartın varlığı da eleştirilebilir.

Öte yandan, genel olarak güven sorumluluğunun isnadına ilişkin görüşlerin de (dürüstlük kuralı veya benzer müesseselerin ratio legis’i bir kenara) çoğunlukla dogmatik bir temelden yoksun olduğu nazara alındığında, önerimizin de lege lata uygulanması, pek de aşırı bir görüş olarak değerlendirilmeyebilir. Nitekim, haklı güvenin sorumluluğun dayanağı, VII-128.9 Tebliği gibi sermaye piyasası mevzuatındaki gözetim yükümlülüklerinin de isnat noktası olarak konumlandırılmasıyla de lege lata da yakın bir sonuca varılabilir.

İlliyet bağının ispatına ilişkin olarak ise esasen bağın nasıl kurulacağı meselesi başlı başına tartışmalıdır⁶⁵⁴. Şu var ki uygun illiyetin hangi hâllerde mevcut olacağına dair

⁶⁵⁴ Bu hususta özellikle ex ante ve ex post değerlendirmelere ilişkin görüşleri vurgulamak isteriz. İlliyet bağı bakımından ex ante değerlendirme yapılması gerektiğini öne süren görüşlerin merkezinde öngörülebilirlik

geleneksel tartışmalar bir yana, daha önce de değindiğimiz üzere yapay zekâ sistemleri bakımından illiyet bağının ispatı kendi başına problem teşkil eden bir husus olup, illiyet bağının ispatının kolaylaştırılması gereken hâller, hukukçular ile yapay zekâ uzmanlarınca birlikte tespit edilmelidir.

IV. ALGORİTMİK YATIRIM ÇERÇEVESİNDE İDARİ YÜKÜMLÜLÜKLERİN VE SORUMLULUĞUN İSNADI

A. İdari Yükümlülüklerin Muhatabının Tespiti

Algoritmik yatırım faaliyetleri bakımından idari yükümlülükler, organizasyonel yükümlülükler ile davranışsal (faaliyet türüne ilişkin) yükümlülükler olarak ikiye ayrılabilir.

Organizasyonel yükümlülükler, ilgili sermaye piyasası kurumunun türüne özgü, sırf kuruluşun niteliğinden ötürü uygulanması gereken yükümlülüklerdir. Örneğin III-39.1 Tebliği'nde aracı kurumların kuruluş ve faaliyet esaslarına, organizasyon yapısına, kural olarak sunacağı her hizmet bakımından uyması gereken kurallara yer verilmiş durumdadır. Bunun dışında III-55.1 Tebliği'nde portföy yönetim şirketleri için Bankacılık Kanunu'nda bankalar için organizasyonel yükümlülükler tespit edilmiş durumdadır. Bu yükümlülükler, kanunen doğrudan doğruya ilgili kuruluşa yöneltilmiş durumdadır. Dolayısıyla söz konusu kuruluşunun, algoritmik yatırım faaliyetinde bulunup bulunmamasından bağımsız olarak yerine getirmesi gereken yükümlülüklerdir. Bu itibarla organizasyonel yükümlülüklerin muhatabı zaten bellidir.

Davranışsal yükümlülükler ise belirli bir faaliyet türüne özgü, bir kuruluşun ilgili faaliyeti yerine getirirken uyması gereken kurallardır. Tavsiye sunulmasına ilişkin faaliyetler ile bireysel portföy yöneticiliği ve aracılık faaliyetlerine ilişkin davranışsal yükümlülükler prensip olarak III-37.1 Tebliği'nde yer almaktadır. Yatırım fonları bağlamındaki davranışsal yükümlülükler içinse temel olarak III-52.1 Tebliği göz önünde bulundurulmalıdır.

kavramı yer alırken, ex ante inceleme yapılmasını öne süren görüşler ise sebep ile zarar arasında kural olarak objektif elverişlilik bulunup bulunmadığını dikkate almaktadır. Günümüzde hâkim olan uygun illiyet bağı teorisi çerçevesinde ex post değerlendirme yapıldığı görülmektedir ki kusur – illiyet bağı ayrımı bakımından bu değerlendirme yöntemi elzem olup; söz konusu teori çerçevesinde hukuka aykırı *kusurlu davranış* ile zarar arasında bir nedenselliğin varlığı gerekmektedir. Bkz. **EREN**, s. 567-568.

Davranışsal yükümlülükler de bir yatırım faaliyetinin algoritmik olarak sunulup sunulmadığından bağımsız olarak doğrudan doğruya bir hizmetin, düzenlenen yatırım faaliyeti şeklinde nitelendirilmesine bağlı olarak yerine getirilmesi gereken esaslardır⁶⁵⁵.

Davranışsal yükümlülüklerin muhatabı, aksi belirtilmediği sürece, söz konusu yükümlülüğün ilişkin olduğu hizmetin sağlayıcısıdır. Örneğin aracılık faaliyetleri yatırım kuruluşlarının tekeline özgülenmiştir. Bu itibarla aracılık faaliyetlerine ilişkin davranışsal yükümlülüklerin muhatabını da yatırım kuruluşları oluşturmaktadır. Öte yandan, genel tavsiyelerin veya TEFAS fonlarına ilişkin fonlara dair yatırım tavsiyelerinin sunulması, herhangi bir kuruluşun tekeline bırakılmış değildir. Bu durumda söz konusu tavsiyeler bir gerçek kişi tarafından sunulmaktaysa davranışsal yükümlülüklerin muhatabı da bu kişi olacaktır. Şu da var ki III-37.1 Tebliği m. 73/3 hükmünde olduğu gibi bir hizmetin yatırım kuruluşları gibi belirli bir kuruluş türü tarafından sunulması durumunda ek yükümlülükler söz konusu olabilir.

Bu itibarla gerek organizasyonel gerek davranışsal yükümlükleri yerine getirmekle kimin yükümlü olduğu, isnat probleminden bağımsız olarak tespit edilebilir durumdadır. Öte yandan, hukuki sorumluluk bağlamında olduğu gibi, teknolojik gelişmeler isnat problemini kısmen farklı bir konuma taşımıştır. Özellikle bir davranışsal yükümlülüğün ihlali, doğrudan doğruya ilgili yükümlülüğü yerine getirmekle yükümlü olan kişinin sorumluluğuna yol açmayabilir. Zira söz konusu ihlale, kendi iradesiyle veya kusuruyla yol açmamış olabilir. Algoritmik yatırımda da durum böyledir. Örneğin, otonom veya hibrit bir sistem aracılığıyla bireysel portföy yöneticiliği icra eden bir aracı kurum, söz konusu sistemin sebep olduğu çıkar çatışmasını objektif olarak öngörememiş olabilir. İşte böyle bir durumda çıkar çatışmalarının önlenmesine dair bir davranışsal yükümlülük ihlal edilmiştir, fakat bu ihlalin sonuçlarının aracı kuruma izafe edilip edilemeyeceği tartışmaya açıktır. Algoritmik alım satım ve özellikle yüksek frekanslı işlemler bakımından bu sorun daha belirgindir. Gerçekten de belirli bir otonomi seviyesine sahip algoritmalar aracılığıyla yüksek frekanslı işlem yapan kişilerin bu algoritmanın piyasa bozucu eylem niteliğinde işlemlere yol açması hâlinde

⁶⁵⁵ Elbette bu hususu, her dogmatik davranışsal yükümlülüğün algoritmik yatırım faaliyetlerine uygun olmadığı veya algoritmik yatırım faaliyetleri için bazı ek davranışsal yükümlülüklerin gerekebileceği meseleleri ile karıştırmamak gerekir. Bu noktada kastımız, organizasyonel ve davranışsal yükümlülüklerin teknoloji karşısında nötr bir pozisyonda düzenlenmiş olmasıdır.

sorumlu tutulup tutulamayacağı de lege lata problemlı bir meseledir. Aşağıda bu konuyu özetle ele alacağız.

B. İdari Sorumluluğun İsnadı

Sermaye piyasası hukukunda idari sorumluluğa ilişkin temel düzenlemeler SerPKn m. 91 ilâ105'te düzenlemiştir. Kanun'un 91 ilâ 102'nci maddelerinde idari tedbirlere, 103 ilâ 105'inci maddelerinde idari para cezalarına yer verilmiştir.

Esasen söz konusu düzenlemelerde yer alan hukuka aykırılıkların niteliği çoğunlukla kabahattir. Özellikle SerPKn m. 96, 99, 100, 103 ve 104 hükümlerinin uygulanmasında 5326 sayılı Kabahatler Kanunu'nu⁶⁵⁶ dikkate almak gerekmektedir. Nitekim Kanun'un 2'nci maddesine göre kabahat, “*kanunun, karşılığında idarî yaptırım uygulanmasını öngördüğü haksızlık*” olarak tanımlanmakta olup; 16/1 hükmüne göre kabahatin idari yaptırımlarını, idari tebirler ve para cezası oluşturmaktadır. Algoritmik yatırım bağlamında uygulama alanı bulabilecek düzenlemelerden başlıcalarını da yine bu hükümler teşkil etmektedir. Zira algoritmik yatırım faaliyetlerinin çoğunlukla SPK iznine tabi hizmetleri kapsadığı göz önüne alınırsa, sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı faaliyetleri (m. 96), izinsiz sermaye piyasası faaliyetleri (m. 99) ve Kanun'a aykırı açıklamalarda bulunma (m. 100) bağlamında ihlallerin oluşması pek muhtemeldir. Bununla birlikte SerPKn m. 103 ise adeta Kanun'a aykırılık nedeniyle idari para cezası verilmesine dair torba bir hüküm niteliğindedir. Son olarak Kanun'un 104'üncü maddesinde ise suç niteliğinde olmayan piyasa bozucu eylemler düzenlenmektedir ki bu düzenlemeyi mutlaka VI-104.1 Tebliği ile birlikte değerlendirmek gerekir.

İsnat problemine dönülecek olursa, Kabahatler Kanunu m. 9 uyarınca, aksi açıkça öngörülmüş olmadıkça, kabahatler kasten veya taksirle işlenebilir. Bunun yanında, Kanun'un 7'nci maddesi uyarınca bir kabahatin “*ihmali davranışla*” meydana gelmesi de mümkündür, yeter ki “*icraî davranışta bulunma hususunda*” bir yükümlülük mevcut olsun. İşte bu noktada özel hukuk bağlamında kusurun isnadına dair yapılan tartışmaların idare ve ceza hukuku bağlamındaki karşılığı ortaya çıkmaktadır.

⁶⁵⁶ RG. 30.03.2005 25772 (Mükerrer).

Şu var ki izinsiz sermaye piyasası faaliyetlerine uygulanacak olan SerPKn m. 99 hükmü bakımından isnat problemi büyük oranda yaşanmayacaktır. Zira bir algoritmik yatırım hizmetine SerPKn m. 99 çerçevesinde izinsiz sermaye piyasası faaliyetine ilişkin tedbirlerin uygulanması, pratik olarak çoğunlukla, ya birinci nesil bir robo-danışman aracılığıyla SPK'dan izin alınmaksızın yatırım danışmanlığı sunulması hâlinde mümkün olmaktadır⁶⁵⁷. Bu durumda, robo-danışmanlık hizmetinin kendisi yatırım danışmanlığı faaliyeti olarak nitelendirileceği için, sağlayıcıya karşı kolaylıkla SerPKn m. 99'da öngörülen tedbirler uygulanabilir.

Öte yandan, böyle bir imkânın her zaman var olmadığı, özellikle SerPKn m. 103 çerçevesinde, Kanun'a aykırılıktan kaynaklanan hâllerde daha farklı bir değerlendirme gerekir. Bir an için algoritmik sistemin SerPKn m. 103/2 bağlamında sermaye piyasası kurumunun personeli gibi düşünülüp düşünülemediği ve kurumun bu bağlamda sorumlu tutulup tutulamayacağı sorgulanabilir. Lâkin kanaatimizce sermaye piyasası hukuku bağlamında idari sorumluluğa ilişkin olarak böyle değerlendirmeler pek yerinde olmaz. Zira isnat problemi için sermaye piyasası mevzuatında öngörülen gözetim yükümlülüklerinden yararlanılabilir. Bu hükümler, her ne kadar hukuki sorumluluk bakımından özel koruma normu olarak addedilmese dahi, idari yaptırımlar bakımından, Kabahatler Kanunu m. 7 marifetiyle, algoritmik hukuka aykırılıkların de lege lata isnat edilmesi için kullanılabilir.

Önermemizi aracı kurumlar özelinde bir örnek ile açıklayalım. Söz konusu aracı kurum ikinci nesil bir robo-danışman aracılığıyla bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmakta olsun. Ayrıca robo-danışmanın algoritması sistematik olarak yerindelik testine aykırı işlem yapıyor; bunun yanında, belirli sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını düşürecek seviyede etkili ve hatalı emirler gönderiyor olsun. Bu ihtimalde III-37.1 Tebliği m. 40/1 bağlamında yerindelik yükümlülüğünün ihlal edilmiş olmasının yanında, VI-104.1 Tebliği m. 5/1-f çerçevesinde piyasa bozucu eylemin gerçekleştiği de kabul edilebilir.

⁶⁵⁷ Zira elektronik ortamda bireysel portföy yöneticiliği veya algoritmik alım satım yapılması için öncelikle Borsa İstanbul veya TEFAS/BEFAS gibi platformlarında işlem yapmaya yetkili olmak gerekir. Bu itibarla söz konusu faaliyetlerin algoritmik yatırım araçlarıyla izinsiz olarak sunulması pek gerçekçi görünmemektedir. Ne var ki son zamanlarda izinsiz biçimde yurtdışında kaldıraçlı işlem yaptırılması veya bu vaatle dolandırıcılık suçunun işlenmesi SPK'nın da gündemine girmiştir. Erişimin engellenmesi başta olmak üzere bu kapsamda sıklıkla izinsiz sermaye piyasası faaliyetine ilişkin yaptırımlar uygulanmakta olup, SPK bültenlerinden söz konusu yaptırımlar takip edilebilir. Bkz. **SPK**, "İzinsiz Kaldıraçlı İşlemlere İlişkin Basın Duyurusu", 23.02.2024, <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2023/izinsiz-kaldiracli-islemlere-iliskin-basin-duyurusu> (E. T. ...).

SerPKn m. 96/1 bağlamında SPK'nın söz konusu robo-danışmanlık hizmetini durdurma yönünde bir tedbir alabileceği kuşkusuzdur. Öte yandan, aracı kuruma, SerPKn m. 103 ve 104 hükümleri kapsamında idari para cezası da uygulayabilir. Acaba aracı kurum öngörülemezlik ve isnat problemlerini öne sürerek idari para cezasını bertaraf edebilir mi?

Kanaatimizce bunun için pek olası bir imkân yoktur. III-39.1 Tebliği m. 10/1-a uyarınca aracı kurum faaliyet şartlarından biri, ilgili faaliyet için “*yeterli teknik donanımı sağlamış*” olmasıdır. Aynı fıkranın “ç” bendi uyarınca, aracı kurum risk yönetim elemanını da içeren bir iç denetim mekanizmasına sahip olmalıdır. Kaldı ki sermaye piyasası kurumları, emeklilik yatırım fonları ve Borsa İstanbul'u kapsamına alan VII-128.9 Tebliği'nin 25'inci maddesinde, her türlü bilgi sisteminin, işlevsel gerekliliklerini yerine getirmesi amacıyla iç kontrollerin ve testlerin yapılması gibi yükümlülükler ayrıntılı biçimde yer verilmiştir. Dolayısıyla otonom sistemlerin yol açtığı ihlaller nedeniyle dahi sermaye piyasası kurumlarının idari sorumluluktan kurtulması zordur. Öte yandan, yukarıdaki örneğimiz kapsamında, aracı kurumun, robo-danışman algoritmasının işlevini gereği gibi yerine getirmesi için evvela III-39.1, III-37.1 ve VII-128.9 sayılı Tebliğler kapsamında her türlü tedbiri aldığı ve düzenli olarak denetimleri yerine getirdiğini, yine de algoritmanın yol açtığı ihlale engel olamadığını ispatlaması gibi istisnai bir hâlde, özellikle söz konusu ihlalden menfaat sağlamamış ise idari para cezasından kurtulması, cezanın daha az takdir edilmesi veya idari tedbirin robo-danışmanlık hizmetlerini durdurma ile sınırlı tutulması kanaatimizce yerinde olacaktır. Nitekim aynı çıkarım III-55-1 Tebliği m. 11 vd. hükümleri çerçevesinde portföy yönetim şirketleri için de geçerlidir.

SONUÇ

Çalışmamız kapsamında öncelikle, “algorithmic trading” kavramına karşılık gelmek üzere, geniş anlamda “algoritmik yatırım”, dar anlamda ise “algoritmik alım satım” terimlerinin hukukumuz bakımından uygun olacağı sonuca varmış bulunmaktayız. Bu çerçevede en geniş çerçeveden *bilgisayar algoritmaları aracılığıyla icra edilen yatırım faaliyetleri* olarak nitelendirdiğimiz algoritmik yatırım faaliyetlerini ikiye ayırmış bulunmaktayız. Bu ayrımın bir tarafında robo-danışmanlık diğer tarafında ise algoritmik alım satım hizmetlerinin bulunduğu kanaatindeyiz. Esasen robo-danışmanlık hizmetleri ile algoritmik alım satımın iç içe geçen kesişim noktalarının bulunduğunu, fakat algoritmik alım satım hizmetlerinin robo-danışmanlıktan bağımsız olarak da sunulabileceğine işaret etmekteyiz.

Robo-danışmanlık faaliyetlerine ilişkin olarak, öğretilen yapılan birinci ve ikinci nesil şeklindeki ayrıma biz de katılmaktayız. Buna göre birinci nesil robo-danışmanlar, yalnızca finansal bilgi veya tavsiye sunan, ikinci nesil robo-danışmanlar ise yatırımcının portföyüne erişim sağlayarak alım satım işlemlerini müşteri adına gerçekleştiren uygulamalar olarak sınıflandırılabilir. Birinci nesil robo-danışmanlık bağlamında yatırım kararını yine müşteri almakta ve uygulamaktayken; ikinci nesil robo-danışmanların ayırt edici fonksiyonu ise yatırım kararını takdir etmeleri ve algoritmik alım satım vasıtasıyla yatırımcı adına işlem yapmalarıdır.

Robo-danışmanlıktan bağımsız olarak sunulan algoritmik alım satım hizmetlerinde ise işlem yapan taraf yine yatırımcıdır. Yatırımcıların algoritmik alım satım vasıtasıyla Borsa içi veya Borsa dışı işlem yapmaları mümkündür. Borsa dışı algoritmik alım satıma ilişkin olarak TEFAS veya BEFAS platformu örnek olarak verilebilir. Öte yandan, algoritmaların asıl fonksiyonunu söz konusu platformlara emir iletilmeden önce icra ettiğini de hatırlatmak isteriz. Bu bağlamda, algoritmik alım satımın daha çok Borsa içi alım satımlarda önem arz ettiği, aynı zamanda bu noktada daha fazla risk yarattığı görülmektedir. Özellikle, algoritmik alım satımın bir alt türü olan yüksek frekanslı işlemlerin piyasada ani değişimlere ve oynaklığa neden olabileceğine yönelik endişeler ve 2010 flash crash krizi gibi somut örnekleri de bulunmaktadır. Bu itibarla algoritmik alım satım, hukukumuzda, yabancı hukuk

sistemlerinde de olduğu gibi büyük çoğunlukla borsa mevzuatı çerçevesinde ele alınmaktadır.

Çalışmamızın ikinci bölümünde algoritmik yatırım hizmetlerinin hukuki niteliğini tespit etmiş bulunmaktayız. Buna göre birinci nesil robo-danışmanlık hizmetlerinin yatırım danışmanlığı veya birer yan hizmet olarak genel tavsiye sunulması ya da finansal bilgi sunulması şeklinde nitelendirilebileceği kanaatindeyiz. III-37.1 Tebliği kapsamında yatırım danışmanlığı faaliyetinin doğması için sunulan tavsiyelerin “yatırım tavsiyesi” niteliğinde olması için sermaye piyasası araçları veya ihraççılar hakkında, yönlendirici nitelikte, ayrıca kişisel, yani belirli bir müşteriye veya gruba yönelik olması icap eder.

Birinci nesil robo-danışmanların sunduğu tavsiyelerin nitelendirilmesi bakımından asıl sorunlar, karma nitelikli tavsiyeler ile tavsiyelerin kişisel olup olmadığı noktalarında toplanmaktadır. Öncelikle, robo-danışmanların sermaye piyasası araçlarının yanında özellikle para piyasası araçlarını da içerecek şekilde tavsiyelerde bulunabildiği görülmektedir. Böyle karma tavsiyelerin yatırım tavsiyesi sayılıp sayılmayacağına dair açık bir hüküm bulunmamaktadır. Esasen finansal piyasalar ile sermaye piyasaları arasında, mevzuatın aksine, keskin bir ayırım yapılmasının pratikte mümkün ve uygun olmaması nedeniyle, mehz Avrupa Birliği düzenlemeleri ile de uyumlu biçimde, söz konusu tavsiyeler yatırım tavsiyesi olarak nitelendirilmelidir.

Tavsiyelerin kişisel olması meselesine gelince, hukukumuzda mehz Avrupa Birliği düzenlemeleri ile farklı bir yaklaşım sergilendiği görülmektedir. Esasen tavsiyenin kişisel olması III.37.1 Tebliği m. 45/1’de “*belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik*” olma şeklinde somutlaştırılmıştır. Fakat i-SPK.37.1 Rehberi’nde yer alan ilkeler, Tebliğ hükmüne aykırı sonuçlar doğurmaya elverişlidir. Zira Rehber, müşterinin risk ve getiri tercihlerinin dikkate alınmasının, sunulan tavsiyenin kişisel olması bakımından yeterli bulunmadığı sonucunu doğurmaktadır. Halbuki tavsiyenin kişisel olması ile kişiselleştirilmesi farklı kavramlardır. Tavsiyelerin kişisel olma özelliği, sunulan tavsiyenin yatırım tavsiyesi olup olmadığı, dolayısıyla yatırım danışmanlığı faaliyetinin doğup doğmadığı noktasında etkilidir ve III-37.1 Tebliği m. 45/1’de düzenlenmiştir. Öte yandan, tavsiyenin kişiselleştirilmesi ise yatırım danışmanının bir yükümlülüğüdür. Dolayısıyla kişiselleştirme, yatırım danışmanlığı faaliyetinin varlığı tespit edildikten sonraki aşamaya ilişkin olup, III-37.1 Tebliği m. 48/1’de ele alınmıştır. Bu

çerçevede, kavram karmaşasının önüne geçmek için, tavsiyelerin kişiselleştirilmesine ilişkin olarak Tebliğ m. 48/1’de yer alan yükümlülüğü “yerindelik yükümlülüğü” olarak adlandırmanın daha doğru olduğu kanaatindeyiz. Nitekim, Avrupa Birliği hukukunda da tavsiyenin kişisel olması bakımından “personal”, yerinde olması açısından “suitable” kavramları tercih edilmektedir. Ayrıca, III-39.1 Tebliği m. 33 kapsamındaki uygunluk testi ile III-37.1 Tebliği m. 40 çerçevesindeki yerindelik testinin içeriği arasındaki tek farkın, müşterinin mali durumuna ilişkin bilgiler olması hususunun da tavsiyenin kişiselliği bakımından hangi kriterlerin dikkate alınacağını belirsizleştirdiğini hatırlatmak isteriz.

Tüm bunların yanında, TEFAS işlem gören yatırım fonları başta olmak üzere, III-37.1 Tebliği m. 45/6’da sayılan fonların katılma paylarına ilişkin tavsiyelerin yatırım danışmanlığı olarak değerlendirilmemesi, robo-danışmanlık faaliyeti bakımından büyük önem arz etmektedir. Esasen söz konusu muafiyet, önce i-SPK.37.1’de düzenlenmiş, 2022 yılında Tebliğ’e alınmıştır. Aynı değişiklik ile eklenen Tebliğ m. 45/5 hükmünde, bireysel emeklilik şirketlerinin, bireysel emeklilik fon paylarına ilişkin olarak sunacağı tavsiyelerin de yatırım danışmanlığı kapsamında çıkarılmasıyla, i-SPK.37.1 Rehberi’ndeki bir eksiklik giderilmiştir. Bireysel emeklilik şirketlerinin sunacağı tavsiyelere dair SEDDK 2017/21 Genelgesi m. 2 hükmünde “robo-danışmanlık” kavramına yer verilmiş olması, söz konusu muafiyetlerin altında yatan sebepler arasında, robo-danışmanlık uygulamalarının da bulunabileceğini akla getirmektedir. Öte yandan, Tebliğ m. 45/6’ya taşınan muafiyet hâli, i-SPK.37.1 Rehberi’deki ilkeler bakımından değişiklik yaratmamaktadır. Nitekim, i-SPK.37.1 Rehberi’ndeki, tavsiyelerin kişiselliğinde dikkate alınacak ölçütlere ilişkin çelişkilerin birçoğu, esasen, yatırım fonlarına ilişkin tavsiyeler hakkındaki istisna hâllerinden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla tavsiyenin kişiselliğinde dikkate alınacak olan kriterlerin somutlaştırılması sorunu hâlâ gündem de olup, robo-danışmanların çoğunlukla yatırım fonlarına ilişkin tavsiye sunması da dikkate alındığında, çözülmeyi bekleyen çok önemli bir sorun olduğu görülmektedir.

Bu kapsamda de lege lata görüşümüz, yatırımcının salt risk ve getiri tercihlerine binaen sunulan tavsiyelerin kişisel olarak nitelendirilmeyeceği, dolayısıyla yatırım danışmanlığı faaliyetine sebep olmayacağı yönündedir. De lege ferenda ise, mehz Avrupa Birliği düzenlemeleri ile de uyumlu biçimde, Tebliğ m. 45/1 hükmünün şu şekilde değiştirilmesini önermekteyiz: “*Yatırım danışmanlığı, yetkili yatırım kuruluşunun, yatırımcı talebi doğrultusunda veya yatırımcı talebi olmaksızın sermaye piyasası araçları ile bunları*

*ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında, belli bir **müşteriye** veya mali durumları **veya risk ve getiri tercihleri **gibi özellikleri***** benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak **ya da müşteriler tarafından kendilerine yönelik bulunduğu haklı olarak kabul edilebilecek, yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyelerde bulunulması faaliyettir**".

İkinci nesil robo-danışmanlara gelince, bunların fonksiyonun tavsiye sunmaktan öteye geçerek, yatırımcının portföyünün yönetilmesi olduğu görülmektedir. Sermaye piyasası hukukumuzda portföy yönetimi bireysel veya kolektif olarak icra edilebilir. Bireysel portföy yöneticiliği III-37.1 Tebliği kapsamında, kolektif portföy yöneticiliği ise III-52.1 Tebliği ile yatırım ortaklıkları ve fonlarına ilişkin tebliğler kapsamında düzenlenmiştir. Bu çerçevede sorgulanması gereken, ikinci nesil robo-danışmanların, pozitif hukukumuz çerçevesinde portföy yöneticisi olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceğidir.

Bireysel portföy yöneticiliği, portföy yöneticisinin, vekâlet sözleşmesi çerçevesinde, yatırımcının portföyü üzerinde tasarruf yetkisini haiz olmasını gerektirir. Bu noktada, portföy yöneticiliğinin bir uzmanlık mesleği olduğunu unutmamak gerekir. Dolayısıyla bireysel portföy yöneticiliğinin ayırt edici unsurlarından birini, portföy yöneticisinin takdir yetkisi oluşturmaktadır. Zira yatırım kararının tamamen yatırımcı tarafından alınması ve yalnızca yatırımcının talimatları çerçevesinde hareket edilmesi hâlinde portföy yöneticiliğinden söz etmemek gerekir. Bireysel portföy yöneticisinin, müşterinin portföyünü, kural olarak *takdiri* biçimde yönetmesi, söz konusu faaliyeti yatırım danışmanlığından ve alelâde bir vekâlet ilişkisinden ayırt eden en önemli unsurdur. Bunun yanında müşteri portföyünün "bireysel" olarak yönetilmesi gerekir. Müşteri portföyünün bireysel olarak yönetilmesi, esasen portföy yöneticisinin bir yükümlülüğüdür; fakat, aynı zamanda bireysel portföy yöneticiliğini, kolektif portföy yönetiminden ayıran temel unsurlardan biridir. Bu çerçevede, model portföye dayalı yönetim biçimlerinin, bireysel yönetim olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceği önem arz eder. Zira robo-danışmanlık uygulamasında, belirli müşteri gruplarının özelliklerine göre standartlaştırılmış modeller çerçevesinde portföy yönetimi yaygın bir uygulamadır. Kanaatimizce standart portföy yönetimi, yatırım danışmanlığının "*belirli bir gruba*" yönelik olarak sunulmasından farklı bir teknik değildir. Ek olarak, III-37.1 Tebliği m. 37/2 hükmü, standart portföy yönetiminin de bireysel portföy yöneticiliği olarak değerlendirilmesine elverişlidir. Bu itibarla robo-danışmanların bireysel portföy yöneticisi olarak nitelendirilebileceği düşüncesindeyiz. Hatta

Tebliğ m. 45/6'da yer alan yatırım fonlarına ilişkin muafiyetin bireysel portföy yöneticiliğine ilişkin hükümler çerçevesinde düzenlenmemiş olması sebebiyle yatırım fonları katılma paylarında işlem yapan robo-danışmanlar da yine bireysel portföy yöneticisi olarak nitelendirilmelidir. SEDDK 2017/21 Genelgesi m. 4/1'de, fon dağılımı değişikliği hakkının devredildiği portföy yönetim şirketlerince sağlanan robo-danışmanlık hizmetleri bakımından da aynı sonuç geçerli olmalıdır.

Kolektif portföy yöneticiliği ise ülkemizde ya yatırım ortaklığı ya da yatırım fonu örgütlenme tipiyle icra edilmektedir. Bu noktada robo-danışmanların işlevi yatırım fonlarının yönetilmesinde ortaya çıkmaktadır. Zira artık fon izahnamelerinde dahi, fon yönetiminin yapay zekâ algoritmaları tarafından gerçekleştirildiğine dair açıklamalar bulunmaktadır. Öte yandan, faaliyetinin içeriğini tanımlayan III-55.1 Tebliği m. 32/2 hükmünün geniş kapsamı dikkate alındığında; ikinci nesil robo-danışmanlığın, kolektif portföy yönetiminin en önemli fakat yine de yalnızca bir alt işlevini yerine getirdiğini belirtmek hatalı olmaz. Elbette portföy yönetim şirketlerinin algoritmalarından yararlanması, icra ettikleri faaliyetin kolektif portföy yöneticiliği niteliğini değiştirmez. Bu itibarla esasen kolektif portföy yönetiminin kısmen robo-danışmanlık vasıtasıyla yürütülmesi söz konusu olmaktadır.

Algoritmik alım satım hizmetleri ise esasen alım satım aracılığı veya yatırım fonu katılma payı dağıtım faaliyetlerinin bir görünümüdür. Zira algoritmik alım satımın icra edilebilmesi, alım satım yapılacak platforma erişim ile mümkün olmaktadır. Örneğin Borsa'da yalnızca işlem yetkisini haiz üyeler algoritmik alım satım için doğrudan elektronik erişim hizmeti verebilmektedir. Bu kapsamda özellikle aracı kurumların, daha çok işlem aracılığı faaliyetinde algoritmik alım uygulamalarına yer verdiği görülmektedir. Öte yandan, yatırım kuruluşunun kendi portföyündeki araçlar üzerinde alım satım yapılması hâlinde portföy aracılığı da gündeme gelebilir.

Algoritmik yatırıma ilişkin esaslar bakımından, organizasyonel ve davranışsal esaslar ayrımı metodolojik açıdan fayda sağlar. Zira organizasyonel yükümlülükler doğrudan doğruya kuruluşlara, davranışsal yükümlülükler ise bir faaliyetin sunulmasına ilişkindir. Organizasyonel yükümlülüklerle ilişkin en önemli düzenlemelerden birini VII-128.9 Tebliği oluşturmaktadır. Zira Tebliğ, bilgi sistemlerine ilişkin olarak Borsa, Takasbank, yatırım kuruluşları, portföy yönetim şirketleri ve emeklilik yatırım fonları başta

olmak üzere geniş bir kapsama sahiptir. Bu itibarla Tebliğ, bankalar, bireysel emeklilik şirketleri ve yatırımcılar hariç olmak üzere, algoritmik yatırımda yer alan tüm aktörleri kapsamaktadır. Öte yandan bankalar için Elektronik Bankacılık Yönetmeliği, bireysel emeklilik şirketleri içinse Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği uygulama alanı bulmaktadır. Tebliğ'in algoritmik yatırıma ilişkin önemi, söz konusu aktörlere bilgi sistemlerin denetimi, bakımı, kontrolü gibi hususlarında geniş gözetim yükümlülükleri getirmesidir. Öte yandan hukukumuzda yatırım algoritmalarına dair bir standarda henüz yer verilmemiştir. Bu bağlamda Borsa İstanbul örneğindeki test ortamlarının yaygınlaştırılması, düzenleyici kum havuzlarının, özellikle FinTek'ler bakımından daha etkin hâle getirilmesi fayda sağlar. Algoritmik alım satım noktasında ise Borsa İstanbul'un BISTECH ve Vadeli İşlem Prosedürleri, Borsa üyelerine, algoritmik emir iletim sistemlerinin kullanımından kaynaklanabilecek zararlar bakımından, *Borsa'ya* karşı doğrudan doğruya sorumluluk yüklediği gözden kaçırılmamalıdır. Gerek idari gerek hukuki sorumluluk bakımından önem arz eden çıkar çatışmalarının da algoritmik yatırım çerçevesinde meydana gelmesi mümkündür. Algoritmaların çalışma biçimi itibariyle davranışsal çıkar çatışmalarından ziyade scalping, piyasa zamanlaması ve yönlendirilmiş aracılık gibi yapısal çıkar çatışmalarının oluşması daha muhtemeldir. Son olarak, FinTek'ler, çıkar çatışmalarının önlenmesi haricinde -hariç tutmamızın sebebi aynı zamanda III-37.1 sayılı Tebliğ kapsamında davranışsal yükümlülük olarak ele alınmasıdır-, organizasyonel yükümlülüklerin muhatabı değildir. Öte yandan, Avrupa Birliği Yapay Zekâ Tüzüğü'nde olduğu gibi düzenleyici kum havuzlarının yaygınlaştırılarak, özellikle küçük ölçekli FinTek'lere bu havuzlarda öncelik tanınması yararlı olur.

Algoritmik yatırıma ilişkin davranışsal esaslara değinmek gerekirse, bir yatırım faaliyetinin algoritmik araçlarla sunulması hâlinde, ilgili faaliyete dair esasların hafifletilmesini gerektiren bir düzenleme bulunmamaktadır. Esasen III-37.1 Tebliği'nde yer alan düzenlemeler başta olmak üzere, yatırım faaliyetlerine ilişkin esaslar çoğunlukla objektif niteliklidir. Dolayısıyla yatırım faaliyetlerine ilişkin davranışsal esaslar, kural olarak, robo-danışmanlık veya algoritmik alım satım bağlamında doğrudan doğruya uygulama alanı bulur. Şu var ki, III-37.1 Tebliği m. 48/3-c kapsamında yatırım danışmanının kimlik bilgilerinin müşteriye açıklanması, keza Tebliğ m. 49/2 uyarınca yatırım danışmanının ayrılması veya değişmesi durumunda müşteriye tanınan fesih hakkı, robo-danışmanlığın niteliğine uygun değildir. Bununla birlikte, özen yükümlülüğü, ne kadar objektif olursa

olsun, her hâlde sübjektif unsurlar içerir. Dolayısıyla algoritmik yatırım bağlamında ayrıca ele alınması yararlı olur. Bu noktada “algoritmik özen”den ziyade, yatırım hizmetini sunan, algoritmik yatırım sisteminin sağlayıcısının veya dağıtıcısı kuruluşun özeninden söz etmek yerinde olur. Ayrıca, algoritmik yatırım çerçevesinde değişen iletişim yöntemleri, yatırım danışmanlığı ve bireysel portföy yöneticiliği kapsamındaki yerindelik yükümlülüğünü de özellikli hâle getirmektedir. ESMA’nın robo-danışmanlık uygulamalarındaki yerindelik değerlendirmesinde öngördüğü aydınlatma ve bilgilendirme yükümlülüklerinin, hukukumuzda da SPK ilke kararı ile alınması fayda sağlar.

Hukuki sorumluluk noktasında, sözleşmesel ve sözleşme dışı sorumluluğun gündeme gelmesi mümkündür. Sözleşme dışı sorumluluk, esasen birinci nesil robo-danışmanlar bakımından uygulanabilir. Her iki sorumluluk türü bakımından da asıl mesele sorumluluğun isnat edilebilirliğidir. Zira otonom veya hibrit sistemlerde, algoritmik yatırım sisteminin beyanı veya fiili, sağlayıcı kuruluşun iradesine tam olarak bağlanamayabilir. Bu çerçevede isnat problemi, algoritmik emirler vasıtasıyla satım sözleşmelerinin kurulması bit yana, algoritmik yatırım sözleşmelerinin ifa aşamasında gündeme gelmektedir. Zira kural olarak vekâlet sözleşmesi niteliğindeki yatırım danışmanlığı, bireysel portföy yöneticiliği, alım satım aracılığı ve kolektif yatırım sözleşmeleri, iltihakî olarak düzenlenmekte, yatırımcı ile elektronik ortamda ve mesafeli olarak kurulabilmektedir. Algoritmik yatırım sistemi, söz konusu sözleşmelerin içeriğini belirlememektedir.

İfa aşaması bakımından iki problem ortaya çıkmaktadır. Bunlar edime uygun algoritmik fiilin ifa sayılıp sayılmayacağı ve borca aykırı algoritmik fiilden ötürü borçlunun sorumlu tutulup tutulamayacağıdır. Edime uygun ifanın isnadı noktasında, de lege lata görüşümüz, sermaye piyasası düzenlemelerinin, özel hukuka yansıma etkilerinden ve güven teorisinden yararlanılabileceği yönündedir. Zira sermaye piyasası mevzuatı ile izin verilen, en azından yasaklanmayan faaliyetlerin sonuçlarının, özel hukuk bağlamında isnat edilemiyor olması, hukuk sisteminde bir uyumsuzluğa ve boşluğa sebep olmaktadır. Bu itibarla hem borçlu hizmet sağlayıcı kuruluş hem de yatırımcı üzerinde, esasen hukuk düzeninin yarattığı bir güven hâli söz konusudur. Dolayısıyla, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde hukuka uygun olarak sunulabilen algoritmik yatırım faaliyetleri bağlamında, tüm tarafların, yaptıkları işlemlerin hukuken geçerli sonuçlar doğuracağına ilişkin güvenleri elbette haklı kabul edilmelidir. Sözleşmesel sorumluluk bahsinde kusurun isnadına ilişkin olarak da yine sermaye piyasası mevzuatının yansıma etkilerinden, özellikle VII-128.9

Tebliğ, Elektronik Bankacılık Yönetmeliği ve Emeklilik İç Sistemler Yönetmeliği'ndeki gözetim yükümlülüklerinden yararlanılabilir. Borçlunun kusursuzluğunu ispatı bakımından, kanaatimizce, hem TBK m. 116/1 örnekleme ile farazi kusursuzluk değerlendirmesi hem de yukarıda saydığımız Tebliğ ve Yönetmelik hükümleri dikkate alınarak gözetim yükümlülüğüne ilişkin incelemenin bir arada yapılması gerekir. Örneğin borçlu yatırım kuruluşu, hem borcu bizzat (insan finans uzmanları aracılığıyla) ifa etseydi kusursuz sayılacağını hem de algoritmik sistemin bakımlarını yerine getirdiğini kanıtlar ise kusursuz sayılmalı ve sorumluluktan kurtulmalıdır.

Sözleşmesel sorumluluk bağlamında de lege ferenda önerilerimiz ise şunlardır: Öncelikle, otonom (ve hibrit) sistemlerin beyanlarının sistem kullanıcısı kişilere yükletilmesi hususundaki tereddütlerin kaldırılması amacıyla, kişilerin otonom beyanlar ile yükümlülük ve sorumluluk altına girebileceği kanun ile düzenlenmelidir. İkinci olarak algoritmik yatırım platformları da dahil olmak üzere yapay zekâ sistemleri ile ifa edilen sözleşmesel borçlar bağlamında, borçluya, bir gözetim yükümlülüğü izafe edilmeli ve sorumluluktan kurtulması için şu iki kümülatif şartı ispat etmesine yönelik bir düzenlemeye yer verilmelidir:

1. Yapay zekâ sisteminin işlevini gereği gibi yerine getirmesi için gerekli tüm tedbirlerin alındığı,
2. Borcu bizzat ifa etseydi kendisine farazi bir kusur atfedilemeyeceği....

Bunların yanında illiyet bağının ispatı hususunda da yeni bir düzenlemeye yer vermek faydalı olur. Avrupa Birliği Sorumluluk Yönergesi Taslağı'nda öngörülen (borçlunun özen yükümlülüğünü ihlal etmesi ile yapay zekânın çıktısı arasındaki) illiyet bağı karinesinin, esasen sözleşme dışı sorumluluğa ilişkin olmasına rağmen, sözleşmesel sorumluluk bakımından da uygulanması düşünülebilir.

Sözleşme dışı sorumluluk, yukarıda da vurguladığımız üzere, esasen birinci nesil robo-danışmanlık bağlamında gündeme gelmektedir. Sözleşme dışı sorumlulukta isnat probleminden önce çözümlenmeyi bekleyen ön sorunlar mevcuttur. Bu sorunların başında sorumluluğa hangi hükümlerin uygulanacağı gelmektedir. Bunun yanında, tespit edilen hükümler çerçevesinde saf malvarlığı zararlarının tazmin edilip edilemeyeceği de ayrı bir problem teşkil etmektedir. Öğretide, sözleşme dışı tavsiye sunmadan kaynaklanan hukuki sorumluluk, güven teorisi ile temellendirilmektedir. Kanaatimizce, de lege lata, güven

sorumluluğu sözleşme dışı sorumlulukta isnadı bakımından da kusur prensibini dikkate almak hakkaniyetli olur. Buna göre, de lege lata, davacı zarar gören yatırımcı, davalının, robo-danışmanın işlevini gereği gibi yerine getirmesi için gerekli tedbirleri almadığını ispatla mükellef olmalıdır.

De lege ferenda ise Avrupa Birliği Sorumluluk Yönergesi Taslağı'nın 4'üncü maddesinde öngörülen, yapay zekâdan kaynaklanan sözleşme dışı sorumlulukta, *borçlunun özen yükümlülüğünü ihlal etmesi ile yapay zekânın çıktısı* arasında illiyet bağı karinesi yaratan ilişkin şu üç kümülatif şarta yer verilmesi düşünülebilir:

1. “Davacının, davalının özen yükümlülüğünü yerine getirmediğini ispatlaması veya bunun mahkemece (Yönerge Taslağı m. 3/5'e göre) varsayıldığı,
2. Somut olayın şartları altında, davalının kusurunun, yapay zekâ sisteminin çıktısına veya çıktı üretmesi gereken hâllerde bunun gerçekleşmemesine etki ettiğinin, *makul derecede muhtemel* olması,
3. Davacı tarafından, algoritmik sistemin çıktısının veya çıktı üretmesi gereken hâllerde üretmemesinin zarara sebep olduğunun ispat edilmesi”.

Taslak metinde esasen bir kusur sorumluluğu türü olarak gözetim sorumluluğuna yer verildiği, algoritmik özen veya kusur gibi kavramlar yerine, algoritmayı gözetmekle yükümlü kişilerin özensizliğinin kusur olarak addedildiği görülmektedir. Bu çerçevede davacı yine kusuru ispat etmekle yükümlüdür; fakat, ispat edeceği kusur, gözetim yükümlülüğünün ihlali noktasındadır. Davacının, davalının gözetim yükümlülüğü ihlal ettiğini ispatlaması, bu ihlalin yapay zekâ sistemi çıktısına etki etmiş olabileceğinin *makul derecede muhtemel* olması, ayrıca algoritmik fiil ile zarar arasındaki illiyetin yine davacı tarafından ispatı hâlinde, zarar ile davalı borçlunun kusurlu davranışı arasında bağlantı kurulmaktadır. Dikkat edilecek olursa, burada yapay zekâ çıktısı ile zarar arasındaki illiyet bağı değil, borçlunun gözetimi ile yapay zekâ sisteminin çıktısı arasında bir nedensellik karinesi düzenlemekte; yine sorumluluğun isnadı noktasında, davacı için bir ispat kolaylığı yaratılmaktadır.

Son olarak, idari sorumluluğun isnadı, hukuki sorumlulukta olduğu kadar problemli değildir. Öte yandan, özellikle SerPKn m. 96, 99, 100, 103 ve 104 hükümlerinin uygulanmasında 5326 sayılı Kabahatler Kanunu'nu göz önünde bulundurma gerekliliği; ayrıca Kabahatler Kanunu m. 9 uyarınca, aksi açıkça öngörülmemiş olmadıkça, kabahatler

kasten veya taksirler işlenebileceği hususları dikkate alındığında, kusur isnadına dair tartışmaların yine gündeme gelebileceği görülmektedir. Ne var ki, sermaye piyasası mevzuatındaki organizasyonel yükümlülüklerin doğrudan doğruya sermaye piyasası kurumlarına yöneltilmiş olması ve bu yükümlülüklerin Kabahatler Kanunu m. 7 çerçevesinde “*icrai davranışta bulunmaya yönelik hukuki yükümlülük*” olarak nitelendirilmeye elverişli olmasına binaen, isnat sorununun aşılması kanaatimizce mümkündür.



KAYNAKÇA

I. LİTERATÜR, REHBER VE RAPORLAR

ACAR Faruk, “Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi”, *Dr. Vecdi Aral’a Armağan*, 2001, Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 310-336.

ABİK Yıldız, “Normun Koruma Amacı Teorisi”, *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2010, C. 59, S. 3, 345-448.

ACOSTA Francis Nikolai, “Nomura buys into HK robo-advisor”, *Fund Selector Asia*, 2018, <https://fundselectorasia.com/nomura-buys-into-hk-robo-advisor/>, (E.T. 28.10.2023).

ADIGÜZEL Burak, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 4. Baskı, 2021, Ankara: Adalet Yayınevi.

ANTALYA O. Gökhan, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, C: V/1,2, 2019, Ankara: Seçkin [Borçlar Genel, C: V/1,2]

ANTALYA O. Gökhan, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, C: V/1,3, 2019, Ankara: Seçkin.

AKÇA Gökçen, *Online Finansal Platformlar Tarafından ROBO Advisor Hizmetlerinin Sunulması ve Finansal Teknoloji Hizmetlerinin Fon Dağıtım Kanallarında Kullanılması*, 2020, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu (Yeterlik Etüdü).

AKİPEK Şebnem, “Yapay Zekâ ve Hukuki Niteliği”, *Hukuk Perspektifinden Yapay Zekâ* (ed. Erdem BÜYÜKSAĞIŞ), 2022, İstanbul: On İki Levha.

AKKAYA Erhan, “Yüksek Frekanslı İşlemler ve Düzenleme Yaklaşımları”, *Merkezin Güncesi*, 2018,

https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/yukse_frekansli_islemler, (E.T. 15.06.2024).

ALTMANN Mareike, BECKER Torsten, *BaFinTech 2016 Workshop 3: Robo-Advice – Anforderungen der Aufsicht an die automatisierte Wertpapierveratung*, 2016, BaFin, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rede_Vortrag/dl_160628_BaFin-Tech2016_Workshop_3.html, (E.T. 03.11.2023).

ARMAĞAN Korhan, “Bireysel Portföy Yönetim Sözleşmesi Kapsamında Portföy Yöneticisinin Hukuki Sorumluluğu”, *Ankara Barosu Dergisi*, 2022, S. 2, 252-277.

ASIC, *Regulatory Guide 241: Electronic trading*, Ağustos 2022, <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-241-electronic-trading/>, (E.T. 13.03.2024), [Electronic Trading].

ASIC, *Regulatory Guide 255: Providing digital financial product advice to retail clients*, Ağustos 2016, <https://download.asic.gov.au/media/vbnlotqw/rg255-published-30-august-2016-20220328.pdf>, (E.T. 13.12.2023), [Digital Advice].

ASIC, *Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets*, Ağustos 2022, <https://download.asic.gov.au/media/vylbcvwt/rg265-published-2-august-2022.pdf>, (E.T. 13.03.2024), [Market Integrity].

ATA Özlem, *Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satım Aracılık Faaliyetinde Yatırımcının Korunması*, 2020, İstanbul: On İki Levha.

BAHTİYAR Mehmet, *Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş*, 2019, İstanbul: Beta [Sermaye Piyasası].

BAHTİYAR Mehmet, *Ortaklıkları Hukuku*, 16. Bası, 2024, İstanbul: Beta, [Ortaklıklar].

BAHTİYAR Mehmet, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Önemi, Yararları ve Bağlı Oldukları Hükümler”, *Ankara Barosu Dergisi*, 1999, Y. 56, S. 2-3, 153-162, [GYO Önemi].

BAHTİYAR Mehmet, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyete Geçme Esasları”, *Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı*, 2. Bası, 2001, 53-110, [GYO Kuruluş].

BARRALES Edgar Ortega, “Lessons from the Flash Crash for the Regulation of High-Frequency Traders”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2012, C. 17, S. 4, 1195-1262.

BÜYÜKSAGIŞ Erdem, TÜRKÖĞLU Elif Ceren, ALPTEKİN Onur, “Yapay Zekâ İşletenin Hukuki Sorumluluğu”, *Hukuk Perspektifinden Yapay Zekâ* (ed. Erdem BÜYÜKSAGIŞ), 2022, İstanbul: On İki Levha.

BRENNER Lukas, MEYLL Tobias, “Robo-advisors: A suitable for human financial advice?”, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 2020, C. 25, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2214635019301881>, (E.T. 22.01.2024).

BAŞPINAR Veysel, *Vekilin (Avukatın, Hekimin, Mimarın, Bankanın) Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu*, 2. Baskı, 2004, Ankara: Yetkin.

BATTAL Ahmet, *Güven Kurumu Nitelendirmesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu*, 2021, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

BoE, *Policy Statement | PS12/18 – Algorithmic trading*, Haziran 2018, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/policy-statement/2018/ps1218.pdf>, (E.T. 14.03.2024).

BoE, *Supervisory Statement | SS5/18 – Algorithmic trading*, Haziran 2018, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/supervisory-statement/2018/ss518>, (E.T. 14.03.2024).

BORSA İSTANBUL, *Üye Test Ortamları Bilgilendirme Dokümanı*, https://www.borsaistanbul.com/files/Test_Ortamlari_Bilgilendirme_Dokumani.pdf, (E.T. 15.06.2024).

BUSCH Danny, “MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market Access”, *Law and Financial Markets Review*, 2016, C. 10, S. 2, 72-82.

CFTC & SEC, *Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010*, 30.09.2010, <https://www.sec.gov/files/marketevents-report.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

ČUK Tilen, VAN WAEYENBERGE Arnaud, “European Legal Framework for Alorithmic and High Frequency Trading (Mifid 2 and MAR) A Global Approach to Managing Risks of the Modern Trading Paradigm”, *European Journal of Risk Regulation*, 2018, C. 9, S. 1, 146-153.

ÇAĞLAYAN AKSOY Pınar, *Akıllı Sözleşmelerin Kuruluşu ve Geçerlik Şartları*, 2. Bası, 2021, Ankara: On İki Levha.

ÇEKİN Mesut Serdar, *Yapay Zekâ Teknolojilerinin Hukuki İşlem Teorisine Etkileri*, 2021, İstanbul: On İki Levha.

DENİZ Defne, *Güven İlkesinin Türk Borçlar Kanunu'ndaki Temsil İlişkisine Yansımaları*, 2022, İstanbul: On İki Levha.

DOĞAN Erdem, *Yapay Zekânın Hukukî Statüsü ve Hukukî Sorumluluğu*, 2022, Ankara: Ankara Üniversitesi (Doktora Tezi).

DUFFY Sophia, PARRISH Steve, “You Say Fiduciary, I Say Binary: A Review and Recommendation of Robo-Advisors and the Fiduciary and Best Interest Standards”, *Hasting Business Law Journal*, 2021, C. 17, S. 1, 3-32.

EREN Fikret, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 23. Baskı, 2018, Ankara: Yetkin.

EREN SARIOĞLU Serra, *Portföy Yönetiminde Yeni Yaklaşımlar – Dijital Varlık Yönetimi ve Robo Danışmanlık*, 2018, Nisan Kitabevi.

ESMA, *Guideliness on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, (ESMA35-43-1163), 06.11.2018, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_0.pdf, (E.T. 01.11.2023), [Suitability Requirements 2018].

ESMA, *Guideliness on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, (ESMA35-43-3172), 03.04.2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements.pdf , (E.T. 02.02.2024), [Suitability Requirements 2023].

ESMA, *MiFID II Review Report – MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*, (ESMA70-156-4572), 28.09.2021, <https://www.esma.europa.eu/document/mifid-ii-final-report-algorithmic-trading>, (E.T.17.03.2024), [Algorithmic Trading].

ESMA, *Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID II*, (ESMA35-43-3861), 11.07.2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-07/ESMA35-43-3861_Supervisory_briefing_on_understanding_the_definition_of_advice_under_MiFID_II.pdf , (E.T. 04.02.2024) [The definition of advice].

FCA, *Algorithmic Trading Compliance in Wholesale Markets*, Şubat 2018, <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/algorithmic-trading-compliance-wholesale-markets>, (E.T. 14.03.2024), [Algorithmic Trading].

FEIN Melanie L., “Robo-Advisors: A Closer Look”, 2015, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2658701, (E.T. 28.01.2024).

FINRA, *Report on Digital Investment Advice*, Mart 2016, s. 2, <https://www.finra.org/sites/default/files/digital-investment-advice-report.pdf>, (E.T. 10.05.2022), [Digital Investment Advice].

FISCH Jill E., LABOURÉ Marion, TURNER John A., “The Emergence of the Robo Advisor”, *Pension Research Council Working Paper PRC WP2018-12*, 2018, University of Pennsylvania.

FMA, *Market Operator Obligations Review – NZX*, <https://www.fma.govt.nz/assets/Reports/NZX-Obligations-Review-2018.pdf>, (E.T. **SPK**, Basın Duyurusu: *Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ*, 2022, <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2022/yatirim-hizmetleri-ve-faaliyetleri-ile-yan-hizmetlere-iliskin-esaslar-hakkinda-teblig-iii-37-1de-degisiklik-yapilmasina-dair-teblig>, (E.T. 19.02.2024).

FMA, *Submissions Report – Exemption to facilitate personalized robo-advice*, Ekim 2017, <https://www.fma.govt.nz/assets/Consultations/Consultation-Personalised-robo-advice-Submissions-report.pdf>, (E.T. 02.02.2024), [Robo-advice].

GEMİCİ İlke Aytekin, *Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği*, 2005, Ankara: Ankara Üniversitesi (Yüksek Lisans Tezi), [Hukuki Nitelik].

GEMİCİ İlke Aytekin, *Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Sorumluluk*, 2005, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu (Yeterlik Etüdü), [Hukuki Sorumluluk].

GÜÇLÜTÜRK Osman Gazi, *Yapay Zeka ve Verinin Kullanımı*, 2022, İstanbul: On İki Levha.

GÜRPINAR Damla, *Sözleşme Dışı Yanlış Tavsiyede Bulunma, Öğüt veya Bilgi Vermeden Doğan Hukuki Sorumluluk*, 2006, İzmir: Sözkese Matbaacılık.

GOMBER Peter, ZIMMERMANN Kai, “Algorithmic Trading in Practice”, *The Oxford Handbook of Computational Economics and Finance* (ed. CHEN Shu-Heng, KABOUDAN Mak, DU Ye-Rong), 2018, Oxford University Press.

GÜMÜŞ Mustafa Alper, *Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu*, 2001, İstanbul: Beta, [Vekilin Özen Borcu].

GÜMÜŞ Mustafa Alper, *Borçlar Hukuk Özel Hükümler*, C. 2, 2010, İstanbul: Vedat, [Borçlar Özel]

GÜNAL Vural, *Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar - Kurumlar)*, 1997, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

GÜRSOY Kemal Tahir, *Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları*, 1977, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

GRISCHUK Pawel, “Robo-advice - Automated investment advice in supervisory practice”, *BaFin Expert Articles*, 2017, <https://www.bafin.de/ref/19619406>, (E.T. 26.02.2024).

HASAN Afan, *Derin Öğrenme ve Makine Öğrenmesi Yöntemleriyle Borsa Alım Satım Davranışlarının Modellenmesi*, 2020, İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi (Doktora Tezi).

HKMA, *Reshaping Banking with Artificial Intelligence*, 2019, https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/financial-infrastructure/Whitepaper_on_AI.pdf, (E.T. 13.12.2023), [Artificial Intelligence].

HKMA, *Sound risk management practices for algorithmic trading*, 6 Mart 2020, <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2020/20200306e1.pdf>, (E.T. 13.03.2024), [Algorithmic Trading].

HUANG Robin Hui, WANG Charles Chao, ZANG Olivia Xin, “The development and regulation of robo-advisors in Hong Kong: empirical and comparative perspectives”, *Journal of Corporate Law Studies*, 2022, C. 22, S. 1, Routledge, s. 229-263.

İNCEOĞLU Murat, *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu*, 2004, Ankara: Seçkin. [Aracı Kurumlar].

İNCEOĞLU Murat, “İfanın Hukuki Niteliği ve Borçlunun Edime Uygun Eyleminin İfa Teşkil Edip Etmeyeceği Sorunu”, *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2005, C. 54, S. 4., 149-182, [İfa].

KANKOÇ AYDIN Dilara, *Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetlerinin Hukuki Niteliği*, 2019, Ankara: İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi (Yüksek Lisans Tezi).

KAPLAN İbrahim, *Portföy Yönetim Sözleşmesi (Portfolio-Management Agreement)*, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 1995, C. 18, S. 1, 45-77.

KARAKAŞ Tülay, *Portföy Yönetimi Sözleşmesi*, 2000, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Merkezi.

KAPANCI Berk, “Özel Hukuk Perspektifinden Bir Değerlendirme: Yapay Zekâ ve Haksız Fiil Sorumluluğu”, *Gelişen Teknolojiler ve Hukuk II: Yapay Zekâ* (ed. E. Eylem AKSOY RETORNAZ / Osman Gazi GÜÇLÜTÜRK), 2021, İstanbul, On İki Levha.

KARA Uğur, *İnternet Bankacılığında Bankaların Özen Yükümlülüğü*, 2021, İstanbul: Seçkin.

KAYIHAN Şaban, *Bankacılık Hukuku*, 2023, Ankara: Seçkin.

KILIÇOĞLU Ahmet M., *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 2019, Ankara: Turhan Kitabevi.

KIRCA Çiğdem, *Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk*, 2004, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü.

KIRILENKO Andrei A., LO Andrew W., “Moore’s Law versus Murphy’s Law: Algorithmic Trading and Its Discontents”, *Journal of Economic Perspectives*, 2013, C. 27, S. 2, 51-72.

KISSELL Robert, *The Science of Algorithmic Trading and Portfolio Management*, 2014, Elsevier (O’Reilly e-kitap).

KIUCHI Takahide, “High-Frequency Trading in Japan: A Unique Evolution – Perspective from Europe and Japan”, *The Future of Financial Systems in the Digital Age* (ed. HECKEL Markus, WALDENBERGER Franz), 2022, Springer, 159-182.

KOCAYUSUFPAŞAOĞLU Necip (HATEMİ Hüseyin, SEROZAN Rona, ARPACI Abdülkadir), *Borçlar Hukuku Genel Bölüm Birinci Cilt – Borçlar Hukukuna Giriş - Hukukî İşlem - Sözleşme*, 6. Bası, 2014, İstanbul: Filiz Kitabevi.

KULULAR İBRAHİM Merve Ayşegül, *Robo Danışmanların Hukukî Değerlendirilmesi*, 2023, Ankara: Adalet Yayınevi.

KUNZ Karen, MARTIN Jena, “Into the Breach: The Increasing Gap between Algorithmic Trading and Securities Regulation”, *Journal of Financial Services Research*, 2015, C. 47, S. 1, 135-152.

LAM Jonathan Walter, *Robo-Advisors: A Portfolio Management Perspective*, 2016, Connecticut: Yale College, https://economics.yale.edu/sites/default/files/2023-01/Jonathan_Lam_Senior%20Essay%20Revised.pdf, (E.T. 22.01.2024).

LEHMANN Matthias, KUMPAN Christoph, *European Financial Services Law – Article-by-Article Commentary*, 2019, Beck / Nomos / Hart.

LORDT Arne, *Das Recht der digital Kapitalanlage – Eine Untersuchung ausgewählter zivil- und aufsichtsrechtlicher Probleme bei der Erbringung von Robo Advice*, 2022, Berlin: Peter Lang.

MACKINTOSH Phil, *Nasdaq: 50 Years of Market Innovation*, 2021, <https://www.nasdaq.com/articles/nasdaq%3A-50-years-of-market-innovation-2021-02-11>, (E.T. 11.03.2024).

MADDEL Tobias B., *Robo Advice: Aufsichtsrechtliche Qualifikation und Analyse der Verhaltens- und Organisationspflichten bei der digitalen Anlageberatung und Vermögensverwaltung*, 2019, Nomos.

MARKOWITZ Harry M., “Portfolio Selection”, *The Journal of Finance*, 1952, C. 7, S. 1, 77-91.

MAS, *Guidelines on Provision of Digital Advisory Services* [CMG-G02], 2018, <https://www.mas.gov.sg/regulation/guidelines/guidelines-on-provision-of-digital-advisory-services>, (E.T. 28.10.2023).

MAUME Philipp, “Regulating Robo-Advisory”, *Texas International Law Journal*, 2019, C. 55, S. 1, 49-88.

MAUME Philipp, “Reducing Legal Uncertainty and Regulatory Arbitrage for Robo-Advice”, *European Company and Financial Law Review*, 2019, C. 16, S. 5, [Reducing Legal Uncertainty].

MAUME Philipp, *Robo-Advisors: How do they fit in the existing EU regulatory framework, in particular with regard to investor protection?*, 2021, Avrupa Parlamentosu, Lüksemburg, [EU regulatory framework].

MEMİŞ Tekin, TURAN Gökçen, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 6. Baskı, 2022, İstanbul: Seçkin.

MINISTRY OF BUSINESS, INNOVATION & EMPLOYMENT, NEW ZEALAND COMPANIES OFFICE, FINANCIAL ADVICE CODE WORKING GROUP, FMA, *What is the new regime for financial advice?*, 2018, <https://www.mbie.govt.nz/dmsdocument/3208-what-is-the-new-regime-for-financial-advise-pdf>, (E.T. 13.12.2023).

MOULLIET Dominik, STOLZENBACH Julian, MAJONEK Alexander, VÖLKER Thomas, *The expansion of Robo-Advisory in Wealth Management*, 2016, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte-Robo-safe.pdf>, (E.T. 28.10.2023).

NOMER ERTAN Füsün, “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, 2013, C. LXXI, S. 2, 131-144.

NZX, *NZX Thematic Review 2018 – Algorithmic Trading*, <https://www.nzx.com/announcements/328750>, (E.T. 13.03.2024).

OĞUZMAN M. Kemal, BARLAS Nami, *Medenî Hukuk*, 25. Bası, 2019, İstanbul: Vedat Kitapçılık.

OĞUZMAN M. Kemal, ÖZ Turgut, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, C. 1, 15. Bası, 2018, İstanbul, Vedat, [Birinci Cilt].

OĞUZMAN M. Kemal, ÖZ Turgut, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, C. 2, 13. Bası, 2017, İstanbul, Vedat, [İkinci Cilt].

ONUR Mehmet, KALKAN Onur, “Sermaye Piyasalarında Yüksek Frekanslı İşlemler”, *Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan* (ed. KIRCA İsmail, ŞİT İMAMOĞLU Başak, GÜREL Murat, TEKİN Ufuk, BEKTAŞ İbrahim, YENER Merve İrem), 2019, İstanbul: On İki Levha, 883-917.

ÖZER Işık, “Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunmayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 2018, C. 34, S. 1, 37-92.

ÖZYÜKSEL Suna, İĞCİ Hanifi Yunus, “Robo Danışmanlıktan Hibrid Dnışmanlığa”, 2019, *Working Paper Series – Tartışma Metinleri*, S. 235 / 2019-12, 2019, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Enstitüsü, İstanbul.

PAYETTE Dominique, “Regulating Robo-Advisers in Canada”, *Banking & Finance Law Review*, 2018, C. 33, S. 3, 423-474.

PIEPER Fritz-Ulli, “Haftungsrisiken sowie Möglichkeiten und Grenzen von Haftungsbeschränkungen”, *Rechtshandbuch Robo Advice – Automatisierte Finanz- und Versicherungsdienste* (ed. LINARDATOS Dimitrios), 2020, C.H. Beck & Vahlen.

REİSOĞLU Safa, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 22. Bası, 2011, İstanbul.

RINGE, Wolf-George, RUOF Christopher, “A Regulatory Sandbox for Robo Advice”, *ILE Working Paper Series*, S. 14, 2018, University of Hamburg, Institute of Law and Economics, Hamburg.

SAY Cem, *50 Soruda Yapay Zekâ*, 7. Baskı, 2018, İstanbul: 7 Renk.

SCHOLZ Peter, TERTILT Michael, “Robo-Advisory: The Rise of Investment Machines”, *Robo-Advisory: Investing in the Digital Age* (ed. SCHOLZ Peter), 2021, s. 3-19.

SCHWINN Roland, TEO Ernie G. S., “Inclusion or Exclusion? Trends in Robo-advisory for Financial Investment Services”, *Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion*, C. 2 (ed. CHUEN David Lee Kuo & DENG Robert) 2018, Elsevier Academic Press, s. 481-492.

SEC, *Equity Market Structure Literature Review – Part II: High Frequency Trading*, 18 Mart 2014, https://www.sec.gov/marketstructure/research/hft_lit_review_march_2014.pdf, (E.T. 11.03.2024), [HFT Literature Review].

SEC, *Staff Report on Algorithmic Trading in U.S. Capital Markets*, 5 Ağustos 2020, https://www.sec.gov/files/algo_trading_report_2020.pdf, (E.T. 11.03.2024), [Algorithmic Trading].

SEO Ji-Yong, CHAI Sangmi, “The role of algorithmic trading systems on the stock market”, *Information Systems Frontiers*, 2013, C. 15, S. 5, 873-888.

SERT Aysema, *Sermaye Piyasası Yatırımlarında Yeni Yatırımcı Davranışı “Algoritmik Trade”*, 2022, Çorum: Hitit Üniversitesi (Yüksek Lisans Tezi).

SFC, *Guidelines for the Regulation of Automated Trading Services*, Eylül 2016, <https://www.sfc.hk/-/media/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidelines-for-the-regulation-of-automated-trading-services/guidelines-for-the-regulation-of-automated-trading-services.pdf>, (E.T. 15.03.2024), [Automated Trading Services].

SFC, *Guidelines on Online Distribution and Advisory Platforms*, 2019, <https://www.sfc.hk/-/media/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidelines/guidelines-on-online-distribution-and-advisory-platforms/guidelines-on-online-distribution-and-advisory-platforms.pdf?rev=689af636b3ad4077929d46a94631e458>, (E.T. 13.12.2023), [Advisory Platforms].

SIRONI Paolo, *FinTech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification*, 2016, John Wiley & Sons, ProQuest Ebook Central, (E.T. 08.05.2022).

SÖĞÜTLÜ Özlem, “Sözleşmesel Sorumluluk Bağlamında Kölenin Hukukî Statüsünden Yapay Zekânın Hukukî Statüsüne Bakış”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, C. 39, S. 2, 2023, 277-319.

SPK, *2019 Yılı Faaliyet Raporu*, s. 80, <https://spk.gov.tr/yayinlar/spk-faaliyet-raporlari>, (E.T. 15.06.2024).

SPK, *2022 Yılı Faaliyet Raporu*, s. 67, <https://spk.gov.tr/yayinlar/spk-faaliyet-raporlari>, (E.T. 15.06.2024).

SPK, *2022 – 2026 Stratejik Plan*, s. 47, 49, <https://spk.gov.tr/data/6371f6d71b41c60e747e608d/2022-2026%20STRATEJ%C4%B0K%20PLAN.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

SPL, *Lisans Sınavları Çalışma Notları – Yatırım Kuruluşları*, Ders Kodu: 1005, 31.12.2023, https://spl.com.tr/wp-content/uploads/2024/01/1005_MKT_31122023_202401171500-002.pdf, (E.T. 04.03.2024), [1005 Yatırım Kuruluşları].

TANDOĞAN Haluk, *Türk Mes’uliyet Hukuku (Akit Dışı ve Akdi Mes’uliyet)*, 1961, Ankara: Ajans-Türk Matbaası, [Mesuliyet].

TANDOĞAN Haluk, *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*, C. II, 5. Tıpkı Basım, 2010, İstanbul: Vedat.

TEKBEN Tuğçe, *Vekâlet İlişkilerinde Vekâlet Vereninin Talimatı ve Hukuki Sonuçları*, 2021, İstanbul: On İki Levha.

TEKİNALP Ünal, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, 1982, İstanbul: ES Yayınları [Sermaye Piyasası].

TÖREMİŞ Hatice Ebru, *Sermaye Piyasası Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması*, 2022, Ankara: Seçkin.

TSPB & TKYD, *İtici Güç Olarak Sermaye Piyasalarının Ekonomiye ve Reel Sektöre Katkısı, Fırsatlar ve Gelişmesi İçin Yapılacak Eylemler – Yol Haritası Çalıştay Raporu*, 2018, Antalya, https://tspb.org.tr/wp-content/uploads/2023/08/TSPB_TKYD_VIZYON_TOPLANTISI_RAPORU-05122018_02.pdf, (E.T. 15.06.2024).

TUĞ Mehmet Arif, *Sermaye Piyasalarında Yatırım Danışmanlığı*, 2018, On İki Levha.

USCA Enver, *Yatırım Danışmanlığı ve Çıkar Çatışması*, 2007, Ankara: Gazi Üniversitesi (Doktora Tezi).

ÜLGEN Hüseyin, *Türk Ticaret Hukukunda Hukuki Görünüş Nazariyesi (Ticari İşletme Bakımından Uygulama)*, 1975'ten Tıpkı Bası, 2005, İstanbul: Vedat.

ÜNAL Oğuz Kürşat, *Aracı Kurumlar – Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar*, 1997, Ankara: Yaklaşım Yayınları.

VURAL Güven, *Yatırım Ortaklıkları*, 1978, Ankara: Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi.

YALÇIN Çağrı Kaan, ÇEVİK Yasin Erdem, TANRIÖVEN Cihan, “Yüksek Frekanslı İşlemler Sonrası Borsa İstanbul’da Piyasa Etkinliğinin Test Edilmesi”, *Hitit Sosyal Bilimler Dergisi*, 2022, C. 15, S. 1, 100-119.

YAVUZ Cevdet / ACAR Faruk / ÖZEN Burak, *Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler*, 10. Baskı, 2014, İstanbul: Beta.

YILDIRIM Ayşe Hümay, *Portföy Yönetim Sözleşmesi*, 2008, İstanbul: Marmara Üniversitesi [Yüksek Lisans Tezi

YILDIZ Burçak, *Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında Yatırım Tavsiyeleri*, 2015, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü [Yatırım Tavsiyeleri].

YILDIZ DESTANOĞLU Burçak, *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri*, 2004, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü [YILDIZ, Katılma Belgeleri].

YONGALIK Aynur, *İstisnalar Dar Yorumlanır Kuralı ve Değerlendirilmesi*, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 2011, 60, S. 1, 1-15.

II. İNTERNET SAYFALARI

ALGO LAB, “API Hizmeti”, <https://www.algolab.com.tr/ApiService>, (E.T. 15.06.2024).

ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK, “FonMatik ROBO”, <https://www.anadoluhayat.com.tr/urunlerimiz/fonmatik-robo>, (E.T. 01.04.2024).

BORSA İSTANBUL, “BISTECH Teknolojisi”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/473/bistech-teknolojisi>, (E.T. 14.03.2024).

BORSA İSTANBUL, *Borsa İstanbul A.Ş. Algoritmik Emir Sistemleri Bilgi Formu*, <https://borsaistanbul.com/files/algoritmik-emir-iletim-sistemleri-bilgi-formu.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

BORSA İSTANBUL, *Borsa İstanbul A.Ş. Algoritmik Emir İletim Sistemleri Taahhütnamesi*, <https://borsaistanbul.com/files/algoritmik-emir-iletim-sistemleri-taahhutnamesi.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

BORSA İSTANBUL, “Borsa İstanbul’un ‘1 milisaniye teknolojisi’ ilk kez Gedik Yatırım’da”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/duyuru/547/borsa-istanbulun-1-milisaniye-teknolojisi-ilk-kez-gedik-yatirimda>, (E.T. 18.03.2024).

BORSA İSTANBUL, “FIX Protokolü”, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/443/fix-protokolu>, (E.T.20.03.2024).

BORSA İSTANBUL, “ITCH Protokolü”, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/446/itch-protokolu>, (E.T.20.03.2024).

BORSA İSTANBUL, “OUCH Protokolü”, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/445/ouch-protokolu>, (E.T. 20.03.2024).

BORSA İSTANBUL, “Piyasa İşleyişi”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/493/pay-piyasasi-piyasa-isleyisi>, (E.T. 15.06.2024).

BORSA İSTANBUL, “Teknoloji Hizmetleri”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/474/teknoloji-hizmetleri>, (E.T. 18.03.2024).

BORSA İSTANBUL, “Test Ortamları”, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/466/test-ortamlari>, (E.T. 15.06.2024).

BORSA İSTANBUL, “TIP Protokolü”, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/583/tip-protokolu>, (E.T.20.03.2024).

BURGAN YATIRIM, “Yatırım Hizmetleri Çerçeve Sözleşmesi”, <https://www.burganyatirim.com.tr/assets/documents/yasal-duyurular/yatirim-hizmetleri-cerceve-sozlesmesi.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

CHARLES SCHWAB, “Investor Profile Questionnaire”, <https://advisorservices.schwab.com/intelligent-advisor/investor-profile-questionnaire>, (E.T. 22.01.2024).

DENİZ YATIRIM, “Algoritmik İşlemler”, <https://www.denizyatirim.com/CustomPage/AlgoritmikIslemler>, (E.T. 15.06.2024).

GARANTİ BBVA EMEKLİLİK, “Fon Koçu”, <https://www.garantibbvaemeklilik.com.tr/fon-kocu>, (E.T. 01.04.2024).

GLOBAL MENKUL, Alım Satıma Aracılık Çerçeve Sözleşmesi, <https://global.com.tr/media/2z0nr1ao/alim-satima-aracilik-c-erc-eve-so-zles-mesi.pdf>, (E.T. 15.06.2024).

HALK YATIRIM, “Algoritmik Emir İletimine İlişkin Sözleşme ve Özel Hükümler”, https://www.halkyatirim.com.tr/pdf/2020/10/Algoritmik_Emir_Iletimi_Sozlesmesi.pdf, (E.T. 15.06.2024).

INTERACTIVE BROKERS, “Interactive Brokers History”, <https://www.interactivebrokers.com/en/general/about/about.php>, (E.T. 11.03.2024).

MATRİKS, “FinALGO”, <https://www.matriksdata.com/website/urunlerimiz/kurumsal-hizmet-ve-servisler/algoritmik-islem-uygulamalari>, (E.T. 15.06.2024).

MATRİKS, “HFT”, <https://www.matriksdata.com/website/urunlerimiz/kurumsal-hizmet-ve-servisler/algoritmik-islem-uygulamalari/hft>, (E.T. 15.06.2024).

MATRİKS, “İşlem Ekranları”, <https://www.matrikswebtrader.com/tr/trading-modules>, (E.T. 15.06.2024).

QNB FINANINVEST, “Akıllı Robo”, <https://www.qnbfi.com/akilli-robo>, (E.T. 23.01.2024).

QNB FINANINVEST, “Akıllı Robo”, <https://akillirobo.qnbfi.com/>, (E.T. 26.01.2024).

TEB YATIRIM, “Matriks Trader”, <https://www.tebyatirim.com.tr/islem-platformlarimiz/diger-islem-kanallari/islem-platformlari/matriks-trader>, (E.T. 15.06.2024).

TÜRK DİL KURUMU, *Türk Dil Kurumu Sözlükleri – Güncel Türkçe Sözlük*, <https://sozluk.gov.tr>, (E.T. 13.02.2024).

TÜRKİYE İŞ BANKASI, “Robofon Danışmanı”, <https://www.isbank.com.tr/robofon-danismani>, (E.T. 24.01.2024).

ÜNLÜ MENKUL, “Algoritmik İşlem ve Otomatik Emir İletim Sistemleri Sözleşmesi”, https://www.unlumenkul.com/services/file/Algoritmik_Islem_ve_Otomatik_Emir_Iletim_Sistemleri_Sozlesmesi-641.pdf, (E.T. 15.06.2024).