

Bekir Erdem'e



**SERMAYE PİYASALARINDA
ARACILIK FAALİYETLERİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ**

İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi
Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü

DİLARA KANKOÇ AYDIN

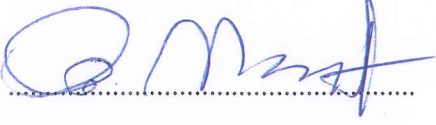
Özel Hukuk Disiplininde Yüksek Lisans
Derecesi Kazanma Yükümlülüklerinin Parçasıdır.

HUKUK FAKÜLTESİ
İHSAN DOĞRAMACI BİLKENT ÜNİVERSİTESİ

ANKARA

Eylül 2019

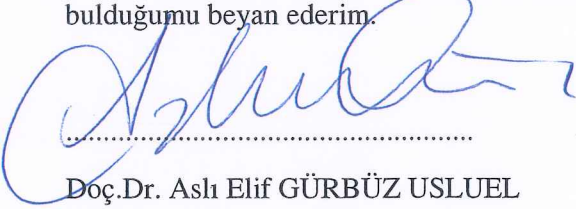
Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Yüksek Lisans derecesi için yeterli bulunduğumu beyan ederim.



Prof.Dr. Çağlar MANAVGAT

Tez Danışmanı


Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Yüksek Lisans derecesi için yeterli bulunduğumu beyan ederim.



Doç.Dr. Aslı Elif GÜRBÜZ USLUEL

Tez Jüri Üyesi


Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Yüksek Lisans derecesi için yeterli bulunduğumu beyan ederim.



Dr.Öğretim Üyesi Başak ŞİT İMAMOĞLU

Tez Jüri Üyesi

Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü'nün onayı



Prof.Dr. Halime DEMİRKAN

Enstitü Müdürü

ÖZET

SERMAYE PİYASALARINDA ARACILIK FAALİYETLERİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ

Kankoç Aydın, Dilara

Yüksek Lisans, Özel Hukuk Programı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Çağlar Manavgat

Eylül 2019

Halka arza aracılık ve alım-satım aracılığından oluşan aracılık faaliyetleri, diğer yatırım hizmet ve faaliyetleri yanında, sermaye piyasası işlemlerinin temelini oluşturmaktadır. Zira yatırım kuruluşlarından halka arza aracılık hizmeti alınmaksızın ihraç yapılması mümkün olmadığı gibi, ikincil piyasalarda sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar arasında tedavülü, alım-satım aracılığı hizmeti alınmaksızın gerçekleşemeyecektir. Dolayısıyla bu hizmetlerin alınması esnasında ihraççılar ve yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasında doğacak olası uyuşmazlıklarda uygulanacak hukuk kurallarının belirlenmesi için aracılık faaliyetlerinin hukuki niteliklerinin tartışılması gerekecektir. Bu çalışmada 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun ikincil düzenlemeleri kapsamında aracılık faaliyetleri, bu faaliyetleri gerçekleştirebilecek yatırım kuruluşları, faaliyet usul ve esasları, aracılık türleri, aracılık türlerinin ABD ve AB Hukuklarındaki görünüşleri ve tüm aracılık türlerinin hukuki niteliklerinin ele alınması söz konusudur.

Anahtar kelimeler: Aracılık Faaliyetleri, Aracılık Sözleşmeleri, Sermaye Piyasaları, Vekalet Sözleşmesi, Yatırım Kuruluşları.

ABSTRACT

LEGAL STATUS OF INTERMEDIARY ACTIVITIES

IN CAPITAL MARKETS

Kankoç Aydın, Dilara

LL.M., Private Law Program

Supervisor: Prof. Dr. Çağlar Manavgat

September 2019

Since, neither issuing capital market instruments, nor trading in previously issued capital market instruments is possible without having intermediation service from authorized investment firms; intermediary activities, consisted of intermediation to public offerings and intermediation to buying and selling capital market instruments in secondary markets, are the core of capital markets besides other investment activities and services. Thus, in the case that a conflict emerges between issuers, investors and investment firms while having related intermediary services, it is important to discuss the legal status of those intermediary contracts for determining related legislation to apply to the resolution of conflicts. Hence with this study, intermediary activities within the scope of Capital Markets Law No:6362 and the secondary legislation of Capital Markets Board of Turkey; the investment firms that may be authorized; intermediary service procedures and principles; types of intermediary activities; the reflections of those intermediary activities and services in both USA and EU Legislations are discussed and presented in details.

Key words: Capital Markets, Intermediary Activities, Intermediation Contracts, Investment Firms, Proxy Contract.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: TEMEL KAVRAMLAR ve KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA ARACILIK FAALİYETLERİ.....	4
I. TEMEL KAVRAMLAR	4
A. Sermaye Piyasası Aracı	4
B. İhraç ve Halka Arz.....	13
C. Borsa ve Borsa Üyesi	16
D. Yatırımcı	21
1. Tanım	21
2. Yatırımcının Müşteri Niteliği.....	23
3. Yatırımcının Tüketici Niteliği	26
II. KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA ARACILIK FAALİYETLERİ.....	33
A. ABD Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyetleri	33
1. Halka Arza Aracılık.....	33
2. Alım Satım Aracılığı	40
B. AB Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyetleri	45
1. Halka Arza Aracılık.....	45
2. Çok Taraflı Alım Satım Sistemleri.....	49
3. Alım Satım Aracılığı	54
İKİNCİ BÖLÜM: SERMAYE PİYASALARINDA YATIRIM HİZMET ve FAALİYETLERİ ile YATIRIM KURULUŞLARI	60
I. YATIRIM HİZMET VE FAALİYETLERİ	60
A. Tanım	60
B. Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri İçinde Aracılık Faaliyetlerinin Yeri	62
II. YATIRIM KURULUŞLARI.....	64
A. Tanım	64
B. Aracı Kurum ve Bankaların Sermaye Piyasasındaki Yeri	67
1. Genel Olarak	67
2. Aracı Kurumların Sınıflandırılması.....	72

3. Aracı Kurumların Kuruluş Şartları.....	74
a. Genel olarak	74
b. Anonim Ortaklık Niteliğini Haiz Olma	75
c. Sermayeye İlişkin Şartlar.....	77
d. Esas Sözleşmeye İlişkin Şartlar	79
e. Kuruculara İlişkin Şartlar	80
f. Ortaklara İlişkin Şartlar	81
4. Yatırım Kuruluşlarının Faaliyet Şartları	82
a. Yetki Belgesi Alma Zorunluluğu	82
b. Düzenli Uğraşı, Ticari veya Mesleki Faaliyet Olarak İcra Kuralı	86
c. Borsadan İşlem Yapma Yetkisi Alınması	90
d. Organizasyon Yapısının Oluşturulmuş Olması	90
e. Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi.....	92
f. Aracı Kurum Personeline İlişkin Yeterlilik Şartları.....	102
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: SERMAYE PİYASALARINDA ARACILIK FAALİYETLERİ	105
I. ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİ	105
A. Tanım	105
B. Türleri	106
1. Emir İletimine Aracılık	106
a. Tanım.....	106
b. Emir İletimine Aracılık Faaliyetinde Bulunabilecek Yatırım Kuruluşları	110
c. Emir İletimine Aracılık Faaliyetinin Yürütülmesine İlişkin İlke ve Esaslar	111
2. İşlem Aracılığı	114
a. Tanım.....	114
b. İşlem aracılığı faaliyetinde bulunabilecek yatırım kuruluşları	117
c. İşlem Aracılığı Faaliyetinin Yürütülmesine İlişkin İlke ve Esaslar.....	120
3. Portföy Aracılığı.....	123
a. Tanım.....	123
b. Portföy Aracılığı ve Tezgahüstü (Over the Counter) Piyasalar.....	125
c. Portföy Aracılığı Faaliyetinde Bulunabilecek Yatırım Kuruluşları.....	128
d. Portföy Aracılığı Faaliyetinin Yürütülmesine İlişkin İlke ve Esaslar	130
C. Alım Satım Aracılığı Sözleşmelerinin Türk Hukuku Bağlamında Değerlendirilmesi	132
1. Alım Satım Aracılığı Çerçeve Sözleşmesinin Hukuki Niteliği	132

2.	Bireysel Sözleşmelerin Hukuki Niteliği.....	143
a.	<i>Emir İletimine Aracılığın Hukuki Niteliği</i>	143
b.	<i>İşlem Aracılığının Hukuki Niteliği</i>	148
c.	<i>Portföy Aracılığının Hukuki Niteliği</i>	153
II.	HALKA ARZA ARACILIK FAALİYETİ	158
A.	Tanım	158
B.	Türleri	159
1.	En iyi gayret aracılığı	159
2.	Yüklenim aracılığı	161
C.	Halka Arza Aracılık Faaliyetinde Bulunabilecek Yatırım Kuruluşları	164
D.	Halka Arza Aracılık Faaliyeti Kapsamında Yatırım Kuruluşlarınca Gerçekleştirilecek İşlemler	165
1.	Kamunun Aydınlatılması	165
2.	Fiyat Tespiti	167
3.	Ön Talep Toplama	169
4.	Satışın Gerçekleştirilmesi	169
5.	Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlerin Yapılması	171
6.	Ek Pay Satışı	173
E.	Halka Arza Aracılık Faaliyetinin Yürütülmesine İlişkin Usul ve Esaslar	174
1.	Belirlenen ve Kamuya Açıklanan Esaslara Uygun Hizmet Vermek	174
2.	Piyasa Bozucu Eylemden Kaçınmak	177
3.	Halka Arzda Ücret Dışında Menfaat Temin Etmemek	178
4.	Halka Arz Eden Hakkında Detaylı İnceleme Yapmak	179
5.	Kamuya Açıklanmamış Bilgilerin Gizli Tutulması	180
F.	Aracılık Konsorsiyumu	181
G.	Halka Arza Aracılık Sözleşmelerinin Türk Hukuku Bağlamında Değerlendirilmesi	184
1.	Giriş	184
2.	En İyi Gayret Aracılığının Hukuki Niteliği	185
a.	<i>Doktrindeki Görüşler</i>	185
b.	<i>Değerlendirme</i>	187
3.	Yüklenim Aracılığının Hukuki Niteliği	191
a.	<i>Tümünü Yüklenim Aracılığının Hukuki Niteliği</i>	191
b.	<i>Bakiyeyi Yüklenim Aracılığının Hukuki Niteliği</i>	194
4.	Kısmi Yüklenim Türlerinin Hukuki Niteliği	204

5. Aracılık Konsorsiyumunun Hukuki Niteliği	204
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: ARACILIK SÖZLEŞMELERİ	208
I. GENEL OLARAK	208
II. ÇERÇEVE SÖZLEŞME OLARAK ALIM SATIM ARACILIĞI SÖZLEŞMELERİ	209
A. Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Hukuki Sonuçları.....	211
B. Değerlendirme	215
III. ALIM SATIM ARACILIĞI SÖZLEŞMELERİNDE GENEL İŞLEM ŞARTLARI	220
IV. ARACILIK SÖZLEŞMELERİNİN HÜKÜMLERİ	225
A. Alım Satım Aracılığında Tarafların Yükümlülükleri	225
1. Yatırım Kuruluşunun Yükümlülükleri	225
a. <i>İşi müşteri talimatlarına uygun yapma</i>	225
b. <i>İşin müşteri menfaatine yapılması borcu ile dürüstlük, özen ve sadakat yükümlülükleri</i>	227
c. <i>Hesap verme ve bilgilendirme</i>	229
d. <i>Elde edilen varlıkları teslim etme</i>	230
e. <i>Yatırımcı varlıklarının saklamasını yapma</i>	231
f. <i>Sır saklama</i>	232
2. Yatırımcının Yükümlülükleri	233
a. <i>Ücret, Komisyon ve Masrafların Ödenmesi</i>	233
b. <i>Menkul kıymetin ve/veya nakdin teslimi</i>	234
B. Halka Arza Aracılıkta Tarafların Yükümlülükleri	235
1. Yatırım Kuruluşunun Yükümlülükleri	235
a. <i>Halka arzı sadakat ve özenle gerçekleştirme</i>	235
b. <i>Organizasyonel işlemleri yürütme ve danışmanlık verme</i>	236
c. <i>Halka arz edenin talimatlarına uyma</i>	237
d. <i>Satılmayan kısmı satın alma</i>	238
2. Halka Arz Edenin Yükümlülükleri	239
a. <i>Aracılık ücretini ödeme</i>	239
b. <i>Sermaye piyasası aracının mülkiyetini nakletme</i>	240
C. Konsorsiyum Sözleşmesinde Yükümlülükler	241
1. İç İlişkide Yatırım Kuruluşlarının Yükümlülükleri.....	241
a. <i>Konsorsiyum liderinin iç yükümlülükleri</i>	241
b. <i>Konsorsiyum üyelerinin iç yükümlülükleri</i>	245

2. Dış İlişkide Yatırım Kuruluşlarının Yükümlülükleri.....	247
a. <i>Konsorsiyum üyelerinin dış yükümlülükleri</i>	247
b. <i>Konsorsiyum liderinin dış yükümlülükleri</i>	248
SONUÇ	250
KAYNAKÇA.....	260



KISALTMALAR

AB	:Avrupa Birliği
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	:Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
Borsa İstanbul	:Borsa İstanbul A.Ş.
Borsa İstanbul Yönetmeliği	:Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği
Borsalar Yönetmeliği	:Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik
ESMA	:European Securities and Markets Authority
FSB	:Financial Stability Board
IOSCO	:International Organization of Securities Commissions
ICMB	:International Center for Monetary and Banking Studies
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAS	:Kaldıraçlı Alım Satım
MiFID, MiFID I	:Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EC)
MiFID II	:Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU)
MKK	:Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
MTF	:Multilateral Trading Facility
NASDAQ	:NASDAQ Stock Market

NYSE	:Newyork Stock Exchange
OTF	:Organised Trading Facility
RM	:Regulated Market
SEC	:Securities Exchange Commission
Seri:V, No:125 sayılı Tebliğ	:Seri:V, No:125 sayılı Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri ve Bu İşlemleri Gerçekleştirebilecek Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (mülga)
Seri:V, No:34 sayılı Tebliğ	:Seri:V, No: 34 sayılı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği
Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ	:Seri:V, No:46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği (mülga)
Seri:V, No:68 sayılı Tebliğ	:Seri:V, No:68 sayılı Aracı Kurumlarda Uygulanacak İç Denetim Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
SI	:Systematic Internaliser
SPK	:Sermaye Piyasası Kurulu
Takasbank	:İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TTK	:6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
ViOP	:Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
II-5.1 sayılı Tebliğ	:II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği
II-5.2 sayılı Tebliğ	:II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
II-13.1 sayılı Tebliğ	:II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Usul ve Esasların Tutulması Hakkında Tebliğ

II-15.1 sayılı Tebliğ	:II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği
III-37.1 sayılı Tebliğ	:III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
III-39.1 sayılı Tebliğ	:III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ
III-45.1 sayılı Tebliğ	:III-45.1 sayılı Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ
II-5.1 sayılı Tebliğ	:II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği
II-5.2 sayılı Tebliğ	:II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
VII-128.1 sayılı Tebliğ	:VII-128.1 sayılı Pay Tebliği
VII-128.7 sayılı Tebliğ	:VII-128.7 sayılı Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Tebliği
2499 sayılı Kanun	:2499 sayılı (mülga) Sermaye Piyasası Kanunu
6362 sayılı Kanun	:6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

GİRİŞ

Sermaye piyasaları, fon arz ve talep edenlerin bulunduğu finansal sektörün sacayaklarından birini oluşturmakta; yatırım hizmet ve faaliyetleri ise sermaye piyasalarının ana eksenlerinden birini teşkil etmektedir. Yatırım hizmet ve faaliyetleri, 6362 sayılı Kanun'un 37 nci maddesinde bentler halinde sayılmış olup; (1) sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, (2) sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi ve (3) sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı olarak düzenlenen faaliyetler alım-satım aracılığı iken; (1) sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesi ile (2) sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi ise halka arza aracılık faaliyetleri olarak hüküm altına alınmıştır.

Yatırımcılardan fon talep edecek anonim ortaklıkların sermaye piyasasının bir parçası olması anlamına gelen ihraç ve satış işlemlerinin, yatırım kuruluşlarından aracılık hizmeti alınmadan yapılamaması; ihraçları takiben ikincil piyasalarda bu sermaye piyasası araçlarının dolaşımında olmasının ancak alım-satım aracılığı hizmeti alınarak gerçekleştirilebilmesinin söz konusu olduğu bir piyasada, aracılık faaliyetlerinin önemi izahtan varestedir.

SPK'nın aracılık faaliyetleri bakımından rolü, bu faaliyetlerin 6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesi uyarınca düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmeleri için faaliyet izni ve yetki belgesi verilmesi; bu hizmet ve faaliyetlere ilişkin usul ve esasların ikincil düzenlemelerle öngörülmesi; aracılık faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere yetki belgesi alan yatırım kuruluşlarının gözetim

ve denetiminin gerçekleştirilmesi ve 6362 sayılı Kanun'un amacı kapsamında genel olarak sermaye piyasalarının ve yatırımcıların menfaatlerinin korunması şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

SPK'nın aracılık faaliyetlerine ilişkin gözetim ve denetim faaliyetlerinden oluşan idari koruma alanının dışında, aracılık hizmeti alan yatırımcılar ve ihraççılar ile aracılık hizmeti sunan yatırım kuruluşları arasında kurulan sözleşme ilişkilerinin bulunduğu bir hukuki alan bulunmaktadır. Bu sözleşme ilişkilerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların hangi borç ilişkisi hükümlerine tabi olacağı mevzuatta açıkça düzenlenmediği gibi, farklı edimleri içeren farklı türdeki aracılık sözleşmeleri kanunda tip olarak hükme bağlanmış değildir. Dolayısıyla yatırımcılar ve ihraççılar ile yatırım kuruluşları arasında doğabilecek olası uyuşmazlıklarda, tarafların tabi olacağı hükümlerin öngörülebilmesi için, aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğinin belirlenmesi gerekecektir. Bu kapsamda, aracılık sözleşmeleri ile benzer nitelikleri haiz özel borç ilişkilerinden vekalet, alım-satım komisyonculuğu, acentelik, simsarlık ve alım-satım sözleşmeleri arasında bağlantı kurulması; aracılık sözleşmelerinin bu kanuni tiplerin kapsamına girip girmediğinin ya da kanuni tipteki sözleşmelerin kanunun öngörmediği şekilde birleşmesi ile oluşan karışık muhtevalı akitlerden olup olmadığının incelenmesi söz konusu olacaktır.

Çalışmamızda bu kapsamda, konu ile ilişkili temel sermaye piyasası konuları ve karşılaştırmalı hukukta aracılık faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerin incelenmesi, halka arza aracılık ile alım-satım aracılığı faaliyetlerinin içerdiği edimlerin sermaye piyasası düzenlemeleri kapsamında ortaya konulması, emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ve portföy aracılığından oluşan alım-satım aracılığı ile en iyi gayret ve yüklenimli aracılık türlerinden müteşekkil halka arza aracılık faaliyetlerinin; ayrıca

halka arza aracılık konsorsiyumlarının, çerçeve sözleşme ve bireysel sözleşmeler bağlamında hukuki niteliklerinin ortaya konulmasına çalışılacaktır.



BİRİNCİ BÖLÜM: TEMEL KAVRAMLAR ve KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA ARACILIK FAALİYETLERİ

I. TEMEL KAVRAMLAR

A. Sermaye Piyasası Aracı

Sermaye piyasalarının ekseninin etrafında döndüğü sermaye piyasası aracı kavramı, çalışmanın en önemli çekirdeklerinden biridir. Zira sermaye piyasası araçları, yatırım kuruluşlarının aracılık faaliyetlerinin esası olan halka arz ve alım satıma aracılık işlemlerinin konusunu teşkil etmektedir. Kaldı ki, 6362 sayılı Kanun'un kapsamını düzenleyen 2 nci maddesi uyarınca, “*sermaye piyasası araçları*” bu Kanun kapsamına dahil olduğundan, bu kavramın incelenmesi önemlidir. Sermaye piyasası araçlarının 6362 sayılı Kanun kapsamında olması, bu araçların ihracı başta olmak üzere, konu oluşturduğu çeşitli işlemlerin bu Kanun ve SPK Tebliği gibi ilgili diğer mevzuat hükümlerinin öngördüğü şekilde yapılması; aksi takdirde SPK tarafından yaptırım uygulanması gibi hukuki sonuçların doğması anlamına gelmektedir¹.

6362 sayılı Kanun'un “*Tanımlar*” başlıklı 3 üncü maddesinde sermaye piyasası araçları dört başlık altında düzenlenmiştir. Buna göre;

1. Menkul kıymetler
2. Türev araçlar
3. Yatırım sözleşmeleri

¹ Yanlı, V.: “Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları”, BATİDER, Cilt:32, Sayı:3, Eylül 2016, s.5-35.

4. SPK tarafından sermaye piyasası aracı olduğu belirlenen diğer araçlar sermaye piyasası aracı kavramının kapsamına dahil olacaktır².

Menkul kıymet kavramı, Kanun'un 3 üncü maddesinde, "*Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere,*

1. Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları,

2. Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikaları(...)"

şeklinde düzenlenmiştir. Dolayısıyla, TTK'nın ilgili hükümleri gereği kıymetli evrak olarak sayılan çek, poliçe ve bono ile ödeme aracı olarak para, sermaye piyasası aracı kavramının dışında kalmakta; ayrıca, 6362 sayılı Kanun'un 2 nci maddesinde sayılan istisna dolayısıyla, halka açık olmayan ortaklıkların, halka arz etmedikleri paylar da kapsam dışında kalmaktadır. Kanun'daki bu tanımdan, sermaye piyasası aracı sayılacak menkul kıymetin kapsamına, ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetlerin girdiği görülmektedir³.

Bu kapsamda, halka açık ortaklık payları, ortaklıkların ihraç ettiği tahviller, banka bonoları, yatırım fonu katılma belgeleri, varantlar⁴, yatırım kuruluşu

² 2499 sayılı mülga Kanun'da sermaye piyasası aracı kavramı sadece menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak ayrılmışken, 6362 sayılı Kanun'da diğer sermaye piyasası araçları şeklindeki genellemenin içinden türev araçlar ve yatırım sözleşmeleri bir kavram olarak ayrılmış ve sermaye piyasası aracı türü olarak gösterilmiştir. Ayrıca yatırım sözleşmeleri, "SPK tarafından sermaye piyasası aracı olduğu belirlenen diğer araçlar" şeklindeki torba başlık ile birlikte hüküm altına alınmıştır.

³ Adıgüzel, B.: "6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı", Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 3 (2017): 1-8 <http://dergipark.gov.tr/tfm/issue/31322/341603>

⁴ Sahibine, vade tarihine kadar ya da vade tarihinde payları borsada işlem gören veya görecek olan kayıtlı sermaye sistemine tabi ihraççı paylarına veyahut payları borsada işlem gören herhangi bir ortaklığın paylarına ilişkin olarak SPK tarafından belirlenen uzlaşi yöntemlerinden birini talep etme hakkı veren ve ihraççılarca ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında ihraç edilen sermaye piyasası aracı olan "*ortaklık varantları*" ile sahibine, dayanak varlığı ya da göstergeyi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakdi uzlaşi ile kullanıldığı sermaye piyasası aracı olan "*yatırım kuruluşu varantları*" bu kapsamdadır.

sertifikaları⁵, kira sertifikaları⁶, ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler⁷ ve gayrimenkul sertifikaları⁸ ismen sayılabilecek belli başlı menkul kıymetlerdir. Depo sertifikaları ise, yabancı menkul kıymetler olarak adlandırılan, Türkiye’de mukim olmayan yabancı sermayeli ihraççıların menkul kıymetlerinin karşılığı olarak, Türkiye’de çıkarılan menkul kıymetlerdir.

Sermaye piyasası aracı kavramının diğer bir ayağını teşkil eden türev araçları, 6362 sayılı Kanun’un 3 üncü maddesinde şu şekilde düzenlenmiştir:

1. Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçlar,

2. Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; SPK tarafından uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks

⁵ Dayanak varlığın fiyatına ya da dayanak göstergenin değerine bağlı olan ve sahibine vade tarihine kadar veyahut vade tarihinde dayanak varlığın ya da göstergenin nihai değeri ile daha önceden kamuya açıklanmış kullanım fiyatı arasındaki fark üzerinden hesaplanan tutarda bir geri ödeme hakkı sağlayan sermaye piyasası aracı olan “turbo yatırım kuruluşu sertifikası” ile sahibine, vade tarihine kadar ya da vade tarihinde belirli bir dayanak varlığa ya da göstergeye piyasa değeri üzerinden belirli bir iskonto ile yatırım yapma imkanı sağlayan ve bu iskonto karşılığında yatırımcının dayanak varlığın ya da göstergenin yukarı yöndeki performansının önceden tanımlanmış azami bir fiyatı ya da değeri aşan kısmından feragat ettiği sermaye piyasası aracı olan “iskontolu yatırım kuruluşu sertifikası” bu kapsamdadır.

⁶ Uluslararası literatürde “sukuk” olarak isimlendirilen sermaye piyasası aracı, gelirin karşılık gösterildiği ve faiz hassasiyeti olan yatırımcılara yönelik bir sermaye piyasası aracı olup; 6362 sayılı Kanun’un 61 inci maddesinde, “her türlü varlık veya hakkın finansmanını sağlamak amacıyla, varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlı veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan sermaye piyasası aracı” olarak tanımlanmıştır.

⁷ 6362 sayılı Kanun’un 59 uncu maddesinde bu menkul kıymetler, ihraççıların genel yükümlülükleri niteliğinde olan ve teminatlar karşılık gösterilerek ihraç edilen sermaye piyasası araçları olarak ele alınmıştır.

⁸ 6362 sayılı Kanun’un 128 inci maddesinde SPK’ya tanınan yetki çerçevesinde bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilen gayrimenkul sertifikası, ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden sermaye piyasası aracıdır.

seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçlar; bu araçların türevleri ve sayılan dayanak varlıkları birbiri ile değiştirme hakkı veren türevler,

3. Döviz ve kıymetli madenler ile SPK tarafından belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemler.

Kanun'un bu ayrıntılı tanımında ele alınan temel türev araçlar, opsiyon⁹ sözleşmeleri, *forward* (alivre) ve *futures* işlemleri ve *swap* sözleşmeleri ile kaldıraçlı alım satım sözleşmeleridir. Esasen türev ürünler, değeri kompleks olmayan bazı dayanak varlıkların değerine bağlı olan sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmakta olup¹⁰; bu ürünlerin anlaşılması için öncelikle “*spot piyasa*” ve “*türev piyasa*” kavramlarına değinilmesinde de fayda görölmektedir. Doğrudan fiziki mal alım satımının yapıldığı spot piyasalarda, ürün teslimatı söz konusu olmakta ve ödeme teslimatla gerçekleştirilmektedir. Örneğin spot piyasadan tahvil almak isteyen bir yatırımcı, Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası nezdinde işlem yapmakta; talebine konu tahvil hesabına geçerken, alım-satım anındaki değerinden ödeme yapılması söz konusu olmaktadır. Türev piyasalarda ise, spot piyasada işlem gören dayanak varlıkların değerleri üzerinden yatırım stratejisi belirlenmekte; varsa teslimat ve ödeme ileride bir tarihte belli şartların oluşması halinde gerçekleştirilmektedir. Keza türev ürünlerin türetildiği spot ürünlere de “*dayanak varlık*” denmektedir.

İşte *forward* ve *futures* işlemlerinde, belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte dayanak varlığı alma veya satma yükümlülüğü veren sözleşmeler söz konusu olup; bu sözleşmelerde satıcı konumundaki kısa pozisyon

⁹ Bu sözleşme, opsiyonu alan tarafa, ödediği prim karşılığında belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte dayanak varlığı alma veya satma hakkı veren, satan tarafı ise kazandığı prim karşılığında alma veya satmaya yükümlü kılan sözleşmedir.

¹⁰ Konishi, A./Dattatreya, R.E.: The Handbook of Derivative Instruments, Irwin Professional Publishing, Second Edition, s.1.

alan, dayanak varlığın fiyatının düşeceği öngörüsüyle hareket ederek, mevcut yüksek fiyattan satış yapmakta; alıcı konumundaki uzun pozisyon alan ise, dayanak varlığın fiyatının yükseleceği öngörüsüyle hareket ederek bugünkü düşük fiyattan alım yapmaktadır. *Forward* sözleşmeleri genellikle tezgahüstü piyasalarda taraflara özel anlaşmalar şeklinde yapılırken; *futures* sözleşmeleri VIOP gibi organize piyasalar nezdinde, standardize edilmiş sözleşmeler şeklinde işlem görmektedir.

Öte yandan, Borsa İstanbul nezdinde Swap Piyasasında işlem görmekte olan swap sözleşmelerinde, tarafların belli dönemlerde gerçekleşecek nakit akışlarının belli koşullar altında el değiştirmesi söz konusu olup; iktisadi açıdan, tarafların ödeme akımlarını, belirli bir zamanla sınırlı olarak, karşılıklı değiştirmeleri sonucunu doğuran anlaşma olarak tanımlanan bu sözleşmelerde taraflar faiz ya da döviz değıştirmek suretiyle kredi maliyetini düşürmeyi amaçlamaktadır¹¹.

Kaldıraçlı alım satım işlemleri ise, ayrıca bir inceleme konusu yapılabilecek niteliği haiz, son yıllarda yaygınlaşan türev ürünlerdendir. Organize bir piyasası bulunmayıp, yetkili aracı kurumlarla yatırımcılar arasında tezgahüstü piyasada gerçekleştirilen bu işlemler, yasa koyucunun sermaye piyasası aracı kapsamına aldığı 2011 yılından bu yana SPK'nın düzenleme ve denetleme yetkisinin en fazla kullanıldığı alan olmuştur. 25.02.2011 tarih ve 27857 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 6111 No'lu "*Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması İle Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu ve Diğer Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun*"un 155 inci maddesi ile yapılan değişiklikle kaldıraçlı alım satım işlemleri 2499 sayılı mülga Kanun'da; "*Döviz, mal, kıymetli maden veya Kurulca belirlenecek diğer varlıkların*

¹¹ Keskin, A.D.: Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği, Doktora Tezi, Ankara, 2007, s.6.

kaldıraçlı alım satımı, alım satımına aracılık ve bu işlemlere yönelik hizmetlerin yerine getirilmesi” şeklinde bir sermaye piyasası faaliyeti olarak düzenlenmiştir. Anılan hükme dayanılarak SPK tarafından hazırlanan Seri:V, No:125 sayılı Tebliğ, 27.08.2011 tarih ve 28038 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak 31.08.2011 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bu düzenlemeler çerçevesinde, 31.08.2011 tarihi itibarıyla, KAS işlemlerinin yalnızca SPK tarafından yetkilendirilen kuruluşlar tarafından gerçekleştirilebileceği hususu yasal düzenlemeye kavuşmuştur. 2499 sayılı Kanun’u ilga eden 6362 sayılı Kanun’da da kaldıraçlı işlemler türev araçlar arasında sayılmış, kaldıraçlı alım satım işlemlerine ilişkin ilke ve esaslar III-37.1 sayılı Tebliğ ve III-39.1 sayılı Tebliğ ile ayrıntılı olarak düzenlenmiş ve Seri: V, No: 125 sayılı Tebliğ, III-39.1 sayılı Tebliğ dahilinde yürürlükten kaldırılmıştır. III-37.1 sayılı Tebliğ uyarınca kaldıraçlı işlem; *yatırılan teminat tutarı karşılığında, döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıkların kaldıraçlı olarak elektronik ortamda oluşturulmuş bir platformda alım satımı işlemleri* olarak tanımlanmıştır. Kamuoyunda “forex” olarak bilinen bu işlemlerde, yatırımcılar yatırılan teminat tutarı karşılığında çeşitli ülkelerin para birimleri, emtia, kıymetli maden, sermaye piyasası kurulunca belirlenen diğer varlıkların fiyatlarındaki değişim üzerinden gelir elde etmeyi amaçlamakla birlikte, tersi durumda zarar etmektedirler. Bu işlemlerde iki ülke parasının birbirine ya da petrol, altın gibi emtia ve kıymetli madenlerin bir ülke parasına göre değeri alım satımına konu olmakta ve yatırımcılara yatırdıkları teminatın kaldıraç oranı kadar katında işlem yapma olanağı verilmektedir¹².

¹² 10.02.2017 tarih ve 29975 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan, Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ III-37.1’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ uyarınca, halihazırda kaldıraçlı işlem gerçekleştirebilmek için gerekli asgari başlangıç teminat tutarı 50.000 TL veya muadili döviz olup; uygulanabilecek en yüksek kaldıraç oranı 10:1’dir.

Sermaye piyasası araçlarının diğer türü olan yatırım sözleşmeleri ise, sermaye piyasası mevzuatında tanımına yer verilmeyen ve Türk sermaye piyasaları için yeni bir kavramdır. Kavramın açık tanımı mevzuatta bulunmadığından, kapsamına hangi sözleşme, araç ya da herhangi bir yatırım konusu olabilecek işlemin girdiği hususunda açıklık bulunmamaktadır¹³. AB hukukunda yatırım sözleşmesi kavramının sermaye piyasası aracı olma niteliğine rastlanmadığı görülmekle birlikte, ABD hukukunda bu kavram 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ve 1934 tarihli Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu'nda sermaye piyasası aracı olarak sayılmıştır¹⁴. Her ne kadar mezkur Kanunlarda sermaye piyasası aracı olarak sayılmışsa da, yatırım sözleşmesi kavramının tanımı, tıpkı Türk hukukunda olduğu gibi ABD hukukunda da kanunlarda açıkça zikredilmemiştir. Bu nedenle ABD Yüksek Mahkemesi'nin bu kavramın tanımını içeren SEC v. W.J. Howey Co.; Reves v.Ernst&Young; Marine Bank v.Weaver kararları emsal teşkil etmektedir.

ABD Yüksek Mahkemesi'nin bir girişimin sermaye piyasası aracı sayılıp sayılmamasına yönelik 1946 tarihli Howey Kararı'nda, yatırım sözleşmesinin 4 unsuru olduğu belirtilmiş olup; bunlar; (1) para ya da malvarlığı unsuru ile yapılan bir yatırım olması (2) bu yatırımın müşterek bir işletmeye yapılması¹⁵ (3) bu yatırımın kar beklentisi ile yapılması (4) kar beklentisinin sadece üçüncü müteşebbisin çabasına bağlı olması olarak sayılmıştır¹⁶. Bu unsurlar bir arada değerlendirildiğinde, bir kişinin para ya da malvarlığının başka bir unsurunu,

¹³ Yanlı, s.4.

¹⁴ Menkul Kıymetler Kanunu Sec.2/1 ve Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu Sec.3/10.

¹⁵ Howey Kararı günümüzde de emsal niteliğinde eyalet mahkemelerince de dikkate alınmaktaysa da, ABD yargı sisteminde müşterek işletme kavramının ne olduğu ve bu unsurun zorunluluk arz edip etmediği hususunda ortak bir kanaat oluşmamıştır. Müşterek işletme kavramının detayları için bkz: Gordon, J.D.: "Defining a Common Enterprise in Investment Contracts", Ohio State Law Journal, Vol:72, 2011.

¹⁶ "a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party."

kendisinin değil, müteşebbislerin çabasına bağlı bir kar beklentisi ile, müşterek bir işletmenin söz konusu olduğu bir yatırıma yönlendirmesi halinde yatırım sözleşmesinin söz konusu olduğu bir durum ortaya çıkacaktır. Müşterek işletme ile kast edilen ise, yatırımcının menfaatinin işletmeye dahil olan diğer yatırımcıların menfaatleri ile birlikte ve aynı kadere bağlı olmasıdır¹⁷. Emsal niteliğindeki bu kararda esas önemli nokta, Yüksek Mahkeme'nin yatırım sözleşmesi kavramını geniş yorumlaması, yatırımcıya neyin sunulduğunun değil, nasıl sunulduğunun sermaye piyasası aracının varlığında belirleyici olduğunu vurgulamasıdır. Ayrıca Howey kararında dikkat çeken diğer husus, bir yatırım sözleşmesinin sermaye piyasası aracı sayılması için bir borsa ya da piyasada işlem görmesinin zorunlu olmamasıdır¹⁸.

Bu kararın yanında, mahkemelerce Risk Sermayesi Testi de yatırım sözleşmesinin varlığını tespit için uygulanmaya başlanmıştır; bu testin Howey Kararı'ndan tek farkı, tartışmaya açık olan müşterek işletme unsurunun zorunlu tutulmaması olmuştur.

1982 tarihli *Marine Bank v. Weaver* Kararı'nda ise Yüksek Mahkeme, yatırım sözleşmesi kavramının tanımını daraltmış; taraflarca özel olarak müzakere edilmiş ve birden çok yatırımcının katılımı bulunmayan kar paylaşımı sözleşmelerinin yatırım sözleşmesi olarak sayılmayacağını belirtmiştir¹⁹. Ayrıca, 1990 tarihli *Reves v. Ernst&Young* kararında da Howey Kararı'ndan farklı olarak, borçlanma aracının geniş bir halk kitlesine satılmış olması, bunların sermaye piyasası aracı niteliğinin belirlenmesinde önemli rol oynamıştır²⁰.

¹⁷ Yanlı, s.6.

¹⁸ Yanlı, s.6.

¹⁹ Gordon, s.70.

²⁰ Yanlı, s.7.

Görüldüğü üzere yatırım sözleşmesi kavramının tanımı ABD Hukukunda da kesinleşmiş değildir. Ülkemiz uygulamasında henüz yatırım sözleşmesinin tanımına yönelik bir emsal karar bulunmadığından, bu kavramın anlaşılmasında ABD hukuku uygulamasının emsal davalarından faydalanılması mümkün görülmektedir. 6362 sayılı Kanun'un 99 uncu maddesinin SPK'ya izinsiz sermaye piyasası faaliyetlerinin durdurulması için gerekli her tedbiri alma, izinsiz sermaye piyasası faaliyetlerinin doğurduğu sonuçların iptali, nakit ya da sermaye piyasası aracının hak sahiplerine iadesi için dava açmaya yetki verdiği görülmektedir. SPK tarafından yatırım sözleşmesi kapsamında olduğu değerlendirilen bir sermaye piyasası aracının alım satımının ya da halka arzının yapıldığı tespit edildiği takdirde, 6362 sayılı Kanun md.99 kapsamında adli makamlar önünde izinsiz sermaye piyasası faaliyeti olduğuna yönelik dava açılması halinde, yatırım sözleşmesi kavramının tanımına yönelik bir emsal karar oluşabilecektir²¹.

6362 sayılı Kanun'un sermaye piyasası aracı kavramına dahil son unsur, SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarıdır. 6362 sayılı Kanun'un genel gerekçesinde, Kanun'un genelinde muhafaza edilmek istenen hususlardan birincisinin, Kanun'un zaman zaman detaya girse de, aslında bir çerçeve kanun olarak kalması gerektiği; ikincisi ise, ilkinе bağılı olarak piyasalara gerekli olan esnek ve gelişmelere tepki verebilme, uyum kabiliyetinin, öngörülebilirlik ihtiyacı gereği sınırları belirlenmiş bir şekilde ikincil düzenleme yapma yetkisinin düzenleyici otoriteye verilmesi olduğu belirtilmiştir. SPK'ya yeni sermaye piyasası aracı belirleme yetkisi veren bu hüküm de Kanun'un bu amacından kaynaklanmaktadır.

²¹ Adıgüzel tarafından, Türk hukukunda mahkeme önünde yatırım sözleşmesinin tanımlanmasının ancak sözleşme taraflarının bu konuyu davada bir sorun yaptıkları takdirde mümkün olacağı; zira Türk hukukunda SPK'nın bir sözleşmenin yatırım sözleşmesi olduğu yönünde dava açmasının mümkün olmadığı ifade edilmekle birlikte; bu gerekçeler dolayısıyla bu ifadenin tartışmaya açık olduğu düşünülmektedir. Bkz: Adıgüzel, s.6.

Bu yetkinin SPK'ya verilmesi, sermaye piyasasının oldukça dinamik yapısıyla doğrudan alakalıdır.

B. İhraç ve Halka Arz

Sermaye piyasası araçlarının piyasaya kazandırılmasının temeli olan ihraç ve halka arz işlemleri, borçlanma araçları ve payların geniş bir yatırımcı kitlesine kazandırılması için elzemdir. Anonim ortaklıklar bakımından sermaye piyasası araçlarını halka arz etmenin, halka arz gelirinden faiz yükü altına girmeden finansman sağlanması, bu finansman kaynağının süreklilik arz etmesi, ortaklıkların güncel ve nesnel bir biçimde değerlendirilmesinin sağlanması, ortaklığın kurumsal kimliğinin ve buna bağlı olarak güvenilirliğinin artırılması gibi faydaları olduğu söylenebilecektir²². Ortaklıkların halka açılmalarında temel etken doğrudan fon temini olmakla birlikte, ilk halka arz literatürünün üzerinde hemfikir olduğu diğer saikler kısaca daha kolay bir biçimde sermaye artırımını yapılabilmesi, ortaklığın tanınırlık ve bilinirliğinin artırılması, ortaklık paylarının likiditesinin artırılması, ortaklık yöneticilerinin ve personelinin tanınırlıklarının artırılması, kurumsallaşmanın sağlanması ve firma değerinin objektif kriterlerle belirlenmesi olarak sayılabilecektir²³.

6362 sayılı Kanun'un 3 üncü maddesinin birinci fıkrasının (ğ) bendinde ihraç kavramı, "*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı*" olarak tanımlanmış; aynı fıkranın (f)

²² Manavgat, Ç.: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2016, s.42 vd. (Halka Arz)

²³ Özer, M.: "2011-2013 Döneminde Gerçekleştirilen Halka Arzların İşlem Görülen Pazarlar İtibarıyla Fiyat Analizi, Düşük Fiyatlamının Nedenleri ve Uzun Dönem Performansı Etkileyen Unsurlar, Sorunlar ve Çözüm Önerileri", SPK Yeterlilik Etütleri, Ankara 2014.

bendinde ise halka arz, “*sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış*” olarak tanımlanmıştır. 2499 sayılı mülga Kanun ve ilgili mevzuata bakıldığında, yalnızca halka çağrı ve davetin halka arz fiilinin oluşması için yeterli görülmesi söz konusuysa; 6362 sayılı Kanun uyarınca, halka yapılan çağrı yanında, devamında gerçekleştirilecek satış, halka arzın zorunlu unsuru haline getirilmiştir. Bir sermaye piyasası aracının “*çıkartılması*”ndan sonraki aşama olan “*satış*”ın da ihraç kavramına dahil edilmesi, sermaye piyasası aracı tanımı içine giren, halka açık olmayan ortaklıkların pay ihracı dahil, her türlü aracın çıkartılmasından itibaren sermaye piyasası mevzuatına tabi kılınmasını gerektirecekse de, 6362 sayılı Kanun’un 2 nci maddesinde yer alan “*Halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları, bu Kanun kapsamı dışındadır.*” düzenlemesi, sermaye piyasası mevzuatına yabancı olan bu ihraç yöntemini TTK hükümlerine tabi kılmaktadır²⁴.

Kanundaki tanımlardan da görüldüğü üzere halka arz, ihraç faaliyetinin bir alt satış yöntemi olup; sermaye piyasası araçlarının ihracının halka arz edilerek ya da halka arz edilmeden gerçekleştirilmesi mümkündür. Halka arz edilmek suretiyle yapılan ihraçlarda, hazırlanacak izahnamenin SPK tarafından onaylanması zorunlu iken; tahsisli satış ya da nitelikli satış olarak yapılabilecek halka arz edilmeksizin ihraçlarda ise, ihraç belgesi hazırlanması ve SPK onayına sunulması gerekmektedir. Halka arz edilmeksizin ihraç türü olan tahsisli satış, II-5.1 sayılı Tebliğ’de “*Sermaye piyasası araçlarının doğrudan yurt dışında ve/veya yurt içinde yerleşik kişilere borsa dışında tahsisli olarak ya da borsada toptan satışı*” olarak tanımlanmış olup; bu

²⁴ Manavgat, Halka Arz, s.546.

ihraç türünde, sermaye piyasası aracı daha önceden belirlenmiş azami yüz elli yatırımcıya, borsada işlem görmemek üzere tahsis edilmek suretiyle satılmaktadır. Nitelikli yatırımcılara satış ise, SPK'nın yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan, talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler²⁵ de dahil profesyonel müşterilere²⁶ yönelik bir çağrıda bulunulması ve/veya nitelikli yatırımcıların önceden belirlenmesi suretiyle gerçekleştirilen bir ihraç türüdür.

Halk kavramı ile de bireysel hale getirilmeksizin geniş bir yatırımcı kitlesine yapılan satın alma davetinin kast edildiği söylenebilecektir²⁷. Keza, belli oranda bireyselleştirilen ve daraltılan gruplara yapılan tahsisli satış ya da nitelikli yatırımcıya satış gibi ihraçların halka arz sayılmaması da bu yüzdendir.

Halka arzı ve ihracı alım satım aracılığı faaliyetleri bakımından önemli hale getiren ise, sermaye piyasası araçlarını ihraç etmek isteyenlerin yatırım kuruluşlarından aracılık hizmeti almasının zorunlu olmasıdır.

²⁵ III-39.1 sayılı Tebliğ'in 32 nci maddesi uyarınca talebe dayalı profesyonel kabul edilecek müşteriler, (a) İşlem yapılması talep edilen piyasalarda son 1 yıl içinde, her 3 aylık dönemde en az 500.000 Türk Lirası hacminde ve en az 10 adet işlem gerçekleştirmiş olmaları, (b) Nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşması, (c) Finans alanında üst düzey yönetici pozisyonlarından birinde en az 2 yıl görev yapmış olması veya sermaye piyasası alanında en az 5 yıl ihtisas personeli olarak çalışmış olması veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı veya Türev Araçlar Lisansına sahip olması şartlarından en az ikisini sağlayan müşterilerdir.

²⁶ III-39.1 sayılı Tebliğ'in 31 inci maddesi uyarınca profesyonel müşteriler şunlardır: (a) Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim şirketleri ile bunlara muadil yurt dışında yerleşik kuruluşlar, (b) Emekli ve yardım sandıkları, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, (c) Kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar, (ç) Nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca kabul edilebilecek diğer kuruluşlar, (d) Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hâsılatının 90.000.000 Türk Lirası, öz sermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kriterlerinden en az ikisini taşıyan kuruluşlar.

²⁷ Manavgat, Halka Arz, s.588.

C. Borsa ve Borsa Üyesi

Sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar arasında alım satımını teminen bir piyasa nezdinde işlem görmesi esas olup; bu piyasanın 6362 sayılı Kanun'un amacına uygun olarak mümkün olduğunca organize, şeffaf, denetim ve gözetim altında işlemesi, yatırımcıları sermaye piyasalarına teşvik eden unsurlardan biri olacaktır. 6362 sayılı Kanun'da sermaye piyasası araçlarının, kambiyo, kıymetli madenler ve kıymetli taşların serbest rekabet koşulları altında kolay ve güvenli şekilde alınıp satılmasını sağlamak ve oluşan fiyatları tespit etmek üzere işletilen; alım-satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getiren pazar yerleri olarak tanımlanan borsalar; devamlı ve düzenli işleyen bir pazarın oluşması, ekonomiye kaynak yaratması, sermaye mülkiyetini geniş bir toplum tabanına yayması, uzun vadeli yatırımların kısa vadeli tasarruflarla finansmanını sağlaması, menkul kıymetlerle ilgili bilgilere kolay ulaşılması ve yatırımcılar nezdinde güven yaratması gibi birçok faydayı bünyesinde taşımaktadır.

6362 sayılı Kanun'un 2 nci maddesinde, "*borsalar ve sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü diğer teşkilatlanmış piyasalar*"ın Kanun kapsamına alındığı görülmektedir. Keza Kanun'un Dördüncü Kısım/Birinci Bölüm'ü, borsalara ilişkin hükümlere ayrılmış; 138 inci maddesinde de Borsa İstanbul'a yönelik özel düzenlemeye yer verilmiştir. Kanun'un düzenleme sistematığına bakıldığında, Borsa İstanbul özeline indirgenmeksizin, genel olarak ülkemizde kurulmuş olan ve bu Kanun hükümlerine tabi kılınan tüm sermaye piyasası borsalarına uygulanacak hükümlere yer verildiği; bu hükümlerde yer alan hususlara ilişkin usul ve esasların, ilgili borsalarca hazırlanıp, SPK tarafından onaylanacak yönetmeliklerle düzenlenmesinin öngörüldüğü görülmektedir.

6362 sayılı Kanun'un 65 inci maddesinde, borsaların kuruluşuna SPK tarafından izin verilebilmesi için, anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olmaları, paylarının tamamının nama yazılı olması ve nakit karşılığı çıkarılmış olmaları, sermayelerinin SPK tarafından belirlenmiş miktardan az olmaması, kurucuları ile doğrudan/dolaylı etkiye sahip ortaklarının sayılan şartları taşımaları ve esas sözleşmelerinin sermaye piyasası mevzuatına uygun olması gerektiği düzenlenmiş; maddenin devamında borsaların kuruluş ve faaliyet izinlerine ilişkin detaylara yer verilmiştir²⁸. 2499 sayılı mülga Kanun döneminde menkul kıymetlerin İMKB nezdinde işlem görmesi söz konusu olmuştur. İMKB, 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname uyarınca kurulmuş, yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan ve SPK gözetim ve denetimi altında olan tüzel kişiliği haiz bir kamu kurumu olarak faaliyet göstermiştir. İMKB yanında, kıymetli madenler ve kıymetli taşlar İstanbul Altın Borsası nezdinde, türev araçlar ise Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası bünyesinde alım satıma konu olmuş; böylece ülkemiz sermaye piyasası borsaları üçlü bir yapı göstermiştir. 6362 sayılı Kanun'un 2012 yılında yürürlüğü ile birlikte, bu Kanun'un 138 inci maddesi uyarınca bir anonim ortaklık olan Borsa İstanbul'un kuruluşu ile üçlü yapı sona erdirilmiş; 6362 sayılı Kanun'a tabi tüm sermaye piyasası araçları ile kıymetli madenler ve kıymetli taşların Borsa İstanbul nezdinde işlem görmesi sağlanmıştır. Halihazırda ülkemizde 6362 sayılı Kanun kapsamında faaliyet gösteren tek borsa, Borsa İstanbul'dur.

²⁸ 6362 sayılı Kanun'un borsalara ilişkin hükümleri, aynı zamanda piyasa işleticilerine de uygulanmaktadır. Piyasa işleticisi, Türk hukuku bakımından yeni bir kavram olup; borsanın kendi tüzel kişiliğinin değil, başka bir anonim ortaklığın bu borsanın işletmesini ve/veya yönetimini üstlenmesi halinde piyasa işleticiliği söz konusu olmaktadır. Kanun gerekçesinde, "(...) piyasa işleticisi kavramı Kanun kapsamında düzenlenerek, kimi yurtdışı uygulamalarda görülen şekilde, borsaların bir holding çatısı altında faaliyet göstermeleri durumunda, sadece borsaların değil aynı zamanda holding yapının da kamu tarafından yetkilendirilmesi amaçlanmıştır." denilmektedir. Ülkemizde Borsa İstanbul nezdinde bir piyasa işleticisi bulunmamaktadır.

6362 sayılı Kanun'un 67 nci maddesinde borsacılık faaliyetlerine ilişkin esaslar düzenlenmiş; bu hükümde diğer hususların yanında "*borsada işlem yapma yetkisi verilmesi*"nin, borsa tarafından hazırlanan ve SPK tarafından onaylanan yönetmeliklerle belirleneceği hüküm altına alınmıştır. Aracılık faaliyetlerinin beraberinde "*borsa üyeliği*" ve "*borsada işlem yapma yetkisini haiz olunması*" kavramlarını getirmesi, bunların incelenmesini gerekli kılmaktadır.

Konuya ilişkin olarak, SPK'nın borsalara ilişkin mevzuatı ile ülkemizde faaliyette bulunan tek borsa olarak Borsa İstanbul düzenlemelerine bakılmasında fayda görülmektedir. SPK tarafından çıkarılan Borsalar Yönetmeliği hükümlerine bakıldığında, "*Tanımlar*" maddesinde doğrudan işlem yapma yetkisi kavramına yer verilmemekle birlikte, "*borsada işlem yapma yetkisi verilenler*"in üye olarak adlandırılacağı düzenlemesinin yer aldığı görülmektedir. Mezkur Yönetmelik'in 24 üncü maddesinde ise, SPK tarafından 6362 sayılı Kanun'un 37 nci maddesinin birinci fıkrasının (a), (b) ve (c) bentleri kapsamında yatırım hizmetlerinde bulunmak, yani alım satım aracılığı yapmak üzere yetkilendirilen yatırım kuruluşlarının borsalara üye olabilecekleri hükme bağlanmıştır. Ayrıca, borsaların yönetim kurullarınca piyasa, pazar platform ve sistem bazında, borsaya üye olmaksızın işlem yapma yetkisi verilebilecektir.

Anılan genel Yönetmelik yanında, Borsa İstanbul'a ilişkin bir ikincil düzenleme olan Borsa İstanbul Yönetmeliği de işlem yapma yetkisine ilişkin esasları belirlemektedir. Bu Yönetmelik'in 4 üncü maddesinde işlem yapma yetkisi verilenlerin, Borsalar Yönetmeliği'nin 24 üncü maddesi çerçevesinde Borsa İstanbul'a üye olarak ya da üye olmaksızın işlem yapma yetkisi alanlardan oluşacağı yönünde bir tanıma yer verilmiş olup; kavramın tanımında aynı kavramın

kullanılıyor olmasının etkin bir düzenleme tekniği olmadığı savunulabilecektir. Anılan Yönetmelik'in işlem yapma yetkisi verilmesine yönelik hükümleri ise, aynı başlıklı İkinci Bölüm'de yer almaktadır. Ancak söz konusu hükümlerde de doğrudan işlem yapma yetkisi kavramının neye karşılık geldiği açıklığa kavuşturulmamıştır.

Ayrıca, bu ikincil düzenlemelerde “*borsa üyeliği*” ve “*borsada işlem yapma yetkisini haiz olunması*” kavramlarının birbiri ile iç içe geçecek bir teknikte ele alındığı değerlendirilmekle birlikte, temel olarak borsada işlem yapma yetkisi verilmesi için borsaya üye olmanın bir zorunluluk olarak öngörülmediği; ancak borsa üyesi olan bir yatırım kuruluşunun borsada işlem yapma yetkisini üyelikle birlikte edineceği sonucuna varılabilecektir. Oysa ki, emir iletimine aracılık faaliyetine ilişkin açıklamalardan anlaşılacağı üzere, yalnızca emir iletimine aracılık yetki belgesi olan aracı kurumlar Borsa İstanbul üyesi olmakla birlikte, işlem yapma yetkisini haiz değildirler. Bu nedenle, sadece emir iletimine aracılık yetkisini haiz olan aracı kurumlar bakımından istisnai bir hal olduğu da söylenebilecektir.

İşlem yapma yetkisi esasen yatırım kuruluşlarının müşterilerinin alım-satım emirlerini borsaya ileterek sonuçlandırma yetkisini haiz olmasıdır. İşlem yapma yetkisi olmayan bir yatırım kuruluşunun müşteri emirlerini borsaya iletmesi mümkün olmamaktadır. Borsa üyeleri birden fazla pazar ve piyasada faaliyet göstermek üzere yetkilendirilebilirler. Üyelerin faaliyet gösterebilecekleri piyasalar, Pay Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası ile Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasasıdır. Üyelik başvurularının ne şekilde yapılacağı Borsa İstanbul Yönetmeliği'nin 5 inci maddesinde yer almakta olup; maddede sayılan belgelerin Borsa İstanbul'a sunulması ve giriş aidatı ile güvence bedelinin yatırılmasını takiben Borsa Yönetim Kurulunca yapılacak değerlendirmenin ardından

üyelik statüsünün verilmesi söz konusu olmaktadır. Anılan maddede, işlem yapma yetkisi alanların, faaliyet alanlarını ve faaliyet kapsamalarını gösterir belge almaları gerektiği düzenlenmiştir. Söz konusu düzenleme ile SPK'dan alınacak yetki belgesi kast edilmektedir.

İşlem yapma yetkisi verilmesi, yatırım kuruluşları bakımından bazı ek yükümlülükler de getirmektedir. Keza şeffaf ve güvenilir bir pazarın oluşması Borsa İstanbul'un kabul edilebilirliği bakımından da son derece önemlidir. Bu kapsamda, Borsa İstanbul Yönetmeliği'nin 8 inci maddesinde işlem yapma yetkisi verilenlerin yükümlülükleri ele alınmış; iyi niyet ve dürüstlük kurallarına uygun davranmak, Borsa İstanbul tarafından belirlenen disiplin kurallarına uymak, Borsa İstanbul personeline yapılacak incelemelere izin vermek, düzenli olarak finansal tablolarını Borsa İstanbul'a iletmek, müşterilerinin talimatlarına uygun şekilde emir iletmek gibi temel kurallar belirlenmiştir. Keza Borsa İstanbul'un üyeleri üzerinde düzenleme, denetim ve gözetim yetkisi bulunduğu hususu yine Borsa İstanbul Yönetmeliği'nin 41 vd. hükümlerinde düzenlenmiş; Borsa'nın üyeleri üzerinde uyuşmazlık ve disiplin incelemeleri yaparak, tedbir alabileceğinin de altı çizilmiştir. Borsa'nın işlem yapma yetkisini haiz yatırım kuruluşları üzerindeki yaptırım ve gözetim gücü 6362 sayılı Kanun'un 65 inci maddesinin, *“Borsalar kendi bünyelerindeki piyasalarda faaliyet gösteren sermaye piyasası kurumlarının, sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ihraççıların ve emir veren veya işlem yapan gerçek ve tüzel kişilerin borsa kurallarına uyumunu düzenli ve etkin olarak izlemek ve ihlalleri önlemek için gerekli usul ve esasları belirler.”* şeklindeki sekizinci fıkrası ile 70 inci maddesinin *“Borsalar işlemlerin güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil, dürüst ve rekabetçi bir şekilde gerçekleşmesinin sağlanması ve bu Kanuna aykırılık olacak şekilde*

gerçekleştirilen işlemlerin tespit edilmesi amacıyla bünyelerinde gerekli gözetim sistemini kurarlar ve her türlü önleyici tedbirleri alabilirler.(...)” şeklindeki ikinci fıkrasından doğmaktadır.

D. Yatırımcı

1. Tanım

Yatırımcının korunması 6362 sayılı Kanun’un temel amaçlarından biri olduğu halde, sermaye piyasası mevzuatında “yatırımcı” kavramı tanımlanmamış; yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin hükümlerde ağırlıklı olarak “müşteri” kavramına yer verilmiştir. Bu kavram tanımlanmamış olmakla birlikte, genel anlamıyla yatırımcı, “yatırım” fiilinden yola çıkarak tanımlanmakta ve faiz ya da kar elde etme amacıyla malvarlığını yatırıma yönlendiren kişi olarak ifade edilmektedir²⁹.

MiFID II Direktifi’nde lafzi olarak hem yatırımcı hem de müşteri kavramlarına yer verilmekle birlikte tanımları içeren 1 inci maddesinde müşteri, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyeti sunduğu gerçek ya da tüzel kişi olup; profesyonel ve genel müşteri olarak ikiye ayrılmaktadır. Keza müşterilerin bir yatırımcı olarak korunması Direktif’in temel amaçlarından birini teşkil etmekte; yatırım kuruluşlarının müşterilerini genel veya profesyonel müşteri olarak sınıflandırması gerekmektedir. Ayrıca, finansal hizmetlerin mesafeli olarak icra edilmesini düzenleyen 2002/65/EC Direktifi’nde yatırımcılara tüketici bağlamında yaklaşıldığı da görülmektedir.

²⁹ Üzeler, R.S.: “Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu”, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 2014, s.8.

IOSCO tarafından yayımlanan Sermaye Piyasası Düzenlemelerinin Amaçları ve İlkeleri Raporu'nda³⁰ sermaye piyasası düzenlemelerinin üç temel amacı, yatırımcının korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf oluşunun sağlanması ve sistemik riskin azaltılması olarak belirlenmiş; yatırımcı kavramı ise “*müşteriler ve finansal hizmetlerin diğer tüketicileri*” şeklinde tanımlanmıştır. Sermaye piyasası düzenlemelerinin bu üç temel amacı arasında esas itibarıyla herhangi bir öncelik-sonralık ilişkisi bulunmadığı kabul edilmekle birlikte, yatırımcının korunmasının sermaye piyasası düzenlemelerinin merkezinde olduğunun savunulması mümkündür³¹.

Yatırımcının korunmasının sermaye piyasası mevzuatının ana eksenini oluşturduğu kabulünü takiben, yatırımcı kavramının neyi ifade ettiğinin belirlenmesi de gerekmektedir. ÇETİN, yatırımcıların işlevsel bir üçlü ayrımına tabi tutulmalarının mümkün olduğunu savunmuş; yatırımcıların bir ihraççının menkul kıymetlerine yatırım yaptıklarında “*katılımcı*”, ikincil piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımını yaparken “*piyasa oyuncusu*”, finansal aracı kuruluşlarca sağlanan hizmetleri tüketirken “*müşteri*” konumunda olduklarını ifade etmiştir³². IOSCO Raporu'nda da yatırımcının müşteri ve finansal hizmetlerin tüketicisi olarak tanımlandığı, ayrıca III-37.1 ve III-39.1 sayılı Tebliğlerde yatırımcının müşteri yönünün üzerinde durulduğu gözetildiğinde, bu sınıflandırma anlam kazanmaktadır. Katılımcı sıfatı ile yatırımcılar, ihraççıların finansman ihtiyacını gidermek üzere onların halka arz edilmiş paylarına yatırım yaparak ortaklık ilişkisi içine girmekte ya da ihraç edilen borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle, alacaklı konumuna

³⁰ Bkz. IOSCO, “Objectives and Principles of Securities Regulation”, Mayıs 2017, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>, son erişim Aralık 2018.

³¹ Çetin, N.: “Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C.XV, Sa.1, 2011, s.4. (Yatırımcının Korunması)

³² Çetin, Yatırımcının Korunması, s.5.

gelebilmektedirler. Piyasa katılımcısı olan yatırımcılar ise, piyasalarda gerçekleştirdikleri işlemler vasıtasıyla diğer piyasa oyuncusu yatırımcılarla ilişki kurmaktadır. Müşteri sıfatını alan yatırımcılar ise, çalışmamızın kapsamı bakımından sınırlandırılmak suretiyle, yatırım kuruluşlarından aracılık hizmeti alan tüketiciler konumunda olmaktadır.

2. Yatırımcının Müşteri Niteliği

SPK'nın yatırım hizmetlerine ilişkin düzenlemelerinde yatırımcının “müşteri” yönünün ele alındığı görülmektedir.

III-39.1 sayılı Tebliğ'in “*Profesyonel müşteri ve genel müşteri*” başlıklı 31 inci maddesinde profesyonel müşteri, “*kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteri*” olarak tanımlanmış; bir müşterinin profesyonel sayılabilmesi için sayılan kuruluşlardan biri ya da nitelikleri haiz olması gerektiği ifade edilmiştir. Bu kurumlar ve nitelikler şunlardır:

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

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

c) Kamu kurumu ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar.

d) Nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu SPK tarafından kabul edilebilecek diğer kuruluşlar.

e) Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hasılatının 90.000.000 Türk Lirası, özsermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üstünde olması kıstaslarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar.

f) Talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşteriler.

Profesyonel müşterilere ilişkin AB Hukuku düzenlemelerine bakıldığında, MiFID II Direktifi'nin Ek.2 Kısmında profesyonel müşterilerin tek tek sayılması söz konusu olmuş; buna göre, kredi kuruluşları, yatırım kuruluşları ve diğer yetkilendirilmiş finansal kuruluşlar, sigorta şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik fonları, yerel yönetimler, kamu kurum ve kuruluşları, Dünya Bankası, Avrupa Merkez Bankası, Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası ve uluslar üstü kuruluşlar; aktif toplamının 20.000.000 Euro, hasılatının 40.000.000 Euro ve özsermayesinin 2.000.000 Euro olması şartlarından en az ikisini taşıyan büyük ölçekli kuruluşlar vb. AB nezdinde profesyonel müşteri olarak kabul edilmişlerdir. Bu bakımdan ülkemiz profesyonel müşteri düzenlemelerinin AB Hukukundan çok farklılaşmadığı söylenebilecektir.

SPK Tebliği'nin 31/1(e) hükmü uyarınca, bir kısım müşterilerin "*talebe dayalı olarak*" profesyonel müşteriler kapsamında yer almaları mümkün olup, bu müşterilerin aynı Tebliğ'in 32 nci maddesinde yer alan;

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

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

c) Finans alanında üst düzey yönetici pozisyonlarından birinde en az 2 yıl görev yapmış olması veya sermaye piyasası alanında en az 5 yıl ihtisas personeli olarak çalışmış olması veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı veya Türev Araçlar Lisansına sahip olması

şartlarından en az ikisini haiz olması ve yatırım kuruluşları tarafından profesyonel müşteri olarak kabul edilmek için yazılı olarak talepte bulunmaları gerekmektedir. Görüldüğü üzere sermaye piyasası mevzuatında profesyonel müşteri ve talebe dayalı profesyonel müşteri olabilme koşulları sınırlı sayıdadır. Genel müşteri ise, bu kriterler dışında kalan tüm yatırımcılardır.

Sermaye piyasası düzenlemelerinin yatırımcıya bakış açısı dikkate değerdir. Zira SPK, her yatırımcıyı eşit düzeyde korunmaya muhtaç olarak görmemiş; bilgi, tecrübe ve ekonomik düzey açısından farklı konumdaki yatırımcılara daha az koruma sağlanması öngörülmüştür. Profesyonel müşterilerin kendilerine özgü nitelikleri nedeniyle, yatırımcıyı koruyucu bir takım hükümlerden yararlanmalarına ihtiyaç bulunmadığı; aksine bu müşteriler bakımından işlem hızının artmasının ve maliyetlerinin düşürülmesinin daha büyük önem arz ettiği dikkate alınarak, müşterilerin korunması amacıyla yatırım kuruluşlarına yüklenen bir kısım yükümlülükten muaf tutulmaları benimsenmiştir³³.

Esasen bu yaklaşımın, sermaye piyasalarında düzenleme yapma tekniğinin altında yatan piyasanın etkinliğinin sağlanması ile yatırımcının en üst düzeyde korunması dengesinin optimize edilmesinden kaynaklandığı söylenebilecektir.

³³ Üzeler, s.10.

IOSCO Raporu'nda da yer verildiği üzere sermaye piyasası düzenlemelerinin üç temel amacının, yatırımcının korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf oluşunun sağlanması ve sistemik riskin azaltılması olduğu gözetildiğinde, en azından profesyonel müşteriler bakımından piyasa etkinliğinin sağlanmasına yardımcı dokunacak şekilde yatırım kuruluşları üzerindeki yüklerin azaltılması, yerindelik teşkil etmektedir.

3. Yatırımcının Tüketici Niteliği

Sermaye piyasası hukuku kurallarının ilk ortaya çıkışlarından bu yana geçirdiği önemli değişimlerin, yatırımcıların korunması anlayışına etkisine bakıldığında, başta “*caveat emptor*” prensibi olarak adlandırılan ve yatırımcının yaptığı işlemlerin farkında olması ve kendi menfaatlerini kendisinin koruması gerektiğini kabul eden ilkenin, yerini “*yatırımcının korunması*” ilkesine bıraktığı ve 2007-2009 finansal krizi sonrasında ise bu tutumun bir adım ileri götürülerek “*finansal tüketicinin korunması*” bağlamında ele alınmaya başlandığı söylenebilecektir³⁴. Dolayısıyla, sermaye piyasası düzenlemelerinin yatırımcıyı korumak adına yetersiz kaldığı veya düzenleme bulunmayan alanlarda, yatırımcının tüketicilere ilişkin bazı avantajlardan faydalanması önem arz edebilecektir.

Aracı kurum ya da bankalardan yatırım hizmet ve faaliyeti alan bir yatırımcının, tüketici niteliğini haiz olup olmadığı ve bununla bağlantılı olarak, tüketici mevzuatının yatırımcılar bakımından uygulanırılığı tartışma konusu olmuştur. Zira tıpkı tüketici piyasasında satıcı ve hizmet sağlayıcıya göre zayıf konumda

³⁴ Üzeler, s. 23.

bulunan tüketici gibi, yatırımcılar da bilgi ve tecrübe asimetrisi nedeniyle yatırım kuruluşları karşısında zayıf kalmaktadır. Ancak her ne kadar sermaye piyasası mevzuatının temel amaçlarından biri ve hatta en önemlisi yatırımcının korunması ise de, piyasa etkinliğinin sağlanması ve sistemik riskin azaltılması olarak kabul edilen diğer amaçların da yapılacak düzenlemelerde gözeteilmesi gereği, mevzuatın her koşulda yatırımcı lehine sonuç vermesini önleyebilecektir. Tüketici hukukunda ise, tüketicilerin korunması amacıyla farklı mekanizmalar geliştirilmiş olup, bu mekanizmaların temeli, tüketicilerin, sözleşmesel ilişkiye girdikleri taraflara göre daha zayıf oldukları anlayışına dayanmakta; tüketici hukukunun amacı, tüketicilerin herhangi bir yanıltma, aldatma ya da hileli bir davranış olmaksızın mal ya da hizmet sunanlarca bilgilendirilmeleri, saldırgan pazarlama tekniklerinden korunmaları ve bir tüketim kararı vermeden önce düşünebilmeleri ve gerekirse piyasa araştırması yapılmasının ardından karar verebilmelerinin sağlanması olmaktadır³⁵. Bu bakımdan, sermaye piyasası hukukunun yatırımcının korunmasında yetersiz kaldığı alanlarda tüketici hukukunun devreye girmesi, sermaye piyasalarının etkinliği ve güvenilirliği açısından da faydalı olabilecektir.

Doktrinde, yatırımın ertelenmiş tüketim olduğu; yatırımcıların yatırım danışmanlarından, aracı kuruluşlardan ve yönetim şirketlerinden finansal hizmet alırken tüketici olarak kabul edilmesi gerektiği; bireysel yatırımcıların da tüketicilerle benzer sorunlara maruz kaldıkları gibi görüşler öne sürülmüştür³⁶.

AB Hukukunda ise yatırımcıların doğrudan tüketici bağlamında ele alındığı düzenleme, finansal hizmetlerin mesafeli olarak sunulmasına ilişkin esasları

³⁵ Üzeler, s.28.

³⁶ Çetin, Yatırımcının Korunması, s.8-9; Özer, I.: “Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunmayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme”, BATİDER, C.XXXIV, Sa.11, 2018, s.42.

düzenleyen 2002/63/EC Direktifi olarak karşımıza çıkmakta; bu Direktif'in tanımlar kısmında aracılık faaliyetlerini de içeren yatırım hizmet ve faaliyetleri, finansal hizmet kavramı kapsamında dahil edilerek, tüketici konumundaki yatırımcılara mesafeli şekilde sunulan yatırım hizmet ve faaliyetlerinde, sağlayıcı konumunu haiz yatırım kuruluşlarının yükümlülükleri ele alınmaktadır.

Ülkemiz mevzuatına bakıldığında, sermaye piyasası mevzuatında yatırımcının tüketici olarak tanımlanmasına ve doğrudan tüketici yönünün düzenlenmesine ilişkin hüküm bulunmadığı görülecektir. Ancak sermaye piyasalarının hemen her alanında olduğu gibi, yatırımcının tüketici bağlamında korunmasına ilişkin yaklaşımlar 2007 Ekonomik Krizinden sonra değişiklik göstermiş; ülkemizde yatırımcıların piyasaların hızlı gelişimine uyum sağlamakta yaşadığı zorluklar, ürün ve hizmetlerdeki görece çeşitlilikten kaynaklanan karmaşık yapı, finansal okuryazarlık seviyesinin düşük olması gibi hususlar yatırımcıların korunmasında farklı yaklaşımları gerekli kılmıştır³⁷. Bu kapsamda 03.06.2011 tarih ve 637 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile kurulan Finansal İstikrar Komitesi'nce hazırlanan "*Finansal Erişim, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları*"nda, "*finansal tüketici*" kavramına yer verilmiş; finansal eğitim ile SPK, finansal tüketicinin korunması ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) görevlendirilmiştir³⁸.

Ülkemiz mevzuatında yatırımcının tüketici niteliği kanun düzeyinde lafzen ele düzenlenmemişse de, TKHK hükümlerinden yatırım hizmet ve faaliyetlerinin tüketici hukukunun düzenleme alanına dahil olduğu söylenebilecektir. Söz konusu Kanun'un 3 üncü maddesinde tüketici, "*Ticari veya mesleki olmayan amaçlarla*

³⁷ Özer, I., s.59.

³⁸ Detaylar için bkz. Özer, I., s.60.

hareket eden gerçek veya tüzel kişi”; tüketici işlemi ise “*Mal veya hizmet piyasalarında kamu tüzel kişileri de dâhil olmak üzere ticari veya mesleki amaçlarla hareket eden veya onun adına ya da hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişiler ile tüketiciler arasında kurulan, eser, taşıma, simsarlık, sigorta, vekâlet, bankacılık ve benzeri sözleşmeler de dâhil olmak üzere her türlü sözleşme ve hukuki işlem*” olarak tanımlanmış; Kanun’un kapsamına her tür tüketici işleminin ve tüketiciye yönelik uygulamaların girdiği ifade edilmiştir. Yatırım kuruluşları ile müşterileri arasında kurulan aracılık sözleşmelerinin, tüketici işlemi tanımı çerçevesinde, “*..vekalet, bankacılık ve benzeri sözleşme dahil her türlü sözleşme ve hukuki işlem*” olarak kabulüne engel herhangi bir husus bulunmamaktadır. Kaldı ki, TKHK’nun 68 inci maddesinin ikinci fıkrasında yer alan, “*Taraflardan birini tüketicinin oluşturduğu işlemler ile ilgili diğer kanunlarda düzenleme olması, bu işlemin tüketici işlemi sayılmasını ve bu Kanunun görev ve yetkiye ilişkin hükümlerinin uygulanmasını engellemez.*” düzenlemesi ile kanun koyucunun açık iradesinin, bu Kanun’un yalnızca doğrudan TKHK’da düzenlenen sözleşmeler bakımından değil, tüm tüketici işlemleri için uygulanması olduğu düşünülmektedir.

Bunun yanında, tüketici mevzuatına tabiiyet bakımından yatırımcının niteliği de önemlidir. Zira TKHK uyarınca tüketici, “*ticari veya mesleki olmayan amaçlarla hareket eden gerçek veya tüzel kişi*” olarak tanımlandığından, bu kapsam dışında kalan, ticari ve meslek amaçlarla hareket eden müşterilerin, tüketici mevzuatından faydalanması hakkaniyet teşkil etmeyecektir. 6362 sayılı Kanun’un 39 uncu maddesi kapsamında, yatırım hizmet ve faaliyeti sunanların bu faaliyetleri “*düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet*” olarak gerçekleştirdikleri gözetildiğinde, başka bir yatırım kuruluşundan yatırım hizmeti alan bir yatırım kuruluşunun tüketici sıfatını

haiz olup olmadığı tartışma konusu olabilecektir. TTK uyarınca tacir sayılan ve dolayısıyla herhangi bir istisna olmaksızın ticari iş karinesine tabi olan anonim ortaklıkların tüketici sıfatını haiz olmasının söz konusu olmadığı kabul edilebilecektir³⁹. ÖZER, gerçek ya da tüzel kişi niteliği fark etmeksizin, tacir olan bir kişinin her halükarda kendisini koruyacak niteliklerle donatılmış bulunduğu varsayımının, ancak o tacirin işletme konusu ile sınırlı olması gerektiğini; bir tüzel kişi tacirin de kullanım amacıyla satın aldığı mal ya da hizmet dolayısıyla TKHK hükümleri uyarınca korunmaya muhtaç olabileceğini ifade ederek; ticari iş sayılsa da, tüzel kişi tacirin tüketici olarak korunmaktan muhtaç bırakılmaması gerektiğini savunmuştur⁴⁰. Bu husus gözetilerek değerlendirme yapıldığında, başka bir yatırım kuruluşundan yatırım hizmeti alan bir yatırım kuruluşunun, bizzat işletme konusu olan bu hizmetten ötürü tüketici hukuku bağlamında korunmaya muhtaç olduğunun söylenmesi mümkün olmayacaktır. Zira, borsada işlem yapma yetkisi olmaması ya da başka bir yatırım kuruluşu ile tezgahüstü işlemler yapılması gibi sair sebeplerle yatırım hizmet ve faaliyeti alan tüzel kişi tacir konumundaki bir yatırım kuruluşunun, kendisini koruyacak niteliklerle donatılmış olduğunun kabulü gerekecektir.

Ancak yatırım kuruluşundan halka arza aracılık hizmeti alan bir ortaklığın faaliyet alanının sermaye piyasaları olmaması durumunda tacir olmasına rağmen tüketici hukuku korumasından yararlanması hususunun ayrıca değerlendirilmesi gerekmektedir. TKHK uyarınca tüketici, bir mal veya hizmeti ticari veya mesleki olmayan amaçlarla edinen, kullanan veya yararlanan gerçek ya da tüzel kişidir.

³⁹ TTK'nın 19 uncu maddesi uyarınca gerçek kişi tacirin işin ticari işletmesi ile ilgili olmadığını açıkça bildirdiği veya somut olayın özelliklerinden işin ticari sayılmasına elverişli olmadığı hallerde ticari bir iş bulunmadığından, gerçek kişi tacir bu hallerde TKHK anlamında tüketici sayılabilecektir. Ancak, tüzel kişi tacirler bakımından TTK uyarınca herhangi bir istisna getirilmemesi dolayısıyla, yaptıkları her işlem ticari iş olarak karşımıza çıkan tüzel kişi tacirlerin TKHK bağlamında tüketici olarak kabulü lafzen mümkün görünmemektedir.

⁴⁰ Özer, I, s.67.

Tüketici sıfatının kazanılması için gerçek ya da tüzel kişi ayrımı yapmayan Kanun, tüketici olunmasını mal ya da hizmetin alınması amacına bağlamış; bu hizmeti ticari ya da mesleki bir amaçla almayan gerçek ya da tüzel kişinin tüketici sıfatını haiz olacağını belirtmiştir. Yargıtay Hukuk Genel Kurulu tarafından tüketici kavramının unsurları; (1) tüketicinin işlem yaparken amacının ticari veya mesleki olmaması, (2) tüketicinin bir mal veya hizmeti edinmesi, yararlanması veya kullanması ve (3) tüketicinin gerçek veya tüzel kişi olması şeklinde sıralanmış; bir işlemin tüketici işlemi olabilmesi için de mutlaka taraflardan birinin tüketici olması ve gerçek ya da tüzel kişinin o işlemi yaparken amacının ticari ve mesleki olmaması gerektiği ifade edilmiştir⁴¹. Kurul'un söz konusu kararında, *“Her alıcı ya da kredi kullanan tüketici olmadığına göre, kişisel ihtiyaçları dışında belirli bir meslek icrası, belirli bir üretimde kullanma, yeniden satış, ticari olarak kullanma ve bunun gibi amaçlarla alıcı olmak ya da kredi kullanmak da mümkün olup, bunların tüketici olarak adlandırılması yukarıda açıklanan hükümler karşısında olanaklı değildir.”* demek suretiyle, ortaklığın kullanımı için otomobil satın alınmasının tüketici işlemi olmadığına, tüketici işlemi olup olmadığına belirlenmesi için işlemin amacına bakılması gerektiğine hükmedilmiştir. Ancak Yargıtay birçok kararında, TTK'nın 20 nci maddesinde düzenlenen basiretli davranma yükümlülüğü olan tacirlerin, tüketici hukukunun korunmasından yararlanmasının yerinde olmadığına karar vermiştir⁴². Ancak ihraççı ortaklıkların tüketici sıfatı niteliğinin, sermaye piyasası mevzuatının kapsam ve amacı da göz önünde bulundurularak değerlendirilmesinde fayda görülmektedir. 6362 sayılı Kanun'un amacı salt yatırımcıların korunması değil, sermaye piyasalarının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda

⁴¹ Yargıtay HGK, 21.09.2011 tarih ve E.2011/500, K.2011/550 sayılı karar.

⁴² Yargıtay, HGK, E.2006/13-637, K.2006/679; Yargıtay, 20.HD, E.2002/8260, K.2002/9761; Yargıtay, HGK, E.2006/19-684, K.2006/647.

işleyişinin ve gelişiminin sağlanmasıdır. Bu bakımdan yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetleri sermaye piyasası mevzuatı kapsamında SPK'nın idari denetim ve gözetimi altında olmakta; halka arza aracılık hizmetini alan bir ihraççı bu yönden idari koruma altında olmaktadır. Dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatı, halka arza aracılık faaliyeti bakımından sıkı düzenlemeler öngörerek, yatırımcıları ve sermaye piyasalarını koruyup gözetmekle kalmamakta, bu hizmeti alan ihraççı ortaklıkların da çıkarını kollamaktadır. Ancak faaliyet konusu olarak sermaye piyasalarından tamamen uzak olan bir ihraççı ortaklığın yatırım kuruluşunun mevzuata aykırı fiillerinden zarar görmesi halinde genel hukuk hükümleri bağlamında korunma ve tazmin imkanı sermaye piyasası mevzuatında sunulmamaktadır. Keza bu türden bir ortaklığın basiretli tacir olma yükümlülüğü dolayısıyla her halükarda sermaye piyasalarının ve halka arzların işleyişinden haberdar olduğu, korunmaya muhtaç olmadığı yönünden bir kabulün sermaye piyasalarının adil işleyişine olumsuz etkisi olabilecektir. Sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek isteyen bir anonim ortaklığın TTK uyarınca tacir niteliğini haiz olması, bu ihraç için yatırım kuruluşundan hizmet alınmasını gerektiği gerçeğini ortadan kaldırmamakta; söz konusu ihraççının faaliyet alanının sermaye piyasaları olmaması durumunda, bu ortaklık, bir mesleğin ya da ticari faaliyetin icrası niteliğinde olmaksızın, yatırımcılardan fon toplamak amacıyla sermaye piyasası araçlarını ikincil piyasaya sunmaktadır. Halka arz eden ortaklığın, sermaye piyasaları alanının kendi işletme konusunun dışında kalması durumunda, tacir olmasından dolayı yatırım kuruluşuna karşı kendisini koruyacak durumda olduğu kabulü haksız sonuçlara sebebiyet verebilecektir. Halka arza aracılık eden bir yatırım kuruluşunun, ihraççı müşterisine nazaran bilgi asimetrisini lehine elinde tutması, bu yatırım kuruluşundan hizmet alan

konumundaki ihraççının tüketici hukuku bağlamında korunmasını gerektirmektedir. Zira toplumun gereksinimlerine göre şekillenen hukuk kurallarının, piyasada mevcut olan malların kalitesinden haberdar olmayan ya da aldatıcı reklamlar yoluyla kolayca kandırılabilir olan tüketicileri koruması bir zorunluluk olduğundan, ticari veya mesleki bir amaç gütmeksizin hareket ettikleri haller bakımından, tüzel kişi ortaklıklara tüketici sıfatı tanımamak kabul edilebilir nitelikte olmayacaktır⁴³.

II. KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA ARACILIK FAALİYETLERİ

A. ABD Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyetleri

1. Halka Arza Aracılık

Sermaye piyasaları tarihinde ilk halka arz 1783 yılında ABD’de gerçekleştirilmiş olup, halihazırda dünyanın en büyük işlem hacmine sahip iki büyük borsası NYSE ve NASDAQ, ABD topraklarında faaliyet göstermektedir⁴⁴. Kuruluşu 1792 tarihli Buttonwood Antlaşmasına kadar giden NYSE, dünyanın en yüksek işlem hacmine sahip borsası konumundayken; NYSE’ye göre oldukça genç sayılabilecek NASDAQ ise 1971 yılında kurulmuş dünyanın ilk elektronik borsası unvanını haizdir⁴⁵.

Halka arz ve halka arza aracılık bakımından düzenlemeler getiren 1933 Menkul Kıymetler Kanunu, temel amacını ABD nezdinde işlem görmekte olan menkul

⁴³ Aktürk, İ.Y.: “Tüzelkişi Tacirin Tüketici Sıfatı”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XX, Y.2016, Sa.2.

⁴⁴ Mujalovic/Halbhuber/Briggs: “Going Public in the USA, An Overview of the regulatory framework and capital markets process for IPOs”, Global Legal Insights Initial Public Offerings 2018, Second Edition.

⁴⁵ Goldschmidt, D. J., “IPO in United States”, Initial Public Offerings Law Review Second Edition.

kıymetlere ilişkin tam ve doğru kamuyu aydınlatmanın teşkil edilmesi ile menkul kıymet işlemlerinde dolandırıcılığın önlenmesi olarak belirtmiştir.

Söz konusu Kanun'un Sec.2/77a maddesinde bentler halinde çeşitli tanımlara yer verildiği görülmekte olup; Kanun'a adını veren “*menkul kıymet*” kavramı, pay, tahvil, paya dayalı future sözleşmesi, paya dayalı swap sözleşmesi, katılım sertifikası, kar paylaşım sözleşmesi, yatırım sözleşmesi, opsiyonlar, katılım ve hak sahipliği gösteren pay benzeri her türlü araç vb. olarak son derece detaylı şekilde sayma yöntemiyle düzenleme altına alınmıştır⁴⁶. Dolayısıyla sayılan bu menkul kıymetlerin ihraç ve satışı, Menkul Kıymetler Kanunu hükümlerine tabi olmaktadır⁴⁷. Anılan maddenin (3) numaralı bendinde ise “*satış*”, bir menkul kıymetin ivaz karşılığında satışı, tahsisi ya ve/veya satışı teklifini içeren bir sözleşme olarak tanımlanmıştır. Ülkemiz mevzuatında olduğu gibi ayrı bir halka arz tanımı Kanun'da bulunmayıp, geniş bir şekilde ele alınmış satış kavramının ihraç ve halka arzları kapsamı söz konusu olmaktadır. Halka arzların temel dokümanı niteliğinde olan “*izahname*” ise maddenin (10) numaralı bendinde, herhangi bir menkul kıymetin satış önerisini ya da kesin satışını içeren her türlü duyuru, ilan, sirküler, reklam, mektup ya da yazılı, görsel ve işitsel iletişim olarak düzenlenmektedir.

ABD sermaye piyasasında halka arz edilecek her türlü menkul kıymet için, Kanun'da sayılan istisnai haller dışında, SEC onayının alınması zorunluluk arz etmektedir. 1933 Menkul Kıymetler Kanunu uyarınca halka arz, SEC başvurusu öncesi hazırlık aşaması (*pre-filing*), Menkul Kıymetler Kanunu Sec.4A(b) kapsamında SEC'ye başvuru (*filing*) ve SEC onayının alınması, halka arz edilecek

⁴⁶ ABD Hukukunda menkul kıymet kavramının detayları için Bkz: Barr, S./ Jackson, E.H./ Tahyar, M.E.: Financial Regulation, Law and Policy, Second Edition, s.457 vd.

⁴⁷ Kanundan istisna tutulan menkul kıymetler, Kanun'un “*Exempted Securities*” başlıklı Sec 3/77c maddesinde sayılmakta olup; ABD Hükümeti tarafından ihraç edilen menkul kıymetler; din, eğitim ve hayır kurumlarınca ihraç edilen menkul kıymetler vb. bunlardan bazılarıdır.

menkul kıymetin pazarlanması, fiyatlama ve satışın gerçekleştirilmesi olarak dört ana bölümde ele alınabilecektir⁴⁸.

SEC'ye yapılacak başvurunun öncesinde halka arz olunacak ortaklığın belli bir hazırlık döneminden geçmesi gerekecektir. Zira SEC nezdinde yapılacak başvuruda ortaklığın, Kanun'un amacına uygun olarak yatırımcıların tam ve doğru şekilde bilgilendirilmesi için detaylı bilgiler vermesi, dikkatli bir planlama gerçekleştirilmesi söz konusudur. Bu hazırlık aşamasında ortaklıkların kurumsal yönetim yapılarını güçlendirmesi, sermaye yapılarını optimize etmesi, sürdürülebilir şeffaflığı temin etmesi gerekeceğinden, ortaklığın personeli, yöneticileri, muhasebecileri, dışardan hizmet alınan danışmanları ve yüklenimde bulunan aracı kurumlarının dahil olduğu bir grubun çalışmaları önem arz etmektedir⁴⁹.

Bu süreçte ihraççı ile yüklenici arasında yüklenim aracılığı sözleşmesi imzalanması da söz konusu olacaktır. Çoğu durumda, halka arz edenle yüklenici arasındaki ilişki, halka arzdan aylar önce başlayacak; yüklenici ya da yükleniciler, halka arz edeni bu sürece hazırlamak için geniş bir alanda tavsiyelerde bulunacaktır. Bu geniş alan, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının miktarı, ihraç zamanlaması ve halka arz edilen araçların yatırımcılar nezdinde talebinin artması için pazarlama süreci gibi konulara yayılacaktır⁵⁰. Dolayısıyla, halka arza aracılık eden yatırım kuruluşu, başvuru dosyasının hazırlanmasından, halka arzın tamamlanmasına kadar geçen tüm süreçte aktif olarak rol oynadığından, halka arzın başarılı olmasında da önem arz etmektedir. ABD Hukukuna göre mevcut durumda "*investment bank*" olarak adlandırılan yatırım bankaları halka arzlarda aracı olarak hizmet

⁴⁸ Goldschmidt, s.5.

⁴⁹ Mujalovic/Halbhuber/Briggs, s.2.

⁵⁰ Cox, J./ Hillman, R.W./ Langevoort, D.C.: Securities Regulation, Aspen Casebook Series, 8th Edition, s.108

verebilmektedir. Esasen yatırım bankalarına ilişkin ABD nezdindeki düzenlemelerin tarihi seyri de dikkat çekicidir. 1929 Ekonomik Krizi'nin ardından çıkarılan 1933 Bankacılık Kanunu ya da daha çok bilinen adıyla Glass-Steagall Kanunu ile mevduat bankalarının yüklenim ve alım satım aracılığı gibi sermaye piyasası işlemlerini yapmaları yasaklanmış; bu aracılık türleri yalnızca yatırım bankalarına hasredilmiştir⁵¹. Bu kurallar uyarınca, temel faaliyet alanı kredi ve mevduat olan ticari bankaların, sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık etmeleri ve kendi nam ve hesaplarına sermaye piyasalarında işlem yapmaları ile yatırım bankalarının mevduat toplamaları, ortaklıkları aracılığıyla dahi, kesin olarak yasaklanmıştır. Zira bir ortaklığın sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık eden ticari bankanın, aynı zamanda bu araçların alım satımına aracılık eden *broker/dealer* ile mevduat ya da kredi ilişkisi bulunması durumunda ortaya çıkan çıkar çatışmaları Krizin temel sebeplerinden biri olarak görüldüğünden, ticari bankaların sermaye piyasalarından uzaklaştırılması önem arz etmiştir⁵². Ardından gelen dönemde, ticari bankalar tarafından yürütülen yoğun lobicilik faaliyetleri ile Glass-Steagal Kanunu ile getirilen bu katı yasağın gevşetilmesi söz konusu olmuş ve en sonunda 1999 yılında çıkarılan Gramm-Leach-Bliley Kanunu ile ticari ve yatırım bankacılığını birbirinden ayıran bu Kanun'un sınırlamaları tamamen yürürlükten kaldırılmıştır⁵³. 1999 yılında yapılan bu köklü değişiklik, ticari bankaların sermaye piyasalarındaki faaliyetlerinin büyük oranda artmasına sebep olmuş; ancak bu sınırlayıcı olmayan düzenleme yaklaşımı 2007 yılında ABD piyasalarında yaşanan Mortgage Krizi ile sorgulanmak zorunda kalmıştır. Kriz neticesinde, ticari bankacılık faaliyetleri yanında sermaye

⁵¹ Krahen, J.P./ Noth, F./ Schüwer, U.: "Structural Reforms in Banking: The Role of Trading", *Journal of Financial Regulation*, 2017, 3, 66-88, s.1.

⁵² Cox/ Hillman/ Langevoort, s.116.

⁵³ Barr/Jackson/Tahyar, s.57.

piyasalarında halka arzlara aracılık başta olmak üzere birçok hizmet ve faaliyeti gerçekleştiren finansal kuruluşların bünyesinde oluşan sermaye riski ve çıkar çatışmalarının piyasa üzerinde yarattığı sistemik riskle yüzleşilmesi beraberinde, ticari ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinde ayrışma öngören ve 2010 yılında yasalaştırılan Dodd-Frank Kanunu'nu getirmiştir. Bu düzenlemeye göre, ticari bankaların sermaye piyasası araçlarında kendi nam ve hesaplarına işlem yapmaları yasaklanmış; böylece olası çıkar çatışmalarından uzak durmaları sağlanarak, piyasadaki sistemik riskin azaltılması amaçlanmıştır⁵⁴.

“*Underwriting*” olarak adlandırılan yüklenim aracılığının Menkul Kıymetler Kanunu yerine 1940 Yatırım Tavsiyesi Kanunu⁵⁵ Sec.202’de ele alınmış olması dikkat çekicidir. Buna göre “*yüklenici*”, bir menkul kıymetin dağıtımını gerçekleştirmek üzere, bu menkul kıymeti ihraççıdan satın alan ya da ihraççı hesabına satan kişidir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere, halka arza aracılığın temel iki türü “*firm commitment*” olarak adlandırılan yüklenimde bulunmak ve “*best effort*” olarak kavramlaştırılan en iyi gayret aracılığı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yüklenim aracılığı sözleşmesiyle, yüklenici yatırım bankası ya da konsorsiyum, ihraççıdan halka arza konu olan menkul kıymetleri satışını gerçekleştirmek üzere satın almakta ve daha sonra bizzat kendisi halka satışı üstlenmektedir. Dolayısıyla halka arz edilen menkul kıymetlerin satılmaması riski yüklenici banka ya da bankalarda olmaktadır.

En iyi gayret aracılığında ise, yatırım bankası bu menkul kıymetleri satın almadan, ihraççı adına ve hesabına satışı gerçekleştirdiğinden, satılmama riski halka arza aracılık eden bankada değil, ihraççıda kalmaktadır. En iyi gayret aracılığının üç

⁵⁴ Konu hakkındaki çıkar çatışması incelemeleri için bkz. Bölüm II.B.3.e.

⁵⁵ Investment Advisers Act of 1940

alt türü olan “*straight*”, “*mini/maxi*” ve “*all or none*” birbirlerinden halka arz sürecinin tamamlanmasından önce satılması gereken sermaye piyasası aracı miktarı bakımından ayrılmaktadır. “*Straight*” tarzı en iyi gayret aracılığında satılması gereken minimum araç miktarı bulunmamakta; “*mini/maxi*” türünde hedeflenen minimum sermaye piyasası aracının satılmaması halinde halka arz iptal olarak, teminatta tutulan alıcı ödemeleri iade edilmekte; “*all or none*” anlaşmasında ise halka arzın geçerli şekilde yapılmış sayılabilmesi için ihraca konu tüm sermaye piyasası araçlarının alıcı bulması beklenmektedir⁵⁶.

Bunlar yanında uygulamada karşılaşılan üçüncü bir tür de “*stand-by*” olarak adlandırılan bakiyeyi yüklenim aracılığıdır. Bu aracılık türünde halka arza aracı olan yatırım bankası, satış sürecinin sonunda elde kalan menkul kıymetleri satın almayı taahhüt etmekte; böylece ihraççı halka arz ile hedeflediği gelir kaynağına ulaşmayı ve halka arz sonunda menkul kıymetin fiyatının ani şekilde düşmesini önlemeyi garanti altına almaktadır.

İhraççının SEC nezdindeki başvuru süreci, Menkul Kıymetler Kanunu’nun Sec.4A, Sec.6, Sec.7 ve Sec.8 bölümlerinde detaylı olarak ele alınmıştır. Buna göre ihraççı ortaklığın, yöneticilerinin ve ortaklıkta %20’den fazla pay sahibi olan ortakların kimlik bilgilerini, faaliyet alanını, finansal durumunu, halka arzdan elde edilecek gelirin kullanılacağı alanları, halka arz miktarını, sermaye yapısını açıklayarak, “*registration statement*” olarak adlandırılan S-1 formu ile SEC’ye başvuruda bulunması gerekmektedir. SEC başvurusu öncesinde ise bu başvuru evraklarının yüklenici ya da konsorsiyum tarafından tespit sürecine sokulması ve sunulacak bilgilerin doğru olmasının sağlanması söz konusu olacaktır. Menkul

⁵⁶ Cox/ Hillman/ Langevoort, s. 109.

Kıymetler Kanunu Sec.4A, Sec.8A ve Sec.11 uyarınca SEC'ye sunulan bilgilerin doğru olmadığına anlaşılması halinde ise, ortaklığın yöneticisi ya da benzer konumda bulunanlar, muhasebeci, mühendis gibi sıfatlardan bağımsız olarak kendi görev alanı kapsamında formda beyanda bulunanlar başta olmak üzere formu imzalayan herkesin ve nihayet yüklenimde bulunan yatırım bankalarının hem idari hem de adli sorumluluğunun doğması söz konusu olacaktır.

“*Registration statement*” yanında SEC onayına sunulan izahname taslaklarında yer alacak hususlar ve izahnamelere ilişkin genel kurallar ise, Menkul Kıymetler Kanunu Sec.10'da ele alınmıştır. Buna göre temelde, yatırımcıların değerlendirmesine sunulmak üzere hazırlanan izahname metinlerinde, SEC'ye sunulan başvuru formunda yer alan bilgilerin bulunması gerekmekte olup; bunun yanında SEC tarafından öngörülen kamu yararı ve yatırımcının korunması kurallarının gerektirdiği her türlü bilgi de izahnameye eklenebilecektir. Ayrıca SEC izahnamede yanlış ve yanıltıcı bilgi yer aldığına karar verdiği takdirde, bu izahnamenin kullanımını durdurma yetkisini de haizdir.

Başvuru formunun SEC tarafından incelenmesi için geçecek azami süre 30 gün olup; SEC tarafından bu forma onay verilmesinin ardından, halka arz fiyatının belirlenmesi sürecine geçilecektir. Fiyat belirlenmesinin temelinde ise yüklenimde bulunan yatırım bankasının “*roadshow*” olarak adlandırılan pazarlama faaliyetleri neticesinde ulaştığı olası satış rakamları yatmaktadır.

Menkul Kıymetler Kanunu ile ihraç ve halka arzlar bakımından getirilen kuralların yanında, ABD borsalarının her biri halka arzlar için kendi kurallarını öngörmüş durumdadır. Bu kurallara genel olarak bakıldığında, bir ortaklığın NYSE nezdinde sermaye piyasası araçlarını kote edebilmesi için en az dört yüz ortağa sahip

olması, halka arz edilen payların piyasa değerinin en az kırk milyon Amerikan Doları ve pay fiyatının en az 4 Amerikan Doları olması, bunun yanında NYSE tarafından öngörülen yıllık gelir testlerinin de karşılanması gerekmektedir⁵⁷. “*Global Select Market*”, “*Global Market*” ve “*Capital Market*” olarak üç piyasası bulunan NASDAQ nezdinde kote olabilmenin temel şartları ise, en az dört yüz elli ortaklı olunması, halka arz olunmuş paylarının piyasa değerinin kırk beş milyon Amerikan Doları olması ve öngörülmuş nakit akışı, yıllık gelir ve likidite testlerinin karşılanması olarak sayılabilecektir⁵⁸.

2. Alım Satım Aracılığı

Sermaye piyasası araçlarının ihracından sonra ikincil piyasalarda işlem görmesine ilişkin esaslar 1934 tarihli Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu ile düzenlenmekte olup; Kanun’un amacı sermaye piyasası borsalarında ve tezgahüstü piyasalarda adil ve dürüst olmayan uygulamaların önüne geçilmesini teminen düzenleme yapılması olarak ifade edilmiştir. Mezkur Kanun’un Sec.2/78b maddesinde, borsa ve tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin Kanun hükümlerine tabi kılınmasının sebebi ise bu işlemlerde yüksek oranda ulusal kamu yararı bulunması olarak gösterilmiştir.

Kanun’un tanımlara ilişkin Sec.3/78c maddesinde bentler halinde borsa, borsa üyesi, *broker*, *dealer*, banka, ve öz düzenleyici kuruluş gibi birçok temel kavrama yer verildiği görülmektedir. Buna göre, dilimize borsa olarak çevrilebilecek “*Exchange*” kavramı, menkul kıymet alıcı ve satıcılarını bir araya getirecek şekilde

⁵⁷ https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Initial_Listing_Standards_Summary.pdf , Erişim tarihi 18.03.2019.

⁵⁸ <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf> , Erişim tarihi 18.03.2019.

bir piyasa ya da ortam oluşturan kurum, kuruluş ya da kişi topluluğu olarak tanımlanmıştır. Borsa üyesi ise, herhangi bir aracının müdahalesine ihtiyaç duymaksızın borsada işlem yapabilen gerçek kişiler ile SEC'ye kayıtlı aracilar olarak *broker* ve *dealer*lar olarak ele alınmıştır.

ABD sermaye piyasalarında alım satım aracılığının temelini oluşturanlar ise *broker* ve *dealer* olarak faaliyette bulunanlardır. Bu iki faaliyet ayrı ayrı yerine getirilebileceği gibi, uygulamadaki çoğu örnek gibi, alım satım araçları genelde “*broker-dealer*” olarak her ikisini de bünyesinde barındırmaktadır.

Broker kavramı Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu'nun Sec.3/4/A maddesinde, müşterileri hesabına menkul kıymet alım satımını ticari olarak gerçekleştiren gerçek ya da tüzel kişi olarak tanımlanmıştır. Tanımdan anlaşıldığı üzere bu aracılık türünün ülkemiz sermaye piyasaları bakımından işlem aracılığı ile bağlantı kurulması mümkün görünmektedir. *Broker* aracılığına karakterini kazandıran hususlar ise bu aracılığın ticari amaçla yapılması ve başkası hesabına işlemi içeren bir temsilcilik türü olmasıdır. SEC tarafından belirtildiği üzere, çoğu durumda bir gerçek ya da tüzel kişinin *broker* olarak faaliyet gösterdiği ve SEC'den lisans alması gerektiği açıksa da, bazı hallerde bu durum net olmayabilmektedir. Bu kapsamda, SEC'den yetki almış *broker-dealer* araçlarına komisyon karşılığında müşteri temin edenler, yüklenim aracılığı yapan yatırım bankaları ile ihraççıları komisyon karşılığında bir araya getirenler, yatırım danışmanlığı ya da finansal danışmanlık yapanlar, elektronik alım satım platformlarını işletenler ve sayılan diğer gerçek ve tüzel kişilerin de SEC'den *broker* olarak yetki alması gerekmektedir⁵⁹. *Broker* olmanın ayırıcı özellikleri, “ticari amaçla alım satıma düzenli ve devamlı

⁵⁹ SEC Investor Publications, “Guide to Broker-Dealer Registration”, <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/divisionsmarketregbdguidehtm.html>

katılım” ile “sermaye piyasası işlem zincirinin ana noktalarında yer alma” olarak kavramlaştırılmış; bu broker tanımı içine dahil olmanın en belirgin özellikleri ilk kez *SEC v. Hansen (1984)* kararında; (1) ihraççının çalışanı olarak faaliyette bulunma, (2) ücretten ziyade komisyon geliri elde etme, (3) bir ihraççının sermaye piyasası araçlarını satma, (4) yatırımcı ile ihraççı arasındaki pazarlıklara dahil olma, (5) bir yatırıma ilişki tavsiye ya da değer biçme faaliyetinde bulunma, (6) aktif olarak yatırımcılara ulaşma şeklinde altı ana başlıkta sıralanmıştır⁶⁰.

Dealer kavramı ise aynı Kanun’un Sec.3/5/A maddesinde, bir *broker* aracılığıyla ya da doğrudan, kendi nam ve hesabına ticari amaçla menkul kıymet alım satımı faaliyetinde bulunan gerçek ya da tüzel kişi olarak tanımlanmaktadır. Temsilci olarak faaliyet gösteren *broker* aracısından farkı, *dealer*’ın doğrudan kendi nam ve hesabına, kendi portföyü için alım-satım yapmasıdır. Ancak “*trader*” olarak adlandırılan yatırımcı ile *dealer* aracısının benzer özellikler sergilediği gözetilerek, bu iki kavramın ayrıştırılması açısından, yatırımcının bireysel olarak, ticari bir amaç sergilemeksizin kendi portföyüne alım yaptığı, *dealer*’ın ise kendi portföyü için yaptığı işlemlerde ticari amaç güttüğünün altının çizilmesi gerekmektedir⁶¹. Bu kanuni tanıma ek olarak, SEC tarafından, belli bir menkul kıymetin düzenli ve sürekli olarak alım satımı amacını güden, belli menkul kıymetler bakımından alım-satım fiyatı kote eden, yatırımcılara kredi sağlayan, yatırım tavsiyesi veren ve yatırımcılarla karşılıklı olarak türev araç sözleşmesi imzalayan gerçek ve tüzel kişilerin de *dealer* olarak yetkilendirilmesi gerektiği ifade edilmiştir⁶².

⁶⁰ Barr/Jackson/Tahyar, s.461, 462.

⁶¹ SEC tarafından hazırlanan “Guide to Broker-Dealer Registration” Raporu’na göre, dealer alım satım işlemlerini “düzenli ticari faaliyet” olarak icra etmektedir. Ayrıca bkz. Cox/Hillman/Langevoort, s.1022.

⁶² SEC Investor Publications, “Guide to Broker-Dealer Registration”.

1934 Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu'nun SEC.3/A/48 maddesinde *broker* ve *dealer* aracılarının, Kanun'un Sec.15 bölümünde düzenlenen hükümler uyarınca SEC'den yetki belgesi alması zorunluluğu getirilmiş olup; atıf yapılan Sec.15/78o hükmünde ise, yetki belgesi olmaksızın *broker* ve/veya *dealer* olarak faaliyet göstermenin, faaliyet gösterme teşebbüsünde bulunmanın ya da *broker/dealer* aracılılarıyla ilişkili olup, bu *broker/dealer*'ın gözetimi dışında⁶³ faaliyette bulunmanın yasak olduğu belirtilmiştir. Ülke genelinde hangi hallerde *broker/dealer* olarak yetki alınması gerektiği sürekli olarak tartışma konusu olsa da, SEC'nin bu husustaki duruşu genel olarak, herhangi bir kişinin düzenli olarak menkul kıymet satıcısı konumunda bulunması ve satış yapmaktan kar elde ediyor olması, o kişinin *broker/dealer* olarak yetkilendirilmesini gerektirdiği şeklindedir⁶⁴. Ayrıca belirtmek gerekir ki, ABD nezdinde faaliyet gösteren bankalar Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu'nda sayılan belli işlemler bakımından *broker/dealer* olarak yetki alma yükümlülüğünden muaf tutulmuştur⁶⁵.

Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu Sec.15 nezdinde ele alınan alım satım aracılığı yetki sürecinin temel olarak beş aşaması bulunmaktadır. Buna göre *broker/dealer* olarak yetki belgesi almak isteyen gerçek ve tüzel kişilerin:

- Eksiksiz şekilde doldurulmuş “*Form BD*” ile SEC'den faaliyet izni alması,

⁶³ Kanun'da “*Associated person of a broker/dealer*” olarak kavramlaştırılan ilişkili kişiler, temelde yetki belgesini haiz bir *broker/dealer* için çalışan personel ya da dışardan hizmet alınan gerçek ya da tüzel kişilerdir. Bu kişiler yetkili *broker/dealer* gözetiminde, onun nam ve hesabına faaliyette buldukları sürece SEC'den ayrı bir yetki belgesi almayacak olmakla birlikte, ilişkili oldukları *broker/dealer*'ın gözetiminden uzaklaştıkları ve ondan bağımsız işlem yaptıkları bir durumda, yetki belgesi sahibi olmak zorundadırlar.

⁶⁴ Cox/Hillman/Langevoort, s.1023.

⁶⁵ 1999 yılında yürürlüğe giren Gramm-Leach-Bliley Kanunu'ndan önce bankalar tüm işlemleri bakımından SEC'den *broker/dealer* yetki belgesi alma yükümlülüğünden muaf tutulmuşken, söz konusu Kanun ile Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu'ndan yapılan değişiklikle bu muafiyet belli işlemler için daraltılmıştır.

- Öz düzenleyici bir kuruluşun⁶⁶ üyesi olması,
- Menkul Kıymet Yatırımcılarının Korunması Kuruluşu (Securities Investor Protection Corporation/SIPC) üyesi olması,
- Faaliyet göstereceği eyaletin öngördüğü yükümlülükleri yerine getirmesi ve
- Ortak, yönetici, birim yöneticisi ve diğer personelin mesleki yeterliliklerinin sağlanması

gerekmektedir. Belirtilen şekilde yetkili bir alım-satım aracıları olmayanların Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu'na aykırı davranması söz konusu olacağı gibi, faaliyet izni alınmasını takip eden 6 ay için SEC tarafından yapılan yerinde denetimden geçemeyenlerin izinlerinin durdurulması ve iptali de söz konusu olabilecektir.

Belirtilen şekilde yetkili bir *broker/dealer* olarak faaliyet gösteren aracılardan, Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu başta olmak üzere, öz düzenleyici kuruluşların koyduğu kurallarında da dahil olduğu ABD sermaye piyasası mevzuatından doğan çeşitli yükümlülükleri söz konusudur. Bu yükümlülükler ABD Hukukunda genel olarak "*fiduciary duties*" olarak adlandırılan ve genel anlamda bir vekalet almaktan kaynaklanan sorumluluklardır⁶⁷. Bunlar genel olarak sermaye piyasası suçlarından kaçınmak adına adil işlem yapma; müşterilerin özellik ve ihtiyaçlarını gözetenek, uygun ürünler ve hizmetler sunma; müşteri emrini en iyi şekilde yerine getirme; müşteriden emir almaksızın işlem yapmama; açığa satış ve kredili işlem sınırlamalarına uygun hareket etme; halka arzlarında sınırlamalara uygun

⁶⁶ "*Self regulatory organization/SRO*" yani öz düzenleyici kuruluş, Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu'nda tanımlanmış olup, buna göre ulusal borsalar, yetkili menkul kıymet kuruluşları ve yetkili takas kuruluşları birer öz düzenleyici kuruluştur. ABD nezdinde faaliyet gösteren en önemli öz düzenleyici kuruluşlara borsalar olarak NYSE ve NASDAQ yanında, "*Financial Industry Regulatory Authority/FINRA*" örnek gösterilebilecektir.

⁶⁷ ABD Federal Sermaye Piyasaları mevzuatı uyarınca genel olarak "*broker-dealer*"ların "*fiduciary duty*" hükümlerinden sorumluluğu bulunmasa da, ABD Mahkemeleri belli durumlarda bu yönde sorumlulukları olduğuna hükmetmiştir. Bkz. Barr/Jackson/Tahyar s.453.

işlem yapma; belge ve kayıt düzenine uygun hareket etme gibi temel kurallar olarak sıralanabilecektir. *Broker/dealer* olarak faaliyette bulunan kuruluşları, kanuni düzenlemeler yanında, SEC'nin ve öz düzenleyici kuruluşların ikincil düzenlemeleri ile öngördükleri iş yapış kurallarına, yatırımcıyı koruma, etik olmayan ve zarar verici işlemlere maruz bırakmaktan kaçınma yükümlülüklerine de tabidirler.

B. AB Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyetleri

1. Halka Arza Aracılık

AB Hukukunda halka arz 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi⁶⁸ ile düzenleme altına alınmış olup; bu Direktif'te halka arzla ilişkili olarak kamuya açıklanacak bilgiler, izahnamenin ne şekilde oluşturulacağı ve hangi tür bilgileri içereceği, üye ülke borsalarında işlem görmeye kabul gibi temel hususlar hükme bağlanmıştır. AB Hukuk sistemi, Direktifler ve Regülasyonlar ile üye ülke uygulamalarını birbirine paralel duruma getirerek, AB nezdinde piyasa bütünlüğünü sağlamayı amaçladığından, İzahname Direktifi ile öngörülen kurallarla tek bir üye ülkede izahnamesi onaylanan halka arzların, diğer üye ülke borsalarında işlem görmeye geçerli bir temel oluşturması amaçlanmıştır. Keza İzahname Direktifi'nin dibacesinde bu Direktifin temel amacının "*yatırımcıların korunması ve piyasa etkinliğinin sağlanması*" olarak açıklandığı; genel hükümleri içeren md.1/1 hükmünde ise, "*üye ülkeler nezdinde gerçekleştirilecek halka arz ve ihraçlarda izahnamenin hazırlanması, onayı ve yatırımcılara sunulmasına ilişkin kuralların uyumlaştırılması*" olarak düzenlendiği görülmektedir.

⁶⁸ Prospectus Directive

Tüm diğer ülkelerde olduğu gibi, AB nezdinde de halka arzın, sermaye piyasası araçlarının yanında, kamudan saklı tutulan birçok bilginin de kamuya arz edilmesi anlamına geldiği; bu kapsamda, halka arz olunan ortaklığın finansal durumu, yönetsel yapısı, mevcut ve gelecek operasyonları gibi birçok verinin yatırımcılarla paylaşılmasının halka arzlar bakımından önem arz ettiği açıktır. Zira özellikle ilk halka arzda anonim ortaklıkla ilk kez tanışacak olan yatırımcılar, halka arzla ilişkili olarak kendilerine sunulan veriler üzerinden yatırım kararlarını vereceklerdir. Direktifin dibacesinde de yatırımcılara halka arz sırasında sunulan bilgilerin, halka arza konu sermaye piyasası aracına olan güveni artırdığı ve dolayısıyla bir bütün olarak sermaye piyasasının gelişimine katkıda bulunduğu; izahnamenin bu verilerin yatırımcılara en doğru şekilde sunulmasında temel araç konumunda olduğu ifade edilmiştir.

Direktifin tanımları içeren 2 nci maddesinde, menkul kıymet, ihraç, ihraççı ve halka arz eden gibi birçok tanıma yer verildiği görülmektedir. Buna göre menkul kıymet, 2014/65/EU sayılı MiFID II Direktifi'nde yer alan tanıma atıfla⁶⁹, para piyasası araçları hariç sermaye piyasalarında işlem görmeye elverişli menkul kıymet olarak ele alınmıştır⁷⁰. Düzenlemenin devamında menkul kıymet kavramı, pay ve diğer menkul kıymetler olarak ikili bir ayrımla düzenlenmiş; “*equity securities*” olarak ele alınmış olan paylar, ortaklık hakkı veren ya da ortaklık hakkı veren menkul kıymetlere dönüştürülebilen her türlü menkul kıymet olarak tanımlanmıştır.

⁶⁹ İzahname Direktifinde menkul kıymet tanımı yapılırken 93/22/EEC sayılı Direktif'e atıf yapılmakla birlikte, mezkur Direktif, MiFID I olarak da adlandırılan 2004/29/EC sayılı Direktif ile ilga edilmiş; MiFID I ise 03.01.2018 itibariyle AB nezdinde yürürlüğe giren 2014/65/EU sayılı MiFID II Direktifi ile kaldırılmıştır. Bu sebeple mülga Direktif'e yapılan atıflar, MiFID II'ye yapılmış olarak kabul edilmiştir.

⁷⁰ MiFID II'de tanımlanan ve Direktif Ek.1/Bölüm C'de sıralanan “*finansal araç*” kavramı, İzahname Direktifi'nde halka arza konu edilebilen menkul kıymetlerin yanında para piyasası araçlarını da içerdiğinden daha geniş bir kavrama tekabül etmektedir.

Direktif'te halka arz ise, “*ihraç edilecek menkul kıymetlerle ilgili yeterli bilginin sunulması için yatırımcılarla her türlü yoldan iletişime geçilmesi*” olarak ele alınmıştır.

AB Hukukunda izahnameler bakımından getirilen temel kural, (1) menkul kıymetlerin halka arzı ve (2) menkul kıymetlerin AB nezdindeki bir organize piyasada işlem görmeye kabulü olarak belirlenen iki halde izahname hazırlama yükümlülüğü doğmasıdır. “*Regulated market*” olarak kavramlaştırılan organize piyasanın tanımı ise MiFID II'de finansal araçlara ilişkin yatırımcı alım-satım emirlerini bir araya getiren ya da bir araya gelmelerine ortam sağlayan çok taraflı alım satım sistemi olarak ele alınmıştır. İzahname Direktifi md.3'te sayılan nitelikli yatırımcıya ihraç ve yüz kişiden az kişiye satış yapılması gibi haller izahname düzenleme yükümlülüğünün istisnasını; md.4 nezdinde sayılan ortaklığın sermayesinin artmasına sebebiyet vermeksizin daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerle aynı nitelikte menkul kıymet ihraç edilmesi gibi haller ise izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet sebebi teşkil etmektedir.

İzahnamede bulunması gereken bilgiler ve izahnamenin şekli gibi hususlar Direktif'te detaylı olarak düzenlemeye kavuşturulmuştur. Direktif'in 5 inci maddesinin ilk fıkrasına göre, izahnamede genel olarak halka arz edenin ve halka arz olunan menkul kıymetlerin doğasını en iyi şekilde yansıtan, yatırımcıların halka arz edenin varlık ve borçları hakkında bilgi sahibi olmasına imkan veren, halka arz edenin finansal durumu, kar ve zararları, yüklenicinin kim olduğu ve halka arz olunan menkul kıymetlerin malikine sağladığı hakları en etkin şekilde öğrenmesini sağlayan bilgilerin yer alması gerekmektedir. Bu kapsamda izahname öncelikle bir özet bölümü ile başlayacak; bu bölümde halka arz eden ve halka arz hakkında temel

karakteristik bilgiler ile bu sürecin içerdiği riskler, herkes tarafından anlaşılabilir yalın ve teknik olmayan bir dille ve iki bin beş yüz kelimeyi geçmeyecek şekilde aktarılacaktır. Çoğu durumda yatırımcıların izahnamenin tümünü değil, yalnızca özet bölümünü okumaya meyilli oldukları kabulü altında⁷¹, Direktif'te özet bölümünün bu şekilde detaylı düzenlenmesi hatta Ek.1'de standart özet bölümüne yer verilmesi faydalı görülmektedir.

İzahname Direktifi izahnameye ve yayınına ilişkin düzenlemeler içermekle birlikte, halka arza aracılık eden yatırım kuruluşuna ve bu faaliyete ilişkin düzenlemeler, MiFID II Direktifi'nde yer almaktadır. Söz konusu Direktif'in tanımlara ilişkin 4 üncü maddesinde, Ek.1/Bölüm A'da sayılan yatırım hizmet ve faaliyetleri arasında yüklenim aracılığı ve en iyi gayret aracılığı olarak ikiye ayrılan halka arza aracılık faaliyeti yer almaktadır. Bu aracılık türünü düzenli uğraşı ya da ticari faaliyet olarak yerine getirmeye yetkili olanlar ise, üye ülke otoritesinden faaliyet izni almış tüzel kişiler yani yatırım kuruluşlarıdır. Bir yatırım hizmet ve faaliyeti olan halka arza aracılığın, istisnai olarak tek seferlik değil, profesyonel olarak düzenli mesleki ya da ticari uğraşı olarak gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

Direktif'te yer alan bu genel kuralların çizdiği çerçeve içerisinde üye ülkelerin kendi halka arza aracılık düzenlemelerini yapması söz konusu olduğundan, Direktif düzeyinde daha detaylı hükme yer verilmemiştir. Almanya nezdinde halka arza aracılık konusuna bakıldığında ise, Borsa Kanunu, Kotasyon Kanunu, İzahname Direktifi'ni ülke nezdinde hayata geçiren İzahname Kanunu ve Menkul Kıymet Alım Satım Kanunu'nun bu hususa ilişkin temel düzenlemeleri içerdiği; halka arza aracılığın bankalarca gerçekleştirilebildiği, buna göre, aracılık eden bankanın,

⁷¹ Danilov, A.: "Initial Public Offering:The EU Prospectus Regime", University of Amsterdam, Financial Law, Market Regulation and Behavior, 2016.

ortaklığın pazarlama stratejisi dahil olmak üzere tüm halka arz sürecini yürüttüğü görülmektedir⁷².

2. Çok Taraflı Alım Satım Sistemleri

MiFID II yatırım hizmet ve faaliyetleri yanında, sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasalara ilişkin olarak da önemli hükümler içermektedir. Buna göre AB nezdinde hizmet veren tüm çok taraflı piyasaların, i) çok taraflı alım-satım sistemi (*Multilateral trading facility-MTF*), ii) organize alım-satım sistemi (*Organised trading facility-OTF*), iii) düzenlenmiş piyasa/borsa (*Regulated market-RM*) veya iv) sistematik aracı (*Systematic internaliser-SI*) olarak MiFID II hükümlerine uygun şekilde yetki almış olması gerekmektedir. MiFID II'nin, görece katı ve detaylı bir düzenleme olarak kabul edilen MiFID I'e nazaran artan detaycılığı yanında⁷³, AB nezdinde büyük yankı uyandırmasının sebeplerinden biri de MiFID I nezdinde düzenlemesi bulunan diğer çok taraflı alım satım sistemleri arasına OTF'leri eklemesidir.

Direktif'in tanımları içeren 4 üncü maddesinde RM yani borsa, bir piyasa işleticisi tarafından işletilen, kendi belirlediği kurallar çerçevesinde işlem görme izni verdiği finansal araçlara ilişkin olarak üçüncü kişilerin alım-satım emirlerini bir sözleşme ile sonlanacak şekilde, kendi sistemi içinde ve ihtiyari olmayan kurallara⁷⁴ bağlı olarak bir araya getiren ya da bir araya gelmelerine ortam hazırlayan, düzenli

⁷² Hutter/Kaulamo: "Initial Public Offerings in Germany", Initial Public Offerings Law Review.

⁷³ Busch, D.: "MiFID II and MiFIR: Stricter rules for the EU financial markets", Law and Financial Markets Review, 2017, Vol. 11, Nos. 2-3, 126-142, s.1. (Financial Markets)

⁷⁴ "Non-discretionary rules" olarak ele alınan ihtiyari olmayan kurallar MiFIR nezdinde, işlemlerin gerçekleştiği RM işleticisi ya da MTF işleticisi yatırım kuruluşunun, hangi menfaatlerin ne şekilde karşılanacağı yönünde herhangi bir yetkisinin olmadığı; işlemlerin tamamen sistem kuralları çerçevesinde, bilgisayar yazılımı ile gerçekleştirildiği prosedürler olarak tanımlanmıştır.

olarak faaliyet gösteren çok taraflı sistem olarak tanımlanmıştır. RM'ler Direktif'in üç numaralı bölümünde yer alan düzenlemelere tabi olup; bu düzenlemelerde üye ülke otoritesinden yetki alınması, yönetim kurulu üyelerinde bulunması gereken şartlar, organizasyonel yükümlülükler, sermaye piyasası araçlarının kotasyonuna ilişkin belirlenecek kurallar, işlem görmenin durdurulması gibi temel hususlara ilişkin kurallara yer verilmiştir. Buna göre, üye ülkeler Direktif Bölüm III nezdinde sıralanan kurallara uyan kurumlara ve piyasa işleticilerine faaliyet izni verebilecek, faaliyet izni alacak RM'lerin şeffaf ve adil kotasyon kuralları olmasını sağlayacaktır.

Direktif'te MTF, bir piyasa işleticisi ya da yatırım kuruluşu tarafından işletilen, finansal araçlara ilişkin olarak üçüncü kişilerin alım-satım emirlerini bir sözleşme ile sonlanacak şekilde, kendi sistemi içinde ve ihtiyari olmayan kurallara bağlı olarak bir araya getiren çok taraflı sistem olarak ele alınmıştır. Bir MTF'i RM ile ayırt etmek bu tanımlar kapsamında kolay görünmese de, esasen bu iki çok taraflı sistemi birbirinden ayıran kesin ve belirli çizgiler vardır. Bir RM ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında "*borsa*" olarak tanımlanan organize piyasaya karşılık gelecek şekilde, alım satım emirlerini kendi organize ve düzenlenmiş piyasasında, kendi koyduğu kurallar çerçevesinde bir araya getirip gerçekleştiren, temel faaliyeti bu emirlerin bir araya getirilmesi olan sistemdir. MTF ise doğrudan karşılığını ülkemiz mevzuatında ve uygulamasında bulmamakla birlikte, emirleri bir araya getirmek üzere kurulmuş ve bu faaliyeti düzenli olarak yerine getiren bir sistem değil; Direktif'in yatırım kuruluşlarına ilişkin kuralları kapsamında faaliyet gösteren, sistemli olarak yatırımcı emirlerini bir araya getiren ve gerçekleştiren bir oluşumdur. Bu kapsamda, bir MTF olarak faaliyet göstermek isteyen yatırım kuruluşu, üye ülke otoritesinden MiFID II hükümleri kapsamında izin isteyecekken, bir yatırım kuruluşunun RM işletmesi

mümkün olmamaktadır. Ayrıca MTF'ler genelde RM'lere kıyasla daha egzotik ve finansal mühendislik ürünü finansal araçların işlem gördüğü piyasalar olarak kabul edilmektedir. MiFID II'de yatırım kuruluşlarına ilişkin kurallara tabi olan MTF'lere ilişkin özel düzenlemeler, 19 uncu maddede düzenlenmekte olup; buna göre MTF'lerin önceden belirlenmiş, kesin kurallara göre müşteri emirlerini eşleştirmesi, MTF olarak faaliyet izni alan yatırım kuruluşunun maruz kalacağı riskleri üstlenebilecek yapıda olması ve müşteri emirlerini kendi hesabından yerine getirmemesi zorunludur.

OTF'ler ise MiFID II'nin AB sermaye piyasalarına kazandırdığı yeni bir oluşum olarak incelemeye değerdir. Direktif'in tanımına göre, RM ya da MTF olmayan, tahvil, yapılandırılmış finansal araçlar, emisyon kotaları ya da türev araçlara ilişkin üçüncü kişi emirlerini bir sözleşme ile sonuçlanacak şekilde ve ihtiyari kurallar çerçevesinde karşılaştıran çok taraflı sistemlerdir. OTF kavramı, MiFID II ile bilinçli olarak geniş ve kapsayıcı ifadelerle düzenlenmiş; böylece RM ya da MTF kavramının kapsamına girmeyen diğer tüm düzenleme dışı piyasa oluşumlarının etkin şekilde düzenlenmesi ve denetim altında tutulması amaçlanmıştır⁷⁵. Eylül 2009'da Pittsburg'da gerçekleştirilen G-20 zirvesinde liderler, 2012 sonuna kadar tüm standart OTC türev sözleşmelerin, organize piyasalar ya da elektronik alım-satım platformlarında işlem görmesi ve merkezi karşı taraflar aracılığıyla takasının sağlanması hususunda fikir birliğine varmış olup; OTF kavramının MiFID II nezdinde bu denli üzerinde durulmasının ana sebeplerinden biri

⁷⁵ Busch, Financial Markets, s.2.

de bu anlaşmadır. Zira AB düzenleyicileri bu yolla tezgahüstü türev araçların OTF'ler nezdinde işlem görmesini hedeflemektedir⁷⁶.

OTF'i diğer alım satım sistemlerinden ayıran hususlar daha belirgin olup; bunların en başında yatırımcı emirlerinin “*discretionary*” yani ihtiyari kurallar çerçevesinde eşleştirilmesi ve sadece sayılan finansal ürünlere ilişkin emirleri kabul edebilmesi gelmektedir. MiFID md.20'de OTF'ler bakımından getirilen özel hükümlere bakıldığında, OTF olarak faaliyet gösteren yatırım kuruluşu ya da piyasa işleticisinin, (1) yatırımcı emrini işlettiği OTF nezdinde gerçekleştirip gerçekleştirilmemek, (2) yatırımcı emrini sistemde bekleyen diğer emirlerle talep edilen zamanda eşleştirip eşleştirmemek hususları ile sınırlı olarak takdir yetkisi bulunmaktadır. Diğer bir deyişle, bir MTF'in bu konularda daha önce belirlenmiş ve kesin kuralları varken⁷⁷, OTF gerekli hallerde takdir yetkisini sınırlı olarak, Direktif'in 27 nci maddesinde düzenlenen müşteri emrini en iyi şekilde yerine getirme kuralını ihlal etmeksizin kullanabilecektir. Ayrıca yalnızca pay dışı sermaye piyasası araçları OTF nezdinde işleme konu edilebilecektir. BUSCH, OTF'leri melez bir konsept olarak tanımlamakta; yazara göre, bir OTF'in işletilmesi yatırım faaliyeti iken, OTF nezdinde yatırımcı emirlerinin eşleştirilmesi bir yatırım hizmeti teşkil ettiğinden, OTF işleticilerinin hem yatırım hizmetlerine hem de yatırım faaliyetlerine yönelik kurallara olayın özelliklerine göre tabi olması söz konusu olmaktadır⁷⁸.

Bu kapsamda, Direktif uyarınca AB nezdinde yetki alacak çok taraflı sistemlerin şu tablo ile özetlenmesi mümkündür:

⁷⁶ Financial Stability Board, Report on Implementing OTC Derivatives Markets Reforms, 2010, https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf

⁷⁷ Bkz. dn. 74.

⁷⁸ Busch, Financial Markets, s.4. Yatırım hizmeti ve yatırım faaliyeti kavramlarının açıklamaları için bkz bölüm II.B.3.

	RM	MTF	OTF
Finansal araçlar	Pay ve diğerleri	Pay ve diğerleri	Pay dışı
İşlem	Kesin	Kesin	İhtiyari
gerçekleştirme kuralları	(İhtiyari olmayan)	(İhtiyari olmayan)	
Müşteriye karşı taraf olma	Yasak	Yasak	Mümkün (istisnai hallerde)

Son bir alım satım sistemi türü olarak SI, Direktif'in tanımlara ilişkin 1 inci maddesinde, RM, MTF ve OTF nezdinde olmaksızın, müşteri emirlerini kendi hesabından, organize, sistemli ve düzenli şekilde yerine getiren yatırım kuruluşu olarak ele alınmıştır. Bir yatırım kuruluşunun bu tanıma dahil olacak şekilde sistemli şekilde portföy aracılığı yapıp yapmadığının tespiti için, aracılık ettiği tezgahüstü işlemlerinin sayısına bakılacaktır. Dolayısıyla SI olarak faaliyet gösteren bir yatırım kuruluşu, MTF ve OTF olarak hizmet verenlerin aksine, müşteri emirlerini karşı taraf olarak yerine getirmektedir.

Çok taraflı alım satım sistemlerinin türlerini ve her bir türün tabi olduğu genel kuralları belirleyen Direktif, üye ülke otoritelerine de bu piyasalar bakımından bazı yükümlülükler getirmiştir. Üye ülkeler, MTF ya da OTF olarak faaliyet gösteren yatırım kuruluşu ya da piyasa işleticilerinin, adil, şeffaf ve objektif işlem görme esasları belirlemesini temin etmek, bu piyasaların yatırımcı emirleri arasında ayrımcılık yapmasının önüne geçmekle yükümlüdür.

3. Alım Satım Aracılığı

AB Hukuku düzenlemeleri, büyük oranda ülkemiz sermaye piyasası mevzuatının mehzazını oluşturmakta olup; bu bakımdan alım satım aracılığı faaliyetinin düzenlendiği MiFID II Direktifi'nin yatırım kuruluşları bakımından oluşturduğu sistemle ülkemiz mevzuatı büyük oranda benzerlik göstermektedir.

MiFID II yatırım hizmet ve faaliyetlerini Ek.1/Bölüm C kısmında tek tek saymış olup; buna göre,

- a) Finansal araçlara ilişkin müşteri emirlerinin alınması ve iletmesi,
- b) Müşteri emirlerinin gerçekleştirilmesi,
- c) Müşteri emirlerinin kendi hesabından gerçekleştirilmesi

şeklinde üç tür alım satım aracılığı faaliyeti bulunmaktadır. Alım satım aracılığı faaliyetinin ise, *“düzenli uğraşısı ya da ticari faaliyeti, bir ya da daha fazla yatırım hizmet ve faaliyetini üçüncü kişilere sunmak ve/veya yatırım hizmet ve faaliyetlerinden bir ya da daha fazlasını profesyonel bağlamda yerine getirmek olan gerçek ya da tüzel kişiler”* olarak ele alınan yatırım kuruluşlarınca yerine getirilmesi söz konusu olmaktadır.

Direktif düzenlemeleri bakımından dikkat çeken bir husus, yatırım hizmetleri ile yatırım faaliyetlerinin birbirini karşılayan kavramlar olmayışdır. Yatırım hizmetleri, her durumda üçüncü kişilere yani yatırımcılara sunulan hizmetler iken; yatırım faaliyetleri yatırım kuruluşlarının kendi portföyleri lehine yaptıkları işlemleri içermektedir⁷⁹. Dolayısıyla MiFID II uyarınca alım satım aracılığı ve halka arza aracılık faaliyetleri birer yatırım hizmeti iken; portföy yöneticiliği ve çok taraflı alım satım sistemlerinin işletilmesi yatırım faaliyetleridir.

⁷⁹ Busch, D.: “MiFID II: Stricter conduct of business rules for investment firms”, Capital Markets Law Journal, 2017, s.2. (Investment firms)

Direktif uyarınca, AB nezdinde faaliyet göstermek isteyen yatırım kuruluşlarının, üye ülke otoritesinden yatırım hizmet ve faaliyeti için yetki belgesi alması zorunludur. Üye ülkelerden birinden yetki alan yatırım kuruluşu, diğer tüm üye ülkelerde faaliyet gösterme hakkını haiz olmaktadır. Tüm üye ülkeler nezdinde yetkilendirme kriterlerinin uyumlaştırılmasını teminen, Direktif'in 9 ve devamı maddelerinde, yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu, üst düzey yöneticileri ve önemli nitelikteki ortaklarında aranacak şartlar, asgari kuruluş sermayeleri⁸⁰, organizasyonel yükümlülükler, faaliyet esasları, çıkar çatışmaları, müşteri bilgilerinin korunması, müşteri emrini en iyi şekilde yerine getirme gibi hususlar düzenlenmiştir.

Üye ülkeler yetkilendirdikleri yatırım kuruluşlarının yetki belgelerini, içerdikleri yatırım hizmet ve faaliyetleri açık olacak şekilde kayıt altına almak, ilan etmek ve Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi ESMA'ya raporlamak durumundadır. Üye ülke otoriteleri, yetkilendirecekleri yatırım kuruluşlarının yönetim kurulu ve üst düzey yöneticilerinin kurumsal yönetim bağlamında güvenilir, öngörülü ve tedbirli şekilde hareket etme ve karar almaya yetkin olduklarından emin olacak şekilde düzenleme yapmalı; yatırım kuruluşu içindeki görev dağılımının çıkar çatışmalarına izin vermeyecek şekilde olmasına özen göstermelidir. Keza yetki talep eden yatırım kuruluşunun ortaklarının yatırım kuruluşu yönetimine sağlam ve tedbirli bir etkisinin olmayacağı düşünülüyorsa, bu yatırım kuruluşunun yetkilendirilmemesi gereklidir.

Direktif'in 2 numaralı bölümü, yatırım kuruluşlarının faaliyet esaslarını ele almış olup, bu esaslar arasında alım satım aracılığı bakımından önemli hususlara yer

⁸⁰ Yatırım kuruluşlarının sermaye hesaplamalarına ve gerekliliklerine 75/2013 sayılı Regülasyon nezdinde detaylı olarak yer verilmiştir.

verilmektedir. Yatırım kuruluşlarının müşterilere sundukları yatırım hizmetlerinde, dürüst, adil, tarafsız ve profesyonel şekilde hareket etme yükümlülüğü olarak tanımlanabilecek olan özen ve sadakat yükümü, ana başlıkla halinde (1) bilgilendirme yükümlülükleri, (2) müşteri tanıma kuralları, (3) müşteri emrini en iyi şekilde yerine getirme yükümlülüğü, (4) müşteri emrini yerine getirme prosedürleri, (5) çıkar çatışmaları, (6) masraf ve komisyon politikaları, (7) belge ve kayıt yükümlülükleri olarak karşımıza çıkmaktadır⁸¹.

Yatırım kuruluşlarında aranan bu yükümlülüklerden biri, yatırım kuruluşlarının kendileri, yöneticileri, doğrudan veya dolaylı ortakları ve personeli ile müşterileri arasındaki; ayrıca, tüm müşterilerin birbiriyle olan çıkar çatışmalarını ortaya koyup, bunları ortadan kaldıracak sağlıklı adımları atması beklentisidir. Çıkar çatışmaları finansal sektörün kaçınılmaz bir yönü olup, hemen her alanda yatırımcıların karşısına çıkmaktadır. Örneğin, yatırım kuruluşunun portföy yöneticiliği hizmeti verdiği müşterisine, aynı zamanda yüklenim aracılığını üstlendiği halka arz edilen bir payda yüklü miktarda alım yapması, bariz bir çıkar çatışmasını ortaya çıkarmaktadır. Zira yatırım kuruluşu halka arz edene karşı yüklenim yükümlülüğü kapsamında payın pazarlamasından kar elde etmekte; öbür tarafta yatırımcının portföyünün ihtiyaç ve isteklerini gözetmeksizin, bu payı müşterisinin portföyüne katabilmektedir⁸². Direktif tarafından çıkar çatışmalarının tamamen ortadan kaldırılmasının mümkün olmayacağı kabulü ile hareket edildiği söylenebilecek olup, bu çatışmaların tespit edilmesi, müşteriye ve ilgililere açıklanması ve önlem alınması esastır. MiFID II md. 13 ve 18 uyarınca, her durumda kaçınılamayan çıkar çatışmalarının bulunması

⁸¹ Busch, Investment Firms, s.11; Enriques, L./Gargantini, M.: “The Expanding Boundaries of MiFID’s Duty to Act in the Client’s Best Interest: The Italian Case”, The Italian Law Journal No 2, 2017.

⁸² Busch, Investment Firms, s.34.

halinde, yatırım kuruluşları genel ya da profesyonel ayırımı yapılmaksızın müşterilerine tarafsız davranacak; ilgili işlem yapılmadan önce müşteriye çıkar çatışması detaylı şekilde açıklanacaktır.

Alım satım aracılığı bakımından en önemli hususlardan biri kuşkusuz müşteri emrinin en iyi şekilde yerine getirilmesi olarak ülkemizde karşılığını bulan “*best execution*” kurallarıdır. MiFID II’nin 27 nci maddesinde AB nezdinde faaliyet gösteren tüm yatırım kuruluşları için daha da detaylı hale getirilen bu kurallar, alım satım aracılığı bağlamında alınan emrin hangi piyasaya iletileceğini belirleyen temel hususlardan biri konumundadır. MiFID II, ilga ettiği MiFID I Direktifi’ne nazaran müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirmeye ilişkin dikkat çekici değişiklikler öngörmektedir. Bu düzenlemeler uyarınca, yatırım kuruluşları ve alım satım sistemleri, gerçekleşen işlemlere ilişkin verileri kamuya duyuracak, yatırım kuruluşları yıllık bazda işlem hacmi bakımından en çok etkileşime girdikleri alım satım sistemlerini açıklayacaktır. Bunun yanında, “*best execution*” bakımından yatırım kuruluşları açısından temel ölçek “*makul tüm işlemlerin yapılması*” iken, MiFID II ile bu ölçek katılaştırılarak “*gerekli tüm işlemlerin yapılması*” seviyesine yükseltilmiştir. Bu kapsamda yatırım kuruluşları müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirmek için ellerinden geleni yapmak değil, müşteri bakımından gereken her hususu yerine getirdiklerini ispat etmekle yükümlü olacaklardır. Buna göre alım satım aracılığı yapan bir yatırım kuruluşu müşteri emrini aldıktan sonra bu emri en iyi şekilde yerine getirmek için, müşterinin öncelikleri, fiyat, öncelik, miktar, komisyon, gerçekleşme hızı ve gerçekleşme olasılığı gibi birçok faktörü bir arada gözetmek durumundadır. AB nezdinde işlemlerin gerçekleştirilebileceği birçok çok taraflı alım satım sistemi olasılığı olduğu gözetildiğinde, “*best execution*”

kurallarının öneminin arttığı söylenebilecektir. Örneğin müşterisi bir sermaye piyasası aracına ilişkin lot ve fiyat aralığı belirtmek suretiyle emir veren yatırım kuruluşu, bu emri ilgili sermaye piyasası aracının işlem gördüğü 3 ayrı alım satım sistemine iletebilecek konumdaysa; MTF, SI ve RM'den oluştuğu varsayımı altında, bu sistemlerin her biri ilgili sermaye piyasası aracı için farklı lot, fiyat, gerçekleşme hızı ve komisyon seçenekleri sunduğunda, yatırım kuruluşunun müşterinin yerindelik ve uygunluk testlerindeki tercih ve ihtiyaçlarını da gözetmek suretiyle, bu emri olabilecek en düşük maliyetli, en hızlı ve en uygun fiyatlı şekilde yerine getirecek platforma iletmesi gerekecektir. Birden çok faktörün bir arada değerlendirilmesinin gerektiği bu sürecin, AB nezdinde hizmet veren yatırım kuruluşlarının operasyonel süreçlerine önemli bir etkisinin olacağı açıktır.

MiFID II Direktifi, AB nezdinde sunulan alım satım aracılığı hizmeti için başka bir önemli kriter olarak, “ürün yönetişimi” olarak çevrilebilecek “*product governance*” ilkelerini getirmiştir. Direktif'in md.16/3 ve 24/2 hükümlerinde özel düzenlemesini bulan bu kavram, ESMA tarafından yayınlanan 05.02.2018 tarihli MiFID II Ürün Yönetişimi Rehberi ile somutlaştırılmıştır⁸³. Buna göre öncelikle bir finansal aracı müşterilerine pazarlayacak olan yatırım kuruluşu, bir ürün kabul süreci prosedürü oluşturacak; bu prosedür kapsamında ürüne göre “*hedef müşteri piyasası*” belirlenecektir. Müşterilere satışına aracılık edilecek her bir finansal ürün, hedef müşteri piyasasının ihtiyaçlarına ve doğasına uygun olduğu ölçüde pazarlama potasına dahil edilebilecek; yatırım kuruluşunun müşteri piyasalarından hiçbirine uygun olmayan ürün, müşterilere pazarlanmayacaktır. ESMA tarafından hazırlanan Rehber, hedef müşteri piyasası oluşturulurken, yalnızca sayısal değil niteliksel

⁸³ ESMA Guidelines on MiFID II Product Governance Requirements, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_requirements_0.pdf (Son Erişim: 02.04.2019)

verilerin de dikkate alınması gerektiğini; yatırım kuruluşunun sadece mevcut müşterilerini değil gelecekte sözleşmesel ilişki içerisine girebileceği olası müşterilerini de kapsama alacak şekilde teorik veriler üzerinden çeşitli hedef müşteri piyasaları oluşturmasının zorunlu olduğunu ifade etmektedir. Rehberde göre yatırım kuruluşu hedef müşteri piyasalarını oluştururken ilk olarak genel ve profesyonel müşteri tipini dikkate alacaktır. İkinci olarak, müşteri bilgisi ve tecrübesi kıstası gözetilecek; aynı hedef piyasaya dahil edilen müşterilerin, ilgili finansal ürün hakkında aynı seviye bilgisi ve tecrübesi olması sağlanacaktır. Üçüncü kriter, ekonomik durum da gözetilerek kayba katlanma kapasitesinin benzer olmasıdır. Dördüncü kriter, risk alma kapasitesi olup, buna göre yatırım kuruluşlarının müşterilerini en basitinden “*risk eğilimli/spekülatif*”, “*dengeli*” ve “*riske karşı muhafazakar*” olarak en az üç kategoride değerlendirmesi beklenmektedir. Son olarak, hedef müşteri piyasası belirleyen bir yatırım kuruluşunun gözeteceği beşinci kriter, müşterinin hedef ve ihtiyaçlarıdır. Böylece müşterilerini çeşitli hedef gruplar bağlamında ele alan bir yatırım kuruluşu, hiçbir müşteri hedef grubuna uygun olmayan finansal ürünü aracılık potasına dahil etmeyecek; dahil ettiği finansal ürünleri de yalnızca uygun müşteri gruplarına pazarlayacak ve hatta yeni finansal ürünler yaratan bir yatırım kuruluşu da bu finansal ürün mühendisliğini ürün yönetişimi kurallarını gözeterek yürütecektir⁸⁴.

⁸⁴ Ürün yönetişimi kurallarına ilişkin detaylar için bkz. Busch, D.: “Product governance and product intervention under MiFID II/MiFIR”.

İKİNCİ BÖLÜM: SERMAYE PİYASALARINDA YATIRIM HİZMET ve FAALİYETLERİ ile YATIRIM KURULUŞLARI

I. YATIRIM HİZMET VE FAALİYETLERİ

A. Tanım

Yatırım hizmet ve faaliyetleri, 6362 sayılı Kanun ve ilgili ikincil düzenlemeler çerçevesinde Türk Hukukuna kazandırılmış bir kavram durumundadır. Hâlihazırda yürürlükte bulunan 6362 sayılı Kanun, 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiş olup; yürürlüğü ile birlikte 2499 sayılı Kanun’u ilga etmiş bulunmaktadır. 2499 sayılı Kanun ve buna bağlı olarak çıkarılmış ikincil düzenlemelerde, bir kavram olarak yatırım hizmet ve faaliyetleri yer almamış, “*sermaye piyasası faaliyetleri*” kavramı altında tanımlanan “*aracılık faaliyetleri*”, anılan dönemde “*aracı kuruluş*” olarak tanımlanan “*yatırım kuruluşları*” tarafından yerine getirilen, alım satım aracılığı, halka arza aracılık ve türev araçların alım satımının yapılması olarak tanımlanmıştır.

Yürürlükte olan düzenlemelere bakıldığında, 6362 sayılı Kanun’un 34 üncü maddesinde, “*sermaye piyasası faaliyeti*” olarak tanımlanmış; Kanun’un “*Kapsam*” başlıklı 2 nci maddesinde sermaye piyasası faaliyetlerinin 6362 sayılı Kanun’un yetki alanı içerisine alınmış olması dolayısıyla yatırım hizmet ve faaliyetleri de mezkur Kanun uyarınca SPK’nın görev alanına girmiş olmaktadır. Ancak söz konusu hükümlerde yatırım hizmet ve faaliyetlerinin tanımına yer verilmemekte; bizzat bu başlık altında hükme bağlanmış olan 37 nci maddede, 6362 sayılı Kanun kapsamına

giren yatırım hizmet ve faaliyetleri on bent halinde sıralanmıştır. Buna göre yatırım hizmet ve faaliyetleri:

1. Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi,
2. Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi
3. Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı
4. Portföy yöneticiliği
5. Yatırım danışmanlığı
6. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesi
7. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi
8. Çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi
9. Sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması
10. Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması olarak belirlenmiştir.

6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesine göre yatırım hizmet ve faaliyetleri yalnızca "*yatırım kuruluşları*" tarafından yerine getirilebilmektedir⁸⁵. Ayrıca söz konusu madde uyarınca, yatırım hizmet ve faaliyetlerinin sunulmasına ilişkin usul ve esaslar SPK tarafından belirlenecektir. SPK ise 6362 sayılı Kanun'un 39 uncu

⁸⁵ Anılan hüküm uyarınca, yatırım ortaklıkları ile portföy yönetim şirketlerine ilişkin hükümler saklı tutulmuş olup; ikincil düzenlemelerde yatırım kuruluşları dışında yatırım ortaklık ve portföy yönetim şirketlerinin gerçekleştirebilecekleri yatırım hizmet ve faaliyetleri hüküm altına alınmıştır. Yatırım ortaklıkları 6362 sayılı Kanun'un 48; portföy yönetim şirketleri ise 55 inci maddesinde düzenlenmektedir.

maddesinden aldığı yetki ile yatırım hizmet ve faaliyetlerini başta III-37.1 sayılı Tebliğ ile III-39.1 sayılı Tebliğ olmak üzere, bir çok ikincil düzenleme ile açıklığa kavuşturmuştur.

Görüldüğü üzere, yatırım hizmet ve faaliyetleri 6362 sayılı Kanun'un 34 ve devamı maddelerinde ele alınmakla ve 37 nci maddesinde tek tek sayılmakla birlikte, doğrudan bir tanıma bağlanmış değildir. Söz konusu hükümlerden yola çıkılarak yatırım hizmet ve faaliyetlerinin, 6362 sayılı Kanun kapsamında münhasıran yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilen, alım satım aracılığı, portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, halka arza aracılık, saklama ve çok taraflı alım satım sistemleri ile borsa dışı teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesinden oluşan, usul ve esasları SPK tarafından çıkarılan Tebliğler ile düzenlenen sermaye piyasası faaliyetleri şeklinde tanımlanması mümkündür.

B. Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri İçinde Aracılık Faaliyetlerinin Yeri

Aracılık faaliyetlerinin doğrudan tanımı mevzuatta yer almamakla birlikte, 2499 sayılı mülga Kanun'un 30 uncu maddesinde, halka arza aracılık ve alım satım aracılık olarak ele alınmış olan bu faaliyetlerin genel bir başlık olarak “*aracılık faaliyeti*” olarak adlandırılması mümkün olmaktadır. Zira mevzuatta aracılık faaliyetlerini oluşturan alım satım aracılığı ve halka arza aracılık faaliyetleri, yatırım hizmet ve faaliyetlerinin bir kolu olarak düzenlenmekte; ikincil mevzuat yardımıyla da aracılık faaliyetlerinin mülga mevzuata göre daha detaylı hale getirilmesi söz konusu olmaktadır.

Aracılık sözlük anlamıyla, “*tavassut, vasıta olma durumu*” olarak ele alınmış olmakla birlikte⁸⁶, sermaye piyasaları bakımından özel bir anlamı haizdir. Fon arz edenlerle talep edenlerden oluşan bu piyasada, tarafların doğrudan ilişki kurması söz konusu olmamakta; bu ilişkiye aracılık etmek üzere yatırım kuruluşları başta olmak üzere sermaye piyasası kurumları devreye girmektedir. Zira sermaye piyasası mevzuatı uyarınca, birincil piyasada halka arz yapabilmek ve halihazırda işlem gören sermaye piyasası araçlarına ikincil piyasada yatırım yapabilmek için yatırım kuruluşlarından aracılık faaliyeti alınması zorunludur.

6362 sayılı Kanun’un 37 nci maddesinde, yatırım hizmet ve faaliyetleri sayılmış olup; maddenin (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde sayılan beş tanesi aracılık faaliyetleri olarak düzenlenmektedir. Bunlardan,

1. Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi
2. Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi
3. Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı olarak düzenlenen üçü, alım-satım aracılığı faaliyeti olarak ele alınacak;
 1. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesi ve
 2. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesiise halka arza aracılık olarak anılacaktır.

Tanımlarından görüldüğü üzere, aracılık faaliyetleri esasen sermaye piyasalarında yatırım kuruluşlarının temel varlık sebepleri olarak öne çıkmakta; diğer

⁸⁶ Türk Dil Kurumu Türkçe Sözlük.

yatırım hizmet ve faaliyetleri ise adeta aracılık faaliyetlerinin etrafında şekillenmektedir. Zira, sermaye piyasası araçlarının ikincil piyasalarda işlem görmesini sağlayan halka arzın, yatırım kuruluşlarından aracılık hizmeti almaksızın gerçekleştirilmesi mümkün olmadığı gibi, ikinci piyasada dolaşımda olan sermaye piyasası araçlarında yine yatırım kuruluşlarından alım satım aracılığı hizmeti almaksızın işlem yapılması söz konusu olmamaktadır.

Alım-satım aracılığı faaliyetinin şartları haiz bütün bankalar ve aracı kurumlar tarafından yetki belgesi alınmak suretiyle gerçekleştirilmesi mümkün olmakta; halka arza aracılık faaliyetleri ise, şartları taşıyan aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankaları tarafından yerine getirilebilecektir.

II. YATIRIM KURULUŞLARI

A. Tanım

Yatırım kuruluşları birincil piyasada çift yönlü fonksiyona sahip olup, finansman mekanizmasında doğrudan yer alarak, ortaklığın ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını yatırımcıya doğrudan pazarlamakta; ihraççılar ile yatırımcılar arasında sermaye piyasası aracı ve fon değişimine yardımcı olmakta; yatırımcılar ile fon talep edenlerin buluşmalarını sağlamaktadır. İkincil piyasada ise, sadece borsa üyesi aracı kurumlar işlem yapabildiğinden, sermaye piyasası aracını almak ve satmak isteyen yatırımcılar yatırım kuruluşu kullanmak zorundadırlar⁸⁷. Bu nedenle yatırım kuruluşları sermaye piyasasının en önemli sacayaklarıdır.

⁸⁷ Kaytaç, A.İ.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması, Doktora Tezi, İstanbul 2010, s.9.

2499 sayılı mülga Kanun ve ilgili ikincil düzenlemelerde yer almayan yatırım kuruluşu kavramı, tıpkı yatırım hizmet ve faaliyetler kavramında olduğu gibi ülkemiz sermaye piyasası mevzuatına 2012 yılında kazandırılmış olmaktadır. Mülga düzenlemeler döneminde “*aracı kuruluş*” kavramı yer almakta olup; alım satım aracılığı, halka arza aracılık ve türev araçların alım satımı, münhasıran SPK’dan yetki belgesi almış aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmiş bulunmaktadır. Yatırım kuruluşu kavramı, esas olarak AB düzenlemelerinde yer alan “*investment firm*” kavramına karşılık gelmektedir.

6362 sayılı Kanun’un “*Tanımlar*” başlıklı 3 üncü maddesine bakıldığında ise, birinci fıkranın (v) bendinde yatırım kuruluşu, “*aracı kurumlar, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları ve bankalar*” olarak tanımlanmış bulunmaktadır. Kanun’un 39 uncu maddesinde, yatırım hizmet ve faaliyetlerinin münhasıran yatırım kuruluşlarınca gerçekleştirileceği düzenlemesi yanında, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri ve borsalara ilişkin hükümlerin saklı tutulması dolayısıyla, yatırım kuruluşu tanımına dahil edilen “*yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları*” anlam kazanmakta olup; istisnai olarak yatırım hizmet ve faaliyeti yürütebilecek portföy yönetim şirketleri ile borsalar saklı tutularak, yatırım kuruluşu kavramının aracı kurum ve bankalardan müteşekkil olduğu kabulüne varılacaktır.

Aracı kurum kavramı, ticari hayatımızda ekonomik ya da başka amaçlarla gerçekleştirilen sair aracılık faaliyetleri de bulunmakla birlikte, temelde sermaye piyasalarına özgü bir kavram olarak yerini bulmuştur. 2499 sayılı mülga Kanun’un tanımlara ilişkin hükmünde yer bulmamakla birlikte, sermaye piyasası kurumları

arasında sayılmış olan aracı kurum kavramı, 6362 sayılı Kanun'un 3/I/(a) bendinde; sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı ve halka arza aracılık faaliyetlerini münhasıran olmak üzere, Kurul tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşu olarak tanımlanmış bulunmaktadır. Doktrinde de aracı kurumların sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına ve daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin faaliyetleri münhasıran yürütmek amacıyla anonim ortaklık şeklinde kurulan, aracılık veya diğer faaliyetler için yetki belgesi alan, bankalar dışındaki aracı kuruluşlar olarak tanımlandığı görülmektedir⁸⁸.

Yatırım kuruluşlarının diğer ayağı olan “banka” kavramı ise 6362 sayılı Kanun'da tanımlanmamakta birlikte, bu Kanun'a dayanılarak SPK tarafından çıkarılan III-37.1 sayılı Tebliğ'in “Tanımlar” başlıklı 4 üncü maddesinin birinci fıkrasının (b) bendinde, 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 3 üncü maddesinde tanımlanan mevduat ve katılım bankaları ile kalkınma yatırım bankaları olarak düzenlenmiştir. Görüldüğü üzere, sermaye piyasası mevzuatı açısından banka kavramının, bankacılık mevzuatında düzenlenen banka kavramından herhangi bir farkı bulunmamaktadır.

⁸⁸ Kaytaç, s.9.

B. Aracı Kurum ve Bankaların Sermaye Piyasasındaki Yeri

1. Genel Olarak

Yatırım kuruluşu kavramının banka ve aracı kurumlardan teşekkül etmesini takiben üzerinde durulması gereken husus, yatırım kuruluşu kavramının iki ana ayağını oluşturan aracı kurum ve bankalara ayrı kurumlar olarak neden ihtiyaç duyulduğu sorunudur. Her iki yatırım kuruluşu da tasarruf sahiplerinin birikimlerinin finansal piyasalara aktarılmasında araç konumunda bulunmakla birlikte, gerçekleştirebilecekleri sermaye piyasası faaliyetleri farklılık arz ettiğinden, her ikisinin varlığı da mevcut sermaye piyasası yapısı bakımından zorunluluk göstermektedir. Esasen bankaların sermaye piyasalarındaki etkinliği ve yürütebilecekleri faaliyetlerin neler olduğu süregelen bir tartışma konusu olmuş; bir yanda mevduat bankalarının da yatırım bankaları ile aracı kurumlar gibi sermaye piyasalarında aktif olarak faaliyet göstermeleri savunulurken, diğer tarafta mevduat bankalarının esas işleri olan mevduat toplamak ve kredi vermeye odaklanmaları, riskli görülen sermaye piyasası faaliyetlerinden uzak durmaları savunulmuştur⁸⁹.

5411 sayılı Kanun'un amacını düzenleyen birinci maddesinde, "*tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması*" kamu hukukunun müdahalesini gerektiren en önemli unsurlardan biri olarak sayılmış olup; bankacılık mevzuatında tasarruf sahiplerinin korunması unsuru, temel hareket noktasını oluşturmaktadır⁹⁰. 6362 sayılı Kanun'un amaç maddesi uyarınca ise, "*yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması*" hususu öne çıktığından, sermaye piyasası mevzuatı da esasen bankacılık mevzuatından çok da farklı olmayan bu temel amaç etrafında

⁸⁹ Çetin, N.: "Bankaların Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri", Prof.Dr.Seza REİSOĞLU Armağanı, Bankacılık Enstitüsü Yay., Aralık 2016, s.705. (Bankalar)

⁹⁰ Küçükgüngör, A.: "Banka Hukukunda Hakim Ortak ve Hakim Ortakların Hukuki Durumu", BATİDER, C.XXVI, Sa.31, s.130.

şekillenmektedir. Ancak, banka ve aracı kurumların finansal piyasadaki ana faaliyet konuları ve teşkil ettikleri ağırlığın farklılık arz ettiği açıktır. Ana faaliyet eksenini tasarruf sahiplerinden mevduat toplamak etrafında şekillenen bankaların, sermaye piyasalarında gerçekleştirdikleri yan faaliyetlerin, temel varlık sebepleri bakımından önemli risk yaratacak nitelikte olmaması gerektiği açıktır. Aracı kurumlar ise kuruluşlarından itibaren tamamen sermaye piyasası mevzuatına tabi olmaları ve ana faaliyet konularının yatırım hizmet ve faaliyetleri olması dolayısıyla, bankalardan farklı nitelikte risklere maruz kalmaları daha mümkün görünmektedir. Ayrıca bir banka ile aracı kurumun sahip oldukları piyasa bilgilerinin, gerçekleştirdikleri faaliyetlerde yaratabileceği bilgi asimetrisi ve çıkar çatışması da, hizmet ve faaliyetlerin ayrıştırılmasında rol oynamıştır. SPK tarafından banka ve aracı kurumların gerçekleştirecekleri yatırım hizmet ve faaliyetlerinde özellikle sermaye piyasası aracı bazında ayrıştırmaya gidilmesi bu hususlar gözetilerek şekillenmiştir.

2499 sayılı mülga Kanun döneminde yürürlükte olan ikincil mevzuatta, mevduat bankalarının daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının borsa dışında ve pay işlemleri hariç olmak üzere borsada satışına aracılık, repo-ters repo, türev araçların alım satımına aracılık faaliyetlerini yapabilecekleri; mevduat kabul etmeyen bankaların ise bunlara ilave olarak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerini yürütebileceği hükme bağlanmıştır.

6362 sayılı Kanun'un gerekçesine bakıldığında ise, Kanun değişikliği ile sermaye piyasası faaliyeti anlamında mevcut kanunda yer alan kurum bazlı düzenleme yerine, faaliyet bazlı düzenleme esasının benimsendiği ifade edilmektedir. 6362 sayılı Kanun'daki bu anlayış, MiFID'de esas alınan kuruma

dayalı yaklaşım yerine, işlevsel yaklaşım anlayışını yansıtmakta; bu yaklaşımın sonucu olarak, öngörülen düzenlemeler, hizmeti sunan yatırım kuruluşunun hukuki statüsüne bağlı olmaksızın yatırım hizmetlerinin sunulmasında uygulanmaktadır⁹¹.

Öncelikle kuruluş şartları bakımından inceleme yapılacak olursa, Türkiye’de bir bankanın kuruluşuna 5411 sayılı Kanun uyarınca BDDK tarafından izin verilmekte; aracı kurumların kuruluş izni ise 6362 sayılı Kanun kapsamında SPK’nın yetki alanına dahil olmaktadır.

Her ikisi de anonim ortaklık şeklinde kurulması zorunluluk arz eden banka ve aracı kurumların faaliyet izinlerinin hangi mevzuata tabi olacağı hususu ise, faaliyet alanına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. 5411 sayılı Kanun’da düzenlenen bankacılık faaliyetleri, bankalar tarafından gerçekleştirilmekte ve bunlara ilişkin izinler BDDK tarafından verilmektedir. Mezkur kanun kapsamında banka olarak kurulmuş ve faaliyet göstermek olan bir anonim ortaklık, sermaye piyasalarında faaliyet göstermeyi amaçladığı zaman ise, 6362 sayılı Kanun uyarınca faaliyet izni almak üzere SPK’ya başvuracak ve uygun görüldüğü takdirde, ilgili yetki belgesi ile bir yatırım kuruluşu olarak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden yetkili olduklarını gerçekleştirebilecektir. 5411 sayılı Kanun’un 4 üncü maddesine bakıldığında bankaların diğer kanunlardaki hükümler saklı kalmak kaydıyla maddede belirtilen faaliyetleri gerçekleştirebilecekleri hükme bağlanmış; maddede sayılan faaliyetler arasında ise neredeyse tüm yatırım hizmet ve faaliyetlerine yer verilmiştir. Ancak, 5411 sayılı Kanun’un bu hükmünde saklı tutulduğu üzere 6362 sayılı Kanun’un 39 uncu maddesinin beşinci fıkrasında yer alan “*Özel kanunları ile yetkili kılınmış olsalar dahi bu Kanunda sayılan şartları taşımayan ve Kurulca izin verilmeyen kişi*

⁹¹ Çetin, Bankalar, s.707, dn.4.

ve kuruluşlar yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunamazlar.” hükmü karşısında, bankaların SPK’dan yetki belgesi almaksızın yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmalarının önü kesilmiştir.

Diğer bir deyişle esas itibariyle, kuruluş ve faaliyet izinleri bakımından 5411 sayılı Kanun kapsamında BDDK denetim ve gözetimine tabi olan bankalar, 6362 sayılı Kanun’un 136/5 hükmü uyarınca, yatırım hizmet ve faaliyetleri ile sınırlı olarak, 6362 sayılı Kanun hükümlerine ve dolayısıyla SPK denetimine tabi olacaklardır.

Kuruluşundan itibaren 6362 sayılı Kanun’a tabi olan aracı kurumlar da doğal olarak, kuruluş ve faaliyet izinleri bakımından SPK iznine tabi tutulmaktadır.

Kuruluş hükümlerinde farklılık arz eden banka ve aracı kurumlar, gerçekleştirebilecekleri yatırım hizmet ve faaliyetleri bakımından da birbirinden ayrılmakta; bu ayırım da her iki kurumun varlığını elzem kılmaktadır. Zira, 6362 sayılı Kanun’un 3 üncü maddesinde aracı kurumların, Kanun’un 37 nci maddesinin (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde sayılan, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı ve halka arza aracılık faaliyetlerini münhasıran gerçekleştirecekleri düzenlenmekle birlikte; aynı Kanun’un 39 uncu maddesi, 3 üncü maddeye bir istisna hükmü niteliğinde olup; bankaların gerçekleştirebileceği yatırım hizmet ve faaliyetlerinin neler olduğunu düzenlemektedir. Buna göre, bankalar, Kanun’un 37 nci maddesinin (a), (b), (c), (ğ) ve (h) bentlerinde sayılan, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına

veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, saklama ve Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetleri gerçekleştirebilecektir. Yatırım ve kalkınma bankaları ise bunlara ek olarak, aynı maddenin (ç), (d), (e) ve (f) bentlerinde düzenlenen, portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı ve halka arza aracılık faaliyetlerini yerine getirebileceklerdir.

Söz konusu ayırım, bu faaliyetlerin usul ve esaslarını düzenleyen SPK Tebliğlerinde derinleştirilmekte ve sermaye piyasası aracı bazında banka ve aracı kurumların gerçekleştirmeye yetkili oldukları yatırım hizmet ve faaliyetleri farklılaştırılmaktadır. Konunun detaylarının her bir aracılık faaliyeti bazında tek tek ele alınması söz konusu olursa da, Kanun hükmü özetlendiğinde, 5411 sayılı Kanun'da *“mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında; kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlarla kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlar”* olarak tanımlanan yatırım ve kalkınma bankaları, *“çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi”* hariç, 6362 sayılı Kanun'un 37 nci maddesinde sayılan bütün yatırım hizmet ve faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla SPK'dan yetki belgesi alabilecektir. Dolayısıyla, aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankalarının gerçekleştirebilecekleri yatırım hizmet ve faaliyetleri büyük ölçüde benzerlik göstermektedir.

5411 sayılı Kanun'da *“kendi nam ve hesabına mevduat kabul etmek ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar”* olarak tanımlanan mevduat bankaları ile, *“özel cari ve katılma hesapları yoluyla fon toplamak ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar”* şeklinde düzenlenen katılım bankaları ise, 6362 sayılı Kanun'un 37 nci maddesinde sayılan yatırım

hizmet ve faaliyetlerinden yalnızca sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, saklama ve Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla SPK'dan yetki belgesi alabileceklerdir. Her bir sermaye piyasası aracı bazında yapılan ve aşağıda yer verilecek ayırım ise saklıdır.

Dünyada yatırım bankaları sermaye piyasalarının başat aktörüken, ülkemizde aracı kurumların yatırım bankalarına nazaran daha aktif olmasının altında yatan sebep, ülkemizde sermaye piyasalarının gelişimindeki öncü rolü pay piyasalarının üstlenmesi olarak kabul edilmektedir. Zira, sermaye piyasalarının gelişiminde en önemli ürün borsada işlem gören paylar iken, öteden beri Borsa İstanbul pay piyasasında işlem yapma yetkisini haiz aracı kurumlar payların alım satımına aracılık edebilmiş; bankalar ise bu konuda yetki sahibi olamadığından, aracı kurumların gelişiminin önü açılmıştır⁹².

2. Aracı Kurumların Sınıflandırılması

6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesinde SPK'ya verilen yetki uyarınca, aracı kurumların gerçekleştirdikleri yatırım hizmet ve faaliyetine göre sınıflandırılması ve bu sınıflandırmaya bağlı olarak her bir tür için farklı asgari öz sermaye yeterliliği öngörülmesi söz konusu olmuştur. III-37.1 sayılı Tebliğ'in 8 inci maddesinde, "*sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi*" ve

⁹² Çetin, Bankalar, s.712.

“yatırım danışmanlığı” faaliyetlerinden herhangi birini ya da tamamını yürütecek olan aracı kurumlar “dar yetkili”; “sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına ya da kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi”, “yüklenimde bulunmaksızın halka arza aracılık edilmesi”, sınırlı saklama ve portföy yöneticiliği faaliyetlerinden herhangi birini ya da hepsini yürütecek olanlar “kısmi yetkili”; nihayet, “sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı”, genel saklama ve “yüklenimde bulunarak halka arza aracılık edilmesi” faaliyetlerinin hepsini ya da birini yürütecek olan aracı kurumlar “geniş yetkili” olarak sınıflandırılmaktadır.

Söz konusu sınıflandırmanın amacı, yatırım hizmet ve faaliyetlerinin bünyelerinde taşıdıkları ve aracı kuruma yükledikleri risk unsuruna göre bir ayırım yaratmak ve bu ayırımı farklı usullere tabi tutmaktır. Zira, yüklenimde bulunarak halka arza aracılık etmek gibi stratejik önemi haiz ve yüklenimde bulunana önemli bir risk yükleyen yatırım hizmetinin, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi gibi bünyesinde taşıdığı risk unsuru görece düşük olan bir yatırım hizmetiyle aynı konumda değerlendirilerek, aynı esaslara tabi kılınması bir düzenleme yetersizliği ortaya çıkarabilecektir. Bu kapsamda, yatırım hizmet ve faaliyetleri ile üstlenilen risklerin, finansal açıdan güçlü olmak suretiyle dengelenmesi esas alınarak, SPK'nın Seri:V, No:34 sayılı Tebliği'nin 7 nci maddesinde dar yetkili aracı kurumların 2.000.000 TL, kısmi yetkili aracı kurumların 10.000.000 TL ve geniş yetkili aracı kurumların 25.000.000 TL asgari öz sermayeye sahip olması zorunluluğu öngörülmüştür⁹³.

⁹³ Bu maddeye göre belirlenen asgari özsermaye tutarları, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının % 20 sinin altına inmemek kaydıyla her yıl Kurul'ca belirlenir. Aracı kurumlar, belirlenen yeni özsermaye tutarlarını ilgili yılın en geç 6 ncı ayının sonu itibarıyla sağlamak zorundadır. 2019 yılı itibarıyla söz konusu tutarlar sırasıyla, 2.196.298 TL, 10.981.493 TL ve

3. Aracı Kurumların Kuruluş Şartları

a. Genel olarak

Yatırım kuruluşları bakımından bazı kuruluş şartları getirilmesi, düzenleme yöntemlerinde “*ihtiyatlı düzenleme*” yaklaşımına iyi bir örnektir. Yatırım kuruluşları bakımından ihtiyatlı düzenleme yaklaşımı, bu kuruluşların sermayesinin, müşteri varlıklarının ve kamusal duruşlarının risk altına girmesinin önlenmesini amaçlamakta; riskli yapılanmış, sağlıklı olmayan sermaye yapısına sahip ortaklıkların yatırım kuruluşu olmasının önüne geçerek, sermaye piyasaları için sistemik riskin artmasının önlenmesi istenmektedir⁹⁴.

6362 sayılı Kanun uyarınca birer sermaye piyasası kurumu olan ve yatırım hizmet ve faaliyetini yerine getiren yatırım kuruluşları, kuruluş ve faaliyet esasları bakımından yine 6362 sayılı Kanun’a tabi olmaktadır. Ancak, belirtildiği üzere, bankaların kuruluşları ve bankacılık faaliyetleri BDDK izni ve gözetimine tabiyken; aracı kurumların kuruluş ve faaliyet izinleri tümüyle SPK denetimi altında olmaktadır. Bir anonim ortaklık olarak kurulan aracı kurumlar ve bankalar için TTK’da öngörülenlerden 6362 sayılı Kanun ile başka kuruluş ve faaliyet şartları getirilmesi, TTK’nın özel kanun hükümlerini saklı tutan 330 uncu maddesinde dayanmaktadır.

6362 sayılı Kanun’un Üçüncü Bölümü “*Yatırım Kuruluşları*” başlıklı olup; bu bölüm altında yer alan “*Kuruluş Şartları*” başlıklı 43 üncü maddede, aracı kurumların kuruluşuna SPK tarafından izin verilmesi için aranan şartlar sıralanmıştır.

27.453.733 TL’dir. Bkz. SPK Haftalık Bülten No:2019/1, <http://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2019&no=1>

⁹⁴ Moloney, N.: EC Securities Regulation, Oxford EC Law Library, Second Edition, s.460-462.

Mezkur maddenin başlığının “*Aracı kurumların kuruluş şartları*” olarak değiştirilmesinin daha yerinde olacağı savunulabilecek olup; bu şekildeki bir başlık konulmasının bankalar dahil yatırım kuruluşlarının tümü için kuruluş şartlarının 6362 sayılı Kanun ile belirlendiği şekilde bir yanılığa sebep olabileceği söylenebilecektir.

Kuruluş şartlarının incelenmesinden önce, mevcut durumda ülkemizde aracı kurum kuruluşu için belirli sınırlamalar öngörüldüğünün altının çizilmesi gerekmektedir. Her ne kadar 6362 sayılı Kanun’da yeni kuruluşlara yönelik bir sınırlama öngörülmemişse de, III-39.1 sayılı Tebliğ’in 63 üncü maddesinde, şartları sağlayan yeni bir aracı kurum kurulmasına SPK tarafından izin verilebilmesi için, halka açık olmayan en az bir aracı kurumun tüm faaliyet izinlerinin iptali için talepte bulunarak yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çekilmesi gerekmektedir. SPK tarafından bu yolla geçici olarak faaliyet izinleri durdurulanlar da dahil, yetki belgesini haiz olan aracı kurumların sayısının artmasının önüne geçilmek istenmiştir. Tercih edilen bu ihtiyatlı düzenleme biçimi, Türk sermaye piyasalarının gelişmesi ve hacminin artması bakımından eleştirilebilecekse de, 6362 sayılı Kanun’un amacına uygun olarak güven ortamının sağlanmasına hizmet etmesi bakımından önemlidir⁹⁵.

b. Anonim Ortaklık Niteliğini Haiz Olma

6362 sayılı Kanun’da aracı kurumlar için öngörülen ilk kuruluş şartı, anonim ortaklık olmaktır. Kanun’un aracı kurumların anonim ortaklık olmalarını zorunlu

⁹⁵ Ülkemizde düzenleme modeli olarak daha fazla düzenleme yerine, giriş kolaylığı uygulanmasına yönelik öneriler için bkz. Tınıç, S. M., “Etkin ve Akışkan Menkul Değerler Piyasası Geliştirmenin Stratejisi: Rekabet mi, Kamu Düzenlemesi mi?”, SPK Yayın No:6, "Türk Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler", (İzmir, 1985), s.201.

kılmasının en önemli nedeni, sermaye ile sınırlı sorumluluğu sağlamak ve bu yolla tüzel kişiliği haiz sermaye ile sorumlu ortaklık yapısını benimseyerek piyasada güvenceyi ön planda tutmaktır⁹⁶. Kanun'un amaç maddesinde açıkça zikredildiği üzere sermaye piyasalarının güvenilir şekilde işleyişinin sağlanması SPK'nın görevi olduğundan, profesyonel bir örgütlenmeye sahip olduğu ve daha ziyade büyük ölçekli işletmelerin tercih ettiği bir ortaklık modeli olarak kabul gören⁹⁷ anonim ortaklığın seçilmesi olağandır. Keza sermaye ortaklıklar içinde anonim ortaklık modeli, TTK'nın 329 uncu maddesi uyarınca, *“sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığı ile sorumlu bulunan şirket”* şeklinde tanımlanmış; pay sahiplerinin de sadece taahhüt ettikleri sermaye payları ile ve sadece anonim ortaklığa karşı sorumlu oldukları düzenlenmesi, bu ortaklık modelini tercih sebebi haline getirmiştir. TTK'nın 332 nci maddesinde anonim ortaklıklar için diğer ortaklık modellerine göre daha yüksek asgari sermaye öngörülmüş olması, 333 üncü maddede aralarında aracı kurumların da bulunduğu bazı anonim ortaklıkların kuruluşunun kamu otoritesinin iznine bağlanması, sermayenin getirilmesi kuralı, karar alma mekanizmaları, genel kurul ve yönetim kurulu toplantılarının yapılması ve yetkili organ kararlarına karşı dava açılması gibi ortaklar ve yatırımcılar açısından önem arz eden kritik noktaların anonim ortaklıklarda daha şeffaf ve detaylı düzenlenmesi de bu ortaklık modelini kurumsallaştırmaktadır.

Dolayısıyla, aracı kurumlar gibi finans piyasalarında büyük ve riskli bir rolü haiz aktörlerin, ülkemizde daha küçük ölçekli işletmelerin tercih ettiği limited ortaklıktan ziyade, anonim ortaklık şeklinde kurulmaları da güvenlik ve belirliliği

⁹⁶ Manavgat, Ç.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yay., Ankara 1991, s.37. (Aracı Kurumlar)

⁹⁷ Bozkurt, T.: Şirketler Hukuku, XII Levha Yay., Eylül 2014, İstanbul, s.105.

sağlamaya yöneliktir. Anonim ortaklık perdesinin verdiği güvence ve kesinlik ile ekonomik olarak daha güçlü kişilerin aracı kurum kurması sağlanabilecek; diğer yandan, yatırımcılar da anonim ortaklığın sunduğu sermaye ve kurumsallık güvencesi ile daha kolay yatırım yapabilecektir.

Anonim ortaklıklar dışında gerçek kişilerin ve diğer ortaklık tiplerinin aracı kurum kurması da mümkün olmadığından, kanun koyucunun tüzel kişiliği haiz anonim ortaklık yapısını benimseyerek piyasada güvenciyi ön planda tuttuğu; Ticaret Bakanlığı hem de SPK tarafından denetlenebilecek anonim ortaklık modelinin amaçlanan güven ortamının sağlanması bakımından da uygun bir model olduğu görülmektedir⁹⁸.

c. Sermayeye İlişkin Şartlar

6362 sayılı Kanun'un 43 üncü maddesinde, anonim ortaklık modelinin yanında, aracı kurumların sermaye yapısına ilişkin bazı şartlar da öngörülmüştür.

Bunlardan ilki, aracı kurumların paylarının tamamının nama yazılı olması şartıdır. 2499 sayılı mülga Kanun ile, aracı kurum paylarının en az %51'inin nama yazılı olması şart koşularken, 6362 sayılı Kanun ile kuruluş şartının ağırlaştırılması dikkat çekicidir. Anonim ortaklık modelinde etkin denetimin sağlanması için yönetim üstünlüğünü elinde bulunduran pay sahiplerinin bilinmesinin önemli olduğu⁹⁹ düşüncesinden yola çıkan nama yazılı pay düzenlemesinin, tüm ortaklar için aranması şüphesiz şeffaflık ve güvenilirliği daha da artırmaya yöneliktir.

⁹⁸ Kaytaç, s.11.

⁹⁹ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.45.

Öngörülen diğer koşul, paylarının nakit karşılığı çıkarılmasıdır. Belirtildiği üzere, Kanun'da aracı kurumlar bakımından anonim ortaklık modelinin tercih edilmesinin temelinde, bu ortaklık modelinin sunduğu güvenilirlik ve şeffaflık yatmaktadır. Anonim ortaklığın sermayesine konabilecek muhtemel gayrinakdi unsurların sermayenin şeffaflığını ve likiditesini azaltacağı açıktır. Aynı sermayeden doğabilecek bir tehlikeden, aracı kurumun kendisinin, ortaklarının ve yatırımcıların korunması gerekmektedir. Aracı kurumlarda her an nakde çevrilmeye ve kullanıma hazır, tamamen nakit bir sermayenin zorunlu kılınması şüphesiz yatırımcılar ve tüm piyasa aktörleri açısından daha belirli ve güvenilir bir ortam yaratacaktır.

Aracı kurumlarda sermayeyi ilgilendiren kuruluş şartlarından sonuncusu, sermayelerinin SPK tarafından belirlenen miktardan az olmamasıdır. Belirtildiği üzere, SPK tarafından aracı kurumların sermaye yeterliliklerine ilişkin esaslar Seri:V, No:34 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiş; bu Tebliğ'de, yatırım hizmet ve faaliyetleri ile üstlenilen risklerin, finansal açıdan güçlü olmak suretiyle dengelenmesi esas alınarak, dar yetkili aracı kurumların 2.000.000 TL, kısmi yetkili aracı kurumların 10.000.000 TL ve geniş yetkili aracı kurumların 25.000.000 TL asgari öz sermayeye sahip olması zorunluluğu öngörülmüştür.

Görüldüğü üzere bu düzenleme ile, TTK uyarınca anonim ortaklıklarda aranan asgari sermaye yükümlülüğü ağırlaştırılmaktadır. TTK'nın 330 uncu maddesinin özel kanunlara verdiği yetki çerçevesinde mümkün olan bu istisnai düzenleme, aracı kurumların finans piyasalarında sahip oldukları sistemik önemle de uyumludur. Keza asgari sermaye şartı, aracılık faaliyetlerinin gerektirdiği mali güce sahip ortaklıkların

sermaye piyasalarına girebilmesi ve ortaklıklar ile yatırımcıların güvenliğinin sağlanması amacına yöneliktir¹⁰⁰.

d. Esas Sözleşmeye İlişkin Şartlar

6362 sayılı Kanun, aracı kurumların kuruluşuna izin verilebilmesi için esas sözleşmenin, Kanun ve ilgili düzenlemelere uygun olması şartını getirmiştir.

Esas sözleşmeye SPK tarafından uygunluk görüşü verilmesi esasen gözetim ve denetim şeklindeki kamu gücü kullanımının bir görünümüdür. Her ne kadar TTK'nın 333 üncü maddesinde, Ticaret Bakanlığınca yayımlanacak tebliğle belirlenen anonim ortaklıkların kuruluşlarının Bakanlık iznine tabi olacağı; bunun dışında hukuki konumu, niteliği ve işletme konusu ne olursa olsun, anonim ortaklıkların kuruluş ve esas sözleşme değişikliklerinin herhangi bir makamın iznine bağlanamayacağı düzenlemesi yer alsa da; yine TTK'nın "*Özel kanunlara bağlı anonim şirketler*" başlıklı 330 uncu maddesinin "*Özel kanunlara tabi anonim şirketlere, özel hükümler dışında bu kısım hükümleri uygulanır.*" hükmü 6362 sayılı Kanun'a tabi ortaklıklar bakımından SPK'nın yetkisini meşru kılmaktadır.

6362 sayılı Kanun'a dayanan, III-39.1 sayılı Tebliğ'in 8 inci maddesi uyarınca da, mevzuata uygun olarak hazırlanan esas sözleşme kuruluş başvurusunda SPK onayına sunulacaktır. Doğal olarak, kuruluş şartlarının devamlılığı bir faaliyet şartı da olduğundan, mezkur Tebliğ maddesi gereği aracı kurumların esas sözleşme değişikliklerinde de SPK'nın uygun görüşünün alınması gerekecektir.

¹⁰⁰ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.43.

SPK tarafından çıkarılan ikincil mevzuata bakıldığında ise, aracı kurumların esas sözleşmelerinde yer alması gereken esasların açık ve ayrı bir düzenlemeye tabi tutulmadığı görülmektedir. Ancak III-39.1 sayılı Tebliğ'in çeşitli hükümlerinden, aracı kurumların esas sözleşmelerinde yer vermesi gereken bazı hususların çıkarılması mümkün olmaktadır. Bu kapsamda, aracı kurumların ticaret unvanlarında "menkul değerler" ya da "menkul kıymetler" ibarelerinin yer almasının; faaliyet konuları arasına yetkili oldukları sermaye piyasası faaliyetlerinin eklenmesinin; yönetim kurulunun en az 3 üyeden oluşacak şekilde düzenlenmesinin zorunluluk arz ettiği görülmektedir.

e. Kuruculara İlişkin Şartlar

Anonim ortaklıklar bakımından TTK, kurucuların gerçek ya da tüzel kişi niteliğini taşıyan, taahhütte bulunacak ve kurucular beyanını imzalayacak ehliyetle olmasını yeterli görmüşken¹⁰¹; SPK düzenlemeleri uyarınca, aracı kurumların kurucularının 6362 sayılı Kanun ve ilgili mevzuat uyarınca aranan şartları haiz olmaları gerekmektedir. Kurucularda bazı şartların aranması da yine aracı kurumların güven kurumu niteliğini öne çıkarmaya yönelik bir düzenlemedir.

6362 sayılı Kanun'un 44 üncü maddesinde aracı kurum kurucularında aranan şartlar altı bent halinde sayılmıştır:

- Müflis olmama, konkordato ilan etmemiş olma ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmemiş olma

¹⁰¹ TTK md.337 gerekçesi.

- Faaliyet izinlerinden biri SPK tarafından iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmama
- 6362 sayılı Kanun'da yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkumiyeti bulunmama
- 14.01.1982 tarih ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre, kendileri ya da ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olma
- TCK'nın 53 üncü maddesinde bulunan süreler geçmiş olsa bile, kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıldan daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikap ve sayılan diğer suçlardan mahkum olmamak
- Gerekli mali güç ve işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olmak

Görüldüğü üzere bu şartlar genel anlamda kurucuların sermaye piyasalarında şeffaflık ve güvenilirlik hedefine uygun olmasını sağlamaya yöneliktir. Zira, ahlaki zayıflıkları veya mesleki yeteneksizlikleri ya da müflis olmaları nedeniyle piyasada olumsuz izlenimler yaratabilecek kişilerin, güven esasına dayalı sermaye piyasalarında faaliyet göstermesinin engellenmesi amaçlanmaktadır¹⁰².

f. Ortaklara İlişkin Şartlar

Aracı kurumlarda aranan son kuruluş şartı, ortaklık yapısının şeffaf ve açık olması gereğidir. Bununla bağlantılı olarak, Kanun'un 44 üncü maddesinde aracı kurumların pay devirlerinin SPK'nın uygun görüşüne bağlı olduğu hususu hükme bağlanmıştır.

¹⁰² Manavgat, Aracı Kurumlar, s.47.

Piyasada emniyet ve güvenin teminini amaçlayan kuruculara ilişkin şartların yetersiz kalabileceği düşüncesiyle¹⁰³, 6362 sayılı Kanun'un 44 üncü maddesinde, aracı kurumun tüzel kişi kurucu ortakları ile doğrudan veya dolaylı olarak önemli etkiye sahip ortaklarının¹⁰⁴ da kurucularda aranan şartları taşımaları gerektiği hükme bağlanmıştır.

Buna ek olarak, III-39.1 sayılı Tebliğ'in 6 ncı maddesi uyarınca, kuruluştan sonraki ortaklık yapısı değişikliklerinde aracı kurum ortağı olan gerçek ya da tüzel kişiler, aracı kurumun önemli etkiye sahip tüzel kişi ortaklarının, önemli etkiye sahip ortakları için de kurucular için öngörülen şartların aranacağı ele alınmıştır. III-39.1 sayılı Tebliğ'de ayrıca aracı kurum kuruluşunda, ortakların işlem yasağı¹⁰⁵ olmaması gerektiğine de dikkat çekilmiştir¹⁰⁶.

4. Yatırım Kuruluşlarının Faaliyet Şartları

a. Yetki Belgesi Alma Zorunluluğu

Bir aracı kurumun kuruluşuna SPK tarafından izin verilmesini takiben, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunabilmek için bir de faaliyet izni alması gerekmektedir.

Ayrıca, BDDK'dan kuruluş izni almış bankaların da sermaye piyasalarında faaliyet

¹⁰³ Ünal, O.K.: Aracı Kurumlar, Yaklaşım Yay. Ankara, 1997, s.91.

¹⁰⁴ Önemli etkiye sahip ortak, sermaye ve oy haklarının doğrudan ya da dolaylı olarak %10 veya daha fazlasını temsil eden payları ile bu oranın altında olsa dahi yönetim kurullarına üye belirleme imtiyazı veren paylara sahip olan ortaktır.

¹⁰⁵ 6362 sayılı Kanun'un 101 inci maddesi uyarınca işlem yasağı, bilgi suiistimali ya da piyasa dolandırıcılığı fiillerini işlediğine dair makul şüphe bulunan gerçek ve tüzel kişiler hakkında SPK kararı ile uygulanabilen, ilgililerin borsalarda geçici veya sürekli olarak alım satım yapmasını yasaklayan bir idari tedbirdir.

¹⁰⁶ III-39.1 sayılı Tebliğ ile ortaklık yapısı değişikliklerinde SPK gözetimi daha da detaylı hale getirilmiş; Tebliğ'in 34 vd. maddelerinde aracı kurumların faaliyetleri süresince pay devirlerinde izin ve bildirim yükümlülükleri ele alınmıştır. Buna göre, bir kişinin aracı kurum sermayesinin veya oy haklarının %10'u veya daha fazlasını temsil eden payları edinmek suretiyle yeni ortak olması; mevcut ortakların paylarının sermaye ya da oy haklarının %10, %20, %33 veya %50'sini aşması sonucunu veren pay edinimleri ya da payların bu oranların altına düşmesi SPK iznine tabiyken; bu oranlara ulaşmayan veya bu oranlar arasında kalan pay devirleri, SPK'ya bildirim tabidir.

gösterebilmeleri, aynı şekilde bir faaliyet izni almalarına bağlıdır. Bu husus 6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesinde, *“Yatırım hizmet ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari ve mesleki faaliyet olarak icra edilebilmeleri için Kuruldan izin alınması zorunludur.”* düzenlemesinde kendini göstermektedir.

Söz konusu Kanun'un 45 inci maddesi, *“Faaliyette bulunulmasına ilişkin şartlar”* başlığını haiz olup; bu maddede aracı kurum ve bankalara SPK tarafından faaliyet izni verilebilmesi için gereken asgari şartlar hükme bağlanmıştır. Madde metninde, yatırım kuruluşlarının yükümlülükleri ile yatırım hizmet ve faaliyetlerini sunmaları sırasında uymaları gereken ilke ve esasların SPK tarafından belirleneceği belirtildiğinden, faaliyet ilke ve esasları yatırım kuruluşlarına ilişkin ikincil düzenlemelerle detaylandırılmıştır.

6362 sayılı Kanun'a tabi yatırım hizmet ve faaliyetleri, mezkur Kanun'un 37 nci maddesinde tek tek sayılmış olup; sayılan bu faaliyetlerin 6362 sayılı Kanun'a tabi birer sermaye piyasası faaliyeti olması, bunların SPK gözetim, denetim ve izni ile yürütülmesi anlamına gelmektedir. Keza, 6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesine göre, yatırım hizmet ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için SPK'dan izin alınması zorunludur. Bu maddeye göre, özel kanunları ile yetkili kılınmış olsalar dahi, 6362 sayılı Kanun'da sayılan şartları taşımayan ve SPK tarafından izin verilmeyen kişi ve kuruluşların, yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunması söz konusu olmayacaktır.

40 ıncı maddede de, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmak üzere SPK tarafından izin verilenlere, icra edecekleri yatırım hizmet ve faaliyetlerini gösteren bir yetki belgesi verileceği hüküm altına alınmış; yatırım hizmet ve faaliyetlerinde

bulunmak üzere SPK'dan izin almayanların, bu hizmet ve faaliyetlerde bulunamayacakları belirtilmiştir.

Bu şekilde SPK'dan izin alma zorunluluğu öngörülmesinin, 6362 sayılı Kanun ile verilen yetki çerçevesinde sermaye piyasalarının gözetim ve denetim mercii olan SPK'nın kamu gücünden kaynaklandığı açıktır. SPK bu yetkisini “*Tebliğ*” yayınlamakta; kanun koyucunun çerçeve konusunu göstermek ve verilecek cezaları da tayin etmek suretiyle, belirli bir alanın ikincil düzenleyici işlemlerle düzenlenmesi yönündeki yetkisi Tebliğ sistemi ile kendini göstermektedir¹⁰⁷.

Söz konusu düzenlemelerden görüldüğü üzere, SPK tarafından yapılan faaliyet izni incelemesini takiben yatırım kuruluşlarına verilen yetki belgeleri, bu kuruluşların hangi yatırım hizmet ve faaliyetini yapmaya yetkili olduğuna resmiyet kazandırmaları açısından büyük önemi haizdir. Ayrıca, bu aleniyeti sağlamaya yönelik olarak, III-39.1 sayılı Tebliğ'in 28 inci maddesi uyarınca, yatırım kuruluşlarının internet sitelerinde hangi tür hizmeti sunmaya yetkili olduklarına ilişkin bilginin bulunması da zorunlu tutulmuştur.

SPK tarafından yatırım kuruluşlarına verilen yetki belgelerine bakıldığında, söz konusu belgenin bir tarih ve sayısı bulunmakla birlikte, ilgili yatırım kuruluşunun, faaliyet izni başvurusunun görüşüldüğü Kurul Karar Organı'nın karara vardığı tarihten itibaren yetkili kılındığı; yetki belgesinin tarihinin haiz olunan yetkilerin hangi tarihten itibaren kullanılabilceğinin göstergesi olmadığı görülmektedir. Keza,

¹⁰⁷ Sümer, A.: Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, Alfa Yay., İstanbul 2001., s.23-24. Sermaye piyasalarının kamu tarafından düzenleme ve denetleme konusu edilmesinde iki kuram bulunmaktadır. Kamu yararı hipotezine göre hükümet düzenlemesi piyasa güçlerinin optimal bir kaynak dağılımını sağlayamamasına bir tepki iken; karşıt görüşe göre, hükümetin piyasalara müdahalesi olmaksızın kurumsal düzenlemelerle piyasa başarısızlıklarının giderilebileceği savunulmaktadır.

yatırım kuruluşları başvurularına ilişkin kendilerine yapılan bildirimden ardından, ilgili Kurul Kararı'nın tarihinden itibaren söz konusu yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunabilmektedirler. Yetki belgesi ise, SPK tarafından verilen bir resmi belge olarak ayrı bir tarih ve sayı almaktadır.

Ayrıca söz konusu yetki belgesinde, yatırım kuruluşunun hangi yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmak üzere yetkilendirilmiş olduğu da açıkça yazılmakta; bunun yanında, sermaye piyasası aracı bazında daha detaylı yetki tablosu ise, TSPB'nin üye bilgilerini içeren internet sitesinde kamuya açıklanmaktadır.

SPK tarafından yatırım hizmet ve faaliyetlerinin usul ve esaslarını düzenleme amacıyla çıkarılan başlıca Tebliğ, III-39.1 sayılı Tebliğ olup, bu Tebliğ'de tek tek yatırım hizmet ve faaliyetlerinin ele alınması, bu faaliyetlere ilişkin yetki şartlarının belirlenmesi söz konusu olmuştur. Bu kapsamda, ilgili yetki şartlarını sağlayan yatırım kuruluşlarının, SPK'nın internet sitesinde yer alan standart başvuru formları vasıtasıyla faaliyet izni başvurusunda bulunması söz konusu olmaktadır.

6362 sayılı Kanun uyarınca yapılması öngörülen faaliyet izni başvuruları, özellikle 2499 sayılı Kanun'un 2012 yılında ilga edilip; yatırım kuruluşlarına ilişkin ikincil düzenlemelerin yürürlüğe girdiği 2014 yılını takiben önem arz etmiştir. 6362 sayılı Kanun'un "*Aracı kuruluşlar ve vadeli işlemler aracılık şirketlerine ilişkin geçiş hükümleri*" başlıklı Geçici 2 nci maddesinin birinci fıkrası:

"(1) Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerin sunulmasına ilişkin usul ve esaslar, bu Kanunun yayımı tarihinden itibaren altı ay içinde Kurul tarafından belirlenir. Bu usul ve esaslara, aracı kuruluşlar ve vadeli işlemler aracılık şirketlerine yeni yetki belgelerinin düzenlenip verilmesi sırasında, verilecek uygun

bir süre içinde ilgili kurumlarca uyum sağlanır. Aksi halde ilgili kurum söz konusu yatırım hizmet ve faaliyeti ile yan hizmette bulunamaz.”

hükmünü haizdir. Bu maddeden görüldüğü üzere, ikincil düzenlemelerin yürürlüğü döneminde 2499 sayılı mülga Kanun uyarınca faaliyette olan yatırım kuruluşlarının, 6362 sayılı Kanun ve ilgili mevzuata uyum sağladıklarını tevsik etmek suretiyle, yetki belgelerinin yenilenmesi için SPK'ya başvurması öngörülmüştür. Bu şekilde bir yetki belgesi revizyonunun öngörülmesinin altında yatan amaç, çalışmamızda detaylarına yer verileceği üzere, 6362 sayılı Kanun ve ilgili ikincil mevzuatta, mülga mevzuatta öngörülmemiş yeni yatırım hizmet ve faaliyetlerine yer verilmesi ve mevcut yatırım hizmet ve faaliyetlerinin kapsamının değiştirilmesi olarak ifade edilebilecektir.

Bu kapsamda, faaliyette bulunan tüm yatırım kuruluşları, faaliyet izinlerinin yeni mevzuat kapsamında revize edilmesi amacıyla SPK'ya başvurmuş; tüm yetki belgelerinin yenilenmesi süreci ise SPK tarafından 31.12.2016 tarihi itibarıyla tamamlanmıştır. Dolayısıyla halihazırda her bir yetkili yatırım kuruluşu, 6362 sayılı Kanun ve ilgili ikincil mevzuat uyarınca verilmiş olan yetki belgeleri uyarınca sermaye piyasalarında işlem yapmaktadır.

b. Düzenli Uğraşı, Ticari veya Mesleki Faaliyet Olarak İcra Kuralı

6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesi uyarınca, bir yatırım hizmet ve faaliyetinin SPK tarafından verilecek faaliyet iznine tabi olması için, “*düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilme*” şartı aranmaktadır. Bu kapsamda, bir faaliyetin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilmesi, bu

faaliyetin 6362 sayılı Kanun kapsamında bir yatırım hizmet ve faaliyeti olup olmadığının belirlenmesinde büyük önemi haizdir.

TTK'nın 3 üncü maddesinde "*ticari iş*" kavramı, bu Kanun'da düzenlenen hususlar ile, bir ticari işletmeyi ilgilendiren bütün işlem ve fiiller olarak tanımlanmış; 11 inci maddesinde ise "*ticari işletme*", esnaf işletmesi için öngörülen sınırı aşan düzeyde gelir sağlamayı hedef tutan faaliyetlerin devamlı ve bağımsız şekilde yürütüldüğü işletme olarak ele alınmıştır. Ayrıca, TTK'nın 12 nci maddesi hükmünde bir ticari işletmeyi kısmen de olsa kendi adına işleten gerçek kişinin tacir olacağı; 16 ncı maddesinde ise, ticaret şirketlerinin tacir sayılacağı düzenlenmiştir. TTK uyarınca anonim ortaklıklar birer ticaret şirkettir.

GVK'daki hükümlere bakıldığında, 37 nci maddesinde, ticari kazanç, her türlü ticari ve sınai faaliyetlerden doğan kazanç olarak tanımlanmış; kendi nam ve hesaplarına menkul kıymet alım satımı ile devamlı olarak uğraşanların bu faaliyetlerinden doğan kazançlarının ticari kazanç olacağı hüküm altına alınmıştır. Ayrıca, 46 ncı maddesine göre, basit usulde ticari kazancın tespiti, bir hesap dönemi içinde elde edilen hasılat ile giderler ve satılan malların alış bedelleri arasındaki müspet farkın hesabı yoluyla yapılacaktır.

GVK'nın 65 inci maddesinde serbest meslek faaliyeti, sermayeden ziyade şahsi mesaiye, ilmi veya mesleki bilgiye veya ihtisasa dayanan ve ticari mahiyette olmayan işlerin, işverene tabi olmaksızın şahsi sorumluluk altında kendi nam ve hesabına yapılması olarak ele alınmıştır.

Söz konusu hükümlerden, ticari faaliyet ve mesleki faaliyet kavramları bakımından bir sonuca varılması söz konusu olabilecektir. GVK'da ticari kazancın, elde edilen gelirden, maliyetlerin düşülmesi yoluyla oluşan değer olarak hesaplandığı

ve TTK uyarınca ticari işletmenin esnaf işletmesi düzeyini aşan gelir elde etmek amacıyla faaliyet gösterdiği gözetildiğinde, “*ticari faaliyet*” kavramının, kar elde etmek amacıyla yapılan düzenli ve bağımsız bir ekonomik faaliyet olarak ele alınması mümkündür. GVK’da kendi nam ve hesabına devamlı olarak menkul kıymet alım satımı ile uğraşanların ticari kazanç elde ettiğinin kabulü karşısında, başkası nam ve hesabına ya da kendi namı ve başkası hesabına devamlı olarak menkul kıymet alım satımı ile uğraşanların, evleviyetle ticari faaliyette bulunduğunun kabulü de söz konusu olabilecektir.

Mesleki faaliyet kavramının temelinde ise, ilmi, mesleki bilgi ya da ihtisasın yattığı görülmekte olup; GVK uyarınca ticari mahiyette olmayan işlerin mesleki kazanç kavramına dahil edildiği görülmektedir. 6362 sayılı Kanun hükmünün amacının, ticari kazanç boyutuna ulaşmamakla birlikte, kar elde edilmesi ile sonuçlanan ve ihtisas gerektiren düzenli faaliyetlerin de yatırım hizmet ve faaliyeti olarak kabul edilmesi olduğu düşünülmektedir.

Öte yandan, düzenli uğraşı ile kast edilen hususun, geçici olarak yapılmış ve kazanç elde edilmesi ile sonuçlanmış bazı faaliyetlerin, yatırım hizmet ve faaliyeti olarak kabul edilmemesi olduğu görülmektedir. Zira hüküm ile, düzenli olarak elde edilen ticari veya mesleki kazançla sonuçlanan faaliyetlerin izne tabi kılınmasıdır. Hükümün gerekçesine bakıldığında da, söz konusu faaliyetlerin arızı olarak veya herhangi bir iş veya mesleğin icrası sırasında münferit olarak sunulmasının SPK iznine tabi olmadığına altı çizilmektedir.

Bu noktada üzerinde durulması gereken husus ise, söz konusu faaliyetlerin TTK uyarınca gelir elde etmek amacıyla yapılmasının; ancak GVK kapsamında kazanç elde edilmemiş olmasının, bu faaliyetleri 6362 sayılı Kanun’un 39 uncu

maddesi kapsamında izne tabi kılıp kılmayacağıdır. Öncelikle belirtmek gerekir ki, 6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesi lafzında açıkça gelir elde edilmesi şartı koşulmamış ve SPK iznine tabi kılınan hususlar kazanç şartı ile sınırlandırılmamıştır. Ayrıca, GVK'nın amacının elde edilmiş gelirleri vergiye tabi kılmak olduğu gözetildiğinde, mezkur kanunda ticari ve mesleki faaliyet ölçütlerinin realize edilmiş bir kar elde edilmiş olmaya bağlanması amaca uygun olacakken; sermaye piyasalarında güvenilirlik ve düzeni sağlamayı amaçlayan 6362 sayılı Kanun'un, SPK iznine tabi kılacağı faaliyetlerde kar elde edilmiş olmasını şart koşmasının, hükmün amacıyla bağdaşmadığı düşünülmektedir. Keza “*ticari amaç*”ın sadece kazanç sağlama ölçütü ile açıklanması durumunda, sahip olduğu sermaye piyasası araçlarını alım-satım fiyatları arasındaki farktan kar elde etmek için elinden çıkaran yatırımcıların da yatırım hizmet ve faaliyeti yaptığı gibi yanlış bir sonuca varılacaktır¹⁰⁸.

Bu bilgiler ışığında değerlendirme yapıldığında, ekonomik ve hukuki bağımsızlığı olan anonim ortaklıkların, 6362 sayılı Kanun'un 37 nci maddesinde sayılan yatırım hizmet ve faaliyetlerini, düzenli ve devamlı surette gelir elde etmek amacıyla, ticari ya da ticari boyuta varmamakla birlikte mesleki faaliyet olarak gerçekleştirmesi ve bu faaliyetin arızı nitelik arz etmemesi durumunda, somut olay bağlamında değerlendirme yapılarak, SPK iznine tabi bir yatırım hizmet ve faaliyetinin mevcut olup olmadığına karar verilebilecektir.

¹⁰⁸ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.64.

c. Borsadan İşlem Yapma Yetkisi Alınması¹⁰⁹

6362 sayılı Kanun'un 45/3 hükmünde, borsada işlem yapacak yatırım kuruluşlarının ilgili borsadan¹¹⁰ işlem yapma yetkisi almasının zorunlu olduğu düzenlenmiştir.

d. Organizasyon Yapısının Oluşturulmuş Olması

Aracı kurumların yetkili oldukları yatırım hizmet ve faaliyetlerini etkin ve sağlıklı şekilde yerine getirmesi, bunu sağlayacak bir organizasyon yapıları olmasına bağlıdır. Global anlamda da kabul edildiği aşikar olan bu husus, AB Hukuku nezdinde MiFID II Direktifi'nin 16 ncı maddesinde detaylı olarak ele alınmıştır. Bu düzenlemelere göre, yatırım kuruluşunun AB mevzuatıyla uyumlu olacak şekilde politika ve prosedürleri hazırlaması, müşterileri bakımından alım satımına aracılık ettiği finansal araçların bu müşteriler için uygun olup olmadığını teyit edecek sistemi kurması, emirleri ilettiği piyasaları düzenli aralıklarla gözden geçirerek müşterilerin maruz kaldığı riskleri gözetmesi, sunduğu yatırım hizmetlerinin düzenliliğini ve devamlılığını temin etmesi, belge kayıt düzenine uyum sağlaması, müşterilere ait finansal araçların korunmasını temin etmesi kuralları, organizasyonel yükümlülükler olarak sayılmaktadır.

Ülkemiz hukukunda ise SPK tarafından belirlenen organizasyon kuralları ile, adeta tek bir ofisten oluşan, yetersiz personel ve iç denetim yapısı bulunan aracı kurumların sermaye piyasalarında faaliyet göstermesinin önüne geçilmek istenmiştir.

¹⁰⁹ İşlem yapma yetkisi alınmasına ilişkin bkz: Birinci Bölüm /I.c.

¹¹⁰ 6362 sayılı Kanun, sermaye piyasalarında faaliyet göstermek üzere birden fazla borsa kurulmasına cevaz vermekle birlikte, ülkemizde faaliyette bulunan tek borsa Borsa İstanbul A.Ş.'dir.

Tebliğ ile öngörülen bu şartların sağlanıp sağlanmadığı, SPK tarafından faaliyet izni başvurularının değerlendirildiği esnada değerlendirilmektedir.

III-39.1 sayılı Tebliğ'in 10 uncu maddesinde genel olarak ele alınan organizasyon yapısı kuralları uyarınca, aracı kurumlara faaliyet izni verilebilmesi için, yürütecekleri yatırım hizmet ve faaliyetlerine uygun hizmet birimlerinin kurulmuş, yeterli mekan ve teknik donanımın sağlanmış, mevzuatta öngörülen asgari şartları haiz birim yöneticileri ile yeterli sayıda personelin istihdam edilmiş olması ilk kuraldır. Faaliyet izni değerlendirmesi esnasında bu şartın sağlandığı hususu, SPK uzmanlarınca gerçekleştirilen yerinde incelemelerle veya faaliyet izni başvurularında kullanılan matbu dilekçeler kapsamında talep edilen organizasyon şeması, personelin lisans ve sicil bilgileri, kira kontratları ve sigorta sözleşmeleri gibi bilgi ve belgelerle teyit edilmektedir¹¹¹.

İkinci organizasyon kuralı, belge kayıt ve muhasebe işlemlerini yürütecek sorumlu birimin oluşturularak, yeterli sayıda personelin istihdam edilmiş olmasıdır. SPK tarafından aracı kurumların müşteri işlemlerine ilişkin tutmaları gereken belge ve kayıt düzeni, 6362 sayılı Kanun'un 45 inci maddesine dayanılarak hazırlanan III-45.1 sayılı Tebliğ ile hükme bağlanmış; çerçeve sözleşmelerin imzalatılıp saklanması, müşteri emir formlarının düzenlenmesi, ses kayıtlarının tutulması, ekstrelerin müşterilere gönderimi gibi önem arz eden aracı kurum yükümlülükleri bu Tebliğ ile düzenlenmiştir.

Aranan diğer bir organizasyonel şart, aracı kurumun iç denetim mevzuatı kapsamında sağlıklı bir yönetim yapısını oluşturması; SPK düzenlemelerine uygun iç kontrol, teftiş ve risk yönetim sistemlerinin kurulması ve personelin görev tanımları

¹¹¹ Faaliyet izni başvurularında kullanılması öngörülen matbu dilekçe ve formlar SPK'nın internet sitesinde yer almakta olup; ilgili bağlantı için bkz: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/8/9>

ile yetki ve sorumluluklarının belirlenmiş olmasıdır. SPK tarafından aracı kurumların iç denetim ve iç kontrol sistemlerine ilişkin usul ve esaslar, Seri:V, No:68 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiş; Tebliğ'e ek bazı yükümlülükler III-39.1 sayılı Tebliğ ile hükme bağlanmıştır. Bu mevzuat uyarınca, aracı kurumların iç kontrol, teftiş ve risk yönetim sistemlerinden oluşan iç denetim sistemini oluşturmaları; müşteri hesaplarının açılışından, bilgi sistemlerinin güvenliğine kadar sayılan tüm iş akış prosedürlerini yazılı ve yönetim kurulundan onaylı hale getirmeleri; teftiş birimini kurarak, münhasıran görev yapacak müfettişleri atamaları gibi zorunlulukların sağlanması faaliyet şartı olarak öngörülmüştür. Bunun yanında, aracı kurum nezdinde çalışan her personelin görev tanımının ve hangi yetkileri üstleneceklerinin de yönetim kurulundan onaylı yazılı prosedürlere bağlanması beklenmektedir. Ayrıca, III-39.1 sayılı Tebliğ'in 14 ve 15 inci maddelerinde genel müdür ve yardımcılarını ile yönetim kurulunun taşınması gereken şartlara yer verilmiş olup; bu kişilerden oluşan yönetim yapısının mevzuata uygun şekilde kurulmuş olması gerekmektedir.

e. Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi

İki ya da daha fazla menfaate hizmet eden kişilerin, bu menfaatlerden birini diğerinin üzerine koyabileceği durumlarda ortaya çıkan çıkar çatışmaları, sermaye piyasaları için büyük önemi haizdir. Zira çıkar çatışmaları, 6362 sayılı Kanun'un amaç maddesine de eklendiği üzere, sermaye piyasalarında nihai hedef olan şeffaflığı azaltırken, bilgi asimetrisini artırmakta; bu yolla istenmeyen sonuçlara sebep olmaktadır. Sermaye piyasalarında aracılık hizmetini yürüten aktörler nezdindeki

çıkar çatışmaları da, bu piyasaların etkinliğini ve yatırımcı güvenini azaltarak, global ekonominin önemli bir parçası olan sermaye piyasalarına aktarılan fon miktarını dahi düşürmektedir¹¹².

Çıkar çatışması, birden fazla menfaate hizmet eden bir hizmet sağlayıcının, hizmet sağladığı menfaatlerden edindiği ve finansal piyasaların etkin çalışması için büyük önemi haiz bilgileri kötüye kullanması olarak tanımlanmıştır¹¹³. Bu kavram, bir kişinin kendi çıkarının, başka bir kimse için vekil sıfatıyla üstlendiği edimleri ile çatışması veya iki veya daha fazla kişiye karşı potansiyel olarak çatışan vekil rollerine sahip olması durumu olarak da ele alınmıştır¹¹⁴.

Aracılık sektöründe çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasında, yatırım kuruluşlarının temel gelir kaynaklarının aracılığa konu edilen işlemlerden elde edilen komisyon olması büyük rol oynamaktadır. Keza yatırım kuruluşlarının aracılık ettikleri işlem bazında komisyon geliri elde etmesi, müşterilerin daha çok ve hatta gereksiz işlem yapılmaya teşviki ile sonuçlanabilmektedir¹¹⁵. Hatta bazı durumlarda yatırım kuruluşları, müşterilerini kendi tüzel kişiliklerinin menfaatine sonuçlanacak işlemlere de yönlendirmektedir. Halka arz işlemlerine aracılık eden yatırım kuruluşları ise, yatırımcılardan gelecek talebin artmasını teminen halka arz fiyatlarını temelsiz şekilde yüksek belirleyebilmekte ve halka arzına aracılık ettikleri müşterileri lehine iyimser raporlar hazırlayarak bilgi asimetrisi yaratabilmektedir. Dolayısıyla aracılık sektöründe çıkar çatışması, yatırım kuruluşunun kendi menfaatini

¹¹² IOSCO “Consultation Report on Conflict of interest and associated conduct risks during the equity capital raising process”, CR01/2018, Şubat 2018, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD593.pdf>.

¹¹³ Crockett, A./ Harris, T./ Mishkin, F.S./ White, E.N. : “Conflict of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?”, ICMB Geneva Reports on the World Economy 5, s.5.

¹¹⁴ Gorman, C.M.: “Are Chinese Walls Best Solution to Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers?”, Fordham University School of Law, 2001.

¹¹⁵ Aslan, A.G.: “Yatırım Danışmanlığı Faaliyetinde Analistlerin Rolü, Çıkar Çatışmaları, Düzenlemeler ve Türkiye için Öneriler”, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Mayıs 2004, Ankara, s.10.

müşterinin; bir müşterinin menfaatini diğerinin ya da kendi müşterilerinin menfaatini diğer piyasa aktörlerinin üzerinde tutarak konumunu kötüye kullanmasından kaynaklanmaktadır.

AB Hukukunda yatırım hizmet ve faaliyetlerini düzenleyen MiFID II Direktifi'nin 23 üncü maddesi, yatırım kuruluşlarında çıkar çatışması esaslarını düzenlemektedir. Buna göre üye ülkeler, yetki verdikleri yatırım kuruluşlarının müşterileri ile kendileri, yöneticileri, ortakları, kendileri ile doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili kişiler ve personeli ile aralarında ya da müşterilerin kendi aralarında oluşacak çıkar çatışmalarını ortaya koyarak, bunları ortadan kaldırma ve yönetme hususunda gereken adımları atmalarını temin edecektir. Bunun yanında yatırım kuruluşları, önleyemedikleri ya da ortadan kaldıramadıkları çıkar çatışmalarının genel doğasını, kaynaklarını ve bunların müşteri açısından yaratacağı riskleri en aza indirmek için atılan adımları müşterilere açıklamakla yükümlüdür.

6362 sayılı Kanun'un SPK'ya verdiği görev ve yetkiler kapsamında, yatırım kuruluşlarında çıkar çatışmalarının önlenmesi faaliyet izni bakımından önemli bir faktör haline gelmiştir. III-39.1 sayılı Tebliğ'in 11 ve 12 nci maddeleri, yatırım kuruluşlarında çıkar çatışmalarının önlenmesi, açıklanması ve çıkar çatışması politikası oluşturulmasına yönelik düzenlemeler içermektedir. Bu kurallar uyarınca, yatırım kuruluşunun yatırım hizmetlerini sunarken, müşterilerinin çıkarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek, adil ve dürüst davranması gerekmektedir. Yatırım kuruluşunun bu amaç doğrultusunda, müşterileri ile olan ilişkilerinde kendisi, ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili bulunan kişiler ile müşterileri arasında veya bir müşterisi ile başka bir müşterisi arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarını önleyecek bir organizasyon yapısı

oluşturması esastır. III-39.1 sayılı Tebliğ uyarınca çıkar çatışmalarının yönetilmesinde bir diğer kural, yatırım kuruluşlarının yönetim kurullarından onaylı yazılı bir çıkar çatışması politikası oluşturması zorunluluğudur. Yatırım kuruluşlarınca hazırlanacak bu politikanın neleri içereceği, III-39.1 sayılı Tebliğ'in 12 nci maddesinde ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir. Bu kurallar uyarınca yatırım kuruluşu çıkar çatışması politikasını oluştururken büyüklüğünü, organizasyon yapısını ve sunmaya yetkili olduğu yatırım hizmetlerini dikkate alacak; bu kapsamda müşterilerinin çıkarlarına aykırı olabilecek olası durumları tespit edecektir. Keza yatırım kuruluşunun sunduğu hizmetin türüne göre oluşabilecek çıkar çatışmaları oldukça farklılaşmakta; emir iletimine aracılıkta olası çıkar çatışmaları ile portföy aracılığındakilerin aynı seviyede olması beklenmemektedir¹¹⁶. III-39.1 sayılı Tebliğ'in 12/5 hükmünde de portföy aracılığı faaliyeti esnasında, müşterinin zarar etmesinin yatırım kuruluşunun kar elde etmesi ile sonuçlanması gibi kritik çıkar çatışmalarının oluşturulacak politikada tanımlanması gereği hükme bağlanmıştır.

Yatırım kuruluşunca önlenebilecek çıkar çatışmalarının yanında, piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul sebeplerden dolayı çıkar çatışması doğması ve önlenememesi durumunda, müşterilerin önlenemeyen bu çıkar çatışmalarından bilgilendirilmesi şarttır. Önlenemeyen bu çıkar çatışmaları sektörde özellikle "*banka aracı kurumu*" olarak adlandırılan, bankaların yönetim kontrolünü haiz olduğu aracı kurumlar nezdinde ortaya çıkabilmektedir. Sermaye piyasası mevzuatında bankaların aracı kurumlara ortak olmaları hususunda herhangi bir sınırlama ya da yasak bulunmamakta olup; paylarda ya da paya dayalı türev araçlarda alım satım aracılığı

¹¹⁶ Portföy aracılığı faaliyeti yatırım kuruluşlarının müşteri emirlerini karşı taraf olarak yerine getirmeleri olup; müşteri ile yatırım kuruluşu arasına organize ve teşkilatlanmış bir piyasa girmediğinden, işlem şartlarının yatırım kuruluşunca belirlenmesi gibi müşteri aleyhine durumlar çıkar çatışmasını artırmaktadır. Bkz. Üçüncü Bölüm, I.B.3.

yapmasına izin verilmeyen bankaların, müşterilerini yönetim kontrolünü haiz oldukları aracı kurumlara yönlendirmeleri söz konusu olmaktadır¹¹⁷.

Ülkemizde mevduat ve katılım bankalarının paylara ilişkin işlem aracılığı ile halka arza aracılık faaliyetlerinden uzak tutulmasının altında, çıkar çatışmalarının ve bilgi asimetrisinin önlenmesi amacı yatmakta olup; bu amaçların daha iyi anlaşılması için ABD’de yatırım ve ticari bankacılığın birbirinden ayrılması sürecine bakılması gerekmektedir. 1933 Glass-Steagal Kanunu’nun yürürlüğe konulması ile ABD piyasalarında sermaye piyasası işlemleri yatırım bankalarına özgülenmiş; temel faaliyet alanı ülkemizde mevduat bankalarının gerçekleştirdiği kredi ve mevduat hizmetleri olan ticari bankaların sermaye piyasası faaliyetlerinden kesin surette ayrıştırılması söz konusu olmuştur. Bu önemli reform hareketinin temelinde, bankaların kredi alacaklı oldukları ve dolayısıyla üzerlerinde kredi riskini taşıdıkları ihraççıların sermaye piyasası işlemlerinin halka arzına ve alım satımına aracılık yapmak suretiyle, bu kredi riskini yatırımcılara aktarmaları dolayısıyla oluşan çıkar çatışması yatmaktadır. Zira mevduat bankası daha önce kredi vermesi nedeniyle alacaklı olduğu bir borçlu firmayı yüklenimde bulunmak suretiyle sermaye piyasası aracı ihracına yönelterek, yatırımcılardan fon temin etmesini ve dolayısıyla kendi üzerinde taşıdığı firma kredi riskini sermaye piyasalarına yaymasını teşvik edebilecek; kredi alacaklı olduğu bu ihraççıya yüklenimde bulunarak, bilgi asimetrisi yaratmanın yanında, ihraççının ikinci el piyasalarda dolaşımda olan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaları için, alım satım aracılığı hizmeti

¹¹⁷ Her ne kadar mevduat ve katılım bankalarının bazı paylara ilişkin işlem aracılığı hizmeti sunmaları mümkün değilse de, iştirakleri olan aracı kurumlar üzerinden bu faaliyeti yürütmeleri de bu kurumların yakın ilişkili olmasından ötürü çeşitli çıkar çatışmalarını beraberinde getirebilmektedir. Örneğin, yatırım danışmanlığı hizmeti sunan bir aracı kurum, müşterinin aleyhine de olsa ilişkili bulunduğu bankanın ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarında işlem yapılmasını teşvik edebilecek durumda olmaktadır. Piyasanın işleyişinden kaynaklandığı kabul edilebilecek bu tür çıkar çatışmalarının açık bir şekilde yatırımcılarla paylaşılması önem arz etmektedir.

verdiği müşterilerini yönlendirebilecektir. Keza kendisine borçlu olan ihraççının sermaye piyasası araçlarının halka arz olması ve yüksek fiyatlardan talep görmesi, bizzat alacaklı bankanın üzerinde taşıdığı kredi riskini azaltacağından, banka kendi menfaatlerini öne çıkararak, müşterisi olan yatırımcıları bu sermaye piyasası araçlarında işlem yapmaya teşvik edebilecektir¹¹⁸.

Bu türden bir çıkar çatışmasının yanında, yatırım bankasının kendi bünyesinde bankacılık ve sermaye piyasalarında uzman personel nezdinde yaşanan çıkar çatışmaları da ticari bankalara bazı sermaye piyasası işlemlerine sınır getirilmesinin gerekçelerindedir. Ticari bankacılık ve sermaye piyasalarında aracılık gibi birbirinden farklı ama etkileşim içindeki faaliyetlerin, farklı departmanlarda dahi olsa aynı finansal kuruluş bünyesinde toplanması, beraberinde ciddi çıkar çatışmalarını getirebilmektedir. Zira bankacılık faaliyeti yürütülmesi ile görevli personelin bu faaliyetler esnasında edindiği bilgileri, aynı finansal kuruluş nezdinde sermaye piyasası işlemleri yapılması için kullanabilmesi, gerek personel, gerekse finansal kuruluş lehine, fakat bilgi asimetrisinin dezavantajını yaşayan yatırımcılar aleyhine çıkar çatışmasına yol açabilecektir. Finansal kuruluşlar nezdinde oluşan bu tür çıkar çatışmalarının önlenmesinin birinci yolu, ticari bankacılık ve sermaye piyasası aracılığı faaliyetlerinin aynı finansal kuruluş nezdinde, farklı departmanlar aracılığıyla gerçekleştirilmesi ve bu departmanlar arasında “*Chinese Wall*” inşa edilmesi; ikinci yolu, bu faaliyetlerin farklı sermaye yapılarına sahip iştirakler arasında paylaşılması; üçüncü ve en etkili yolu ise hangi organizasyonel yapıda olursa olsun, bazı faaliyetlerin bazı kuruluşlar için yasaklanmasıdır¹¹⁹.

¹¹⁸ Hebb, G.M./ Fraser, D.R.: “Conflict of Interest in Commercial Bank Security Underwritings: Canadian Evidence” *Journal of Banking and Finance*, 2002, s.2.

¹¹⁹ Crockett/Harris/Mishkin/White, s.8.

İlk yöntem olarak “*Chinese Wall*” yani çin seddi uygulaması, finansal piyasaları uzun yıllardır meşgul eden bir çıkar çatışması önlenmesi aracıdır. İlk kez ABD sermaye piyasalarında kullanılan bir kavram olarak çin seddi, bir finansal grup ya da firmanın farklı departmanları arasında, sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek olanlar başta olmak üzere önemli bilgilerin akışının durdurulması için getirilen politika ve prosedürler olarak tanımlanmaktadır¹²⁰. Özellikle halka arza aracılık ve ticari bankacılık faaliyetlerinin aynı finansal kuruluş nezdinde yürütüldüğü hallerde, halka arzdan önce kamuya duyurulmamış bilgilerin, halka arzla görevli birimden diğer birimlere aktarılması halinde, yatırımcılar aleyhine bilgi asimetrisi artmakta ve bu bilgileri kamuya açıklanmadan, henüz içsel bilgi iken edinen personelin kendi lehlerine pozisyon alma imkanları ortaya çıkmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticareti ve piyasa bozucu eylem gibi sonuçları da olabilecek bu türden çıkar çatışmalarının, henüz kamuya açıklanmamış bilgiyi haiz olan birimin etrafına etkin bir çin seddi uygulanması yoluyla önlenmesi konusu finans piyasalarında her daim gündemi meşgul etmiştir. AB nezdinde yürürlükte olan (EU)596/2014 sayılı Piyasanın Kötüye Kullanımı Regülasyonu (*Market Abuse Directive/MAR*) üye ülke sermaye piyasalarının etkin şekilde işlemlerini teminen içerden öğrenenlerin ticareti başta olmak üzere çeşitli hususlarda düzenlemeler öngörmüş; çıkar çatışmalarının önlenmesi için finansal kuruluşlardaki hassas bilginin akışının sınırlandırılmasına yönelik çin seddi uygulamalarını zorunlu kılmıştır. Regülasyona göre, halka arz gibi bir finansal işlem gerçekleşmeden önce kendilerine sunulan *ex-ante* bilgi ile sınırlı olarak yatırım kararı alan yatırımcıların, finansal işlem gerçekleştirildikten sonra elde edebilecekleri *ex-post* bilgilere çok daha

¹²⁰ Seyhun, N.: “Insider Trading and the Effectiveness of Chinese Walls in Securities Firms”, *Journal of Law, Economics and Policy*, Vol 4:2, 2008, 369-408, s.1.

öncesinde sahip olan kişilerin bu avantajlarını yatırımcılar aleyhine kullanmasının önlenmesi gerekmektedir¹²¹. Yatırım kuruluşları bakımından somutlaştırılacak olursa, halka arzla ilgilenen departmanın, yatırımcıların ancak halka arz sonrasında (*ex-post*) edinebileceği çeşitli bilgilere sahip olması söz konusudur. Yatırımcıların ise kendilerine izahname ile sunulan *ex-ante* verilerle sınırlı olarak işlem yapmaları söz konusu olduğundan, *ex-post* bilgiyi halka arzdan önce edinmiş olan yatırım kuruluşu yönetici ve personelinin bu bilgileri yatırımcı aleyhine ve kendileri menfaatine kullanmaları şeklinde oluşan çıkar çatışmalarının önlenmesi gerekmektedir. Bunu teminen MAR uyarınca, içsel bilgi niteliğindeki bilgilere erişimi olan personel sayısının mümkün olduğunca düşük tutulması, içsel bilginin ilgili personelce öğrenilmesinden kamuya açıklanmasına kadarki sürenin mümkün olduğunca kısa olması, organizasyonel yapının hassas bilgilere sahip personeli diğerlerinden kesin olarak ayırarak şekilde oluşturulması, görevleri gereği içsel bilgiyi edinmek durumunda kalan personelin bu bilgiyi lehlerine kullanmasının önlenmesi gibi tedbirlerin alınması elzemdir.

Ülkemizde paylara ve paya dayalı türev araçlara ilişkin işlem aracılığı ve halka arza aracılık faaliyetinin mevduat ve katılım bankaları bakımından kesin olarak yasaklanmış olması, çıkar çatışmalarının önlenmesi için öngörülen bu üç mekanizmaya karşılık gelmektedir. Bu yasak dolayısıyla mevduat bankaları bizzat kendileri paylara ilişkin işlem aracılığı yapamayacak; müşterilerinden aldıkları bu türden emirleri yetkili aracı kurumlara ileticek; diğer bir deyişle paylara ilişkin yalnızca emir iletimine aracılık faaliyeti gerçekleştirebileceklerdir. Bu bakımdan, bazı faaliyetlerin mevduat bankaları için kesin olarak yasaklanması yoluyla üçüncü

¹²¹ Bkz. Piyasanın Kötüye Kullanımı Regülasyonu Dibase (15).

ve en katı yöntemin tercih edildiği izlenimi uyanabilecekse de; banka ve aracı kurumların iştirak ilişkisi içerisinde olmalarının yasaklanmamış olması dolayısıyla uygulamada bankaların %100'e varan oranlarda iştirak ilişkisi içinde buldukları aracı kurumlara müşterilerinin pay emirlerini ilettikleri uygulamasına sıklıkla rastlanmaktadır. Ancak bu durumda banka ve aracı kurumun ayrı sermayeleri ve yönetim yapılarının bulunması, çıkar çatışmalarının önlenmesi için yeterli görülmektedir.

Ülkemizde yatırım kuruluşları sermaye piyasası mevzuatı kapsamında hazırladıkları politikaları genellikle internet sitelerinde yayınlamak suretiyle şeffaflığı amaçlamaktadır. Bir aracı kurumun kamuya açık yazılı çıkar çatışması politikasında, karşılaşılabilecek bazı çıkar çatışması örnekleri şu şekilde sıralanmıştır:

“• *Bir müşteri ve Aracı Kurum arasında: Örneğin, araştırma raporlarının hazırlanması, alım satım işlemlerinin gerçekleştirilmesi, halka arza katılım sonucunda adil olmayan bir işlem gerçekleşmesi olasılığı ve bazı müşterilerin mali kazancına karşılık diğer müşterilerin mali kayba uğraması şeklinde gelişen çıkar çatışmalarıdır.*

• *Bir müşteri ve bir çalışan arasında: Örneğin, (i) bir çalışan bir şirketin finansal ürünlerine önemli oranda yatırım yapmıştır ve aynı zamanda yatırım yaptığı şirketin, yatırım danışmanı olarak müşterilere hizmet vermektedir veya (ii) bir yatırıma ait yeni hisseler müşteri/çalışan hesaplarına tahsis edilmektedir veya müşteri ve çalışan hesaplarından aynı finansal ürünlere yönelik emirler yerine getirilmektedir,*

• *Farklı müşteriler arasında: Örneğin, sermaye piyasaları danışmanlığı faaliyeti kapsamında aynı şirkete ilişkin danışmanlık hizmetleri için iki farklı müşteriye çalışılmaktadır,*

• *Aracı Kurum ile çalışan arasında. Örneğin; (i) çalışanın Aracı Kurum'un bir sağlayıcısında önemli hissesi vardır ve ayrıca Aracı Kurum'un satın alma kararlarına iştirak etmektedir veya (ii) bir çalışan, Aracı Kurum'un müşterisi, sağlayıcısı veya rakibi olan başka bir şirket tarafından istihdam edilmiştir,*

• *Farklı şirketler veya farklı grup yapıları arasında: Örneğin, (i) Aracı Kurum ve ilişkili olduğu Banka arasında veya ilişkili olduğu Portföy Yönetim Şirketi arasında, Aracı Kurum'un araştırma bölümü ile Kurum Portföyü bölümü arasında, (ii) birden fazla şirket veya aynı işlemle ilgili olarak aynı müşteriye farklı hizmetler vermeye çalışmaktadır veya (iii) bir grup yapısı, finansal olmayan bir firmada yeterli bir hisseyi yönetmektedir ve başka bir grup yapısı da aynı firmayla finansman ilişkisini yönetmektedir,*

• *Ortaklar arasında: Aracı Kurum'un ya da iştiraklerinin hakim ortakları ile küçük ortaklar arasında meydana gelebilecek çıkar çatışmalarıdır.”*

Aracı Kurum tarafından örneklem suretiyle sıralanan bu çıkar çatışması örneklerinin tanımlanması, tespiti, yönetimi, açıklanması ve ilgililer hakkında gerekli yaptırım ve tedbirlerin uygulanması yönünde hükümler de yazılı çıkar çatışması politikasında yer almıştır.

f. Aracı Kurum Personeline İlişkin Yeterlilik Şartları

Aracı kurumların en iyi performansı gösterebilmesi ve yatırımcılar nezdinde güven ortamının kurulabilmesi için, aracı kurumun görünen yüzü olan personeline mesleki yeterliliğin sağlanması büyük önemi haizdir. Sadece yöneticilerin değil, müşteri temsilcilerine kadar her personelin, yerine getirdiği görev bakımından donanımlı olmasının temini, SPK tarafından düzenleme konusu edilmiştir. 6362 sayılı Kanun'un 128 inci maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde, sermaye piyasası kurumlarının yönetici ve diğer çalışanlarının mesleki eğitimi, mesleki yeterliliği ve mesleki ehliyetlerini gösterir sertifika verilmesine ilişkin esasları belirlemek, bu amaçlarla merkez veya şirket kurmak ve bunların faaliyet usul ve esaslarını belirlemek görev ve yetkisinin SPK'da olduğu hüküm altına alınmıştır.

Sermaye piyasalarında çalışacak personelin yeterliliğinin sağlanmasında en önemli ölçüt, lisanslama faaliyetleri olmuştur. SPK tarafından 6362 sayılı Kanun'un 128 inci maddesinden alınan yetki ile çıkarılan VII-128.7 sayılı Tebliğ, yatırım kuruluşları dahil, sermaye piyasası kurumlarında görev alacak personelin mesleki yeterliliklerini temin eden lisanslama sisteminin usul ve esaslarını belirlemektedir. SPL tarafından yapılacak sınavlarda başarılı olunması ve diğer lisans alma koşullarının sağlanması halinde alınabilecek lisans türleri, başta Düzey 1, Düzey 2 ve Düzey 3 olmak üzere sekiz tanedir. Mezkur Tebliğ'in ekinde ise yatırım kuruluşlarında belirtilen unvanlar altında görev yapabilmek için aranan asgari lisans belgesi yükümlülükleri sıralanmış olup; müşteri temsilcilerinin Düzey 1 lisansına, genel müdür, müfettiş, iç kontrol elemanı gibi üst düzey personelin ise Düzey 3 lisansına sahip olması gerektiği belirtilmiştir.

Lisanslama şartlarının dışında diğer hususlar, III-39.1 sayılı Tebliğ'in 13 ve 18 inci maddelerinde düzenlenmiştir. Müşteri temsilcisi, takas ve operasyon sorumlusu gibi personelin en az 2 yıllık ön lisans mezunu olması yeterli kabul edilirken; müfettiş, iç kontrol elemanı ve yöneticilerin 4 yıllık lisans eğitimi olması gerekmektedir.

Yatırım kuruluşlarında personele yönelik faaliyet koşullarından bir diğeri, SPK tarafından belirlenen unvanların kullanılması gereğidir. III-39.1 sayılı Tebliğ'in 18 inci maddesinde, yöneticiler, ihtisas personeli, müfettişler, iç kontrol ve risk yönetim elemanları olarak ana başlıklar halinde ele alınan personel, anılan maddede belirlenenler dışında bir unvan altında görev yapmayacaktır. Bu düzenlemeye göre yatırım kuruluşlarında ihtisas personeli, müşteri temsilcisi, türev araçlar müşteri temsilcisi, borsa üye temsilcisi, araştırma uzmanı, yatırım danışmanı, kurumsal finansman uzman ve portföy yöneticisi, takas ve operasyon sorumlusu ile türev araçlar muhasebe ve operasyon sorumlusundan oluşmaktadır.

Faaliyet izni başvurularında özellikle incelenen hususlar arasında yer alan unvan zorunluluğu, yatırımcılar açısından belirlilik ve şeffaflığı sağlamaya yönelik bir adımdır. Zira yatırım kuruluşlarınca uygulamada broker, yönetmen vb. birçok farklı unvanla istihdam sağlanmakla birlikte, personelin unvanında yeknesaklık sağlanması sayesinde lisanslama şartlarının ne olduğu ve görevlerinin kapsamına nelerin girdiği hususları yatırımcılar bakımından netleşmektedir. Örneğin, yatırım kuruluşu nezdinde işlem yapan bir yatırımcı, muhatap olduğu personelin unvanının sermaye piyasası mevzuatında öngörüldüğü şekilde "*müşteri temsilcisi*" olduğunu bildiğinde, bu unvanın gerektirdiği mesleki yeterlilik şartlarını araştırabilecek; bu personelin hangi işlemlere yetkili olduğunun ayırdına varabilecektir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: SERMAYE PİYASALARINDA ARACILIK FAALİYETLERİ

I. ALIM SATIMA ARACILIK FAALİYETİ

A. Tanım

Daha önce ihraç edilmiş bulunan sermaye piyasası araçlarının, yatırımcılar arasında el değiştirmesi ve bu yolla işlem görmesi mümkün ve hatta sermaye piyasalarının en temel varlık sebeplerinden birisidir. Diğer bir deyişle sermaye piyasası araçlarının bir yatırım aracı olmasını sağlayan da bunların yatırımcılar arasında serbestçe el değiştirebilmesidir¹²². Ancak portföyündeki sermaye piyasası aracını satmak ya da yeni bir sermaye piyasası aracı almak isteyen yatırımcıların, yatırım kuruluşlarından alım satım aracılığı hizmeti alması zorunluluk arz etmektedir.

2499 sayılı mülga Kanun'un 30 uncu maddesinin ikinci fıkrasında sermaye piyasalarında aracılık kavramı, "*Aracılık, sermaye piyasası araçlarının 31'inci maddesi çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır.*" şeklinde tanımlanmış; aynı yöndeki tanıma Seri:V, No:46 sayılı mülga Tebliğ'de de yer verilmiştir.

¹²² İnceoğlu, M.M.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Seçkin Yay., Ankara, 2004, s.32.

6362 sayılı Kanun'da ise doğrudan aracılık faaliyeti kavramına yer verilmesi yerine, sermaye piyasası faaliyeti olarak yatırım hizmet ve faaliyetleri arasında bu kavramın düzenlenmesi söz konusu olmuştur.

B. Türleri

1. Emir İletimine Aracılık

a. Tanım

6362 sayılı Kanun'un 37 nci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinde “*sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi*” olarak düzenlenen aracılık türü, III-37.1 sayılı Tebliğ'in 11 inci maddesinde “*emir iletimine aracılık*” olarak adlandırılmıştır. Yalnızca emir iletimine aracılık yetkisini haiz olan (ya da bunun yanında bir de yatırım danışmanlığı yetki belgesi olan) bir aracı kurum, dar yetkili aracı kurum olarak sınıflandırılmaktadır.

Bu tür aracılık AB Hukuku'nda karşılığını doğrudan bulmakta, MiFID II Direktifi'nde alım satım aracılığı türleri arasında müşteri emirlerinin alınması ve iletilmesi de sayılmaktadır.

Yatırım kuruluşlarının ikincil piyasalardaki en temel işlevlerinden biri şüphesiz ki müşterileri olan yatırımcıların alım-satım emirlerinin gerçekleşmesini sağlamaktır. Emirlerin gerçekleştirilmesinin ilk akla gelen yolu, organize bir piyasa olan Borsa İstanbul'a söz konusu yatırımcı talimatlarının iletilmesinden geçmekte olup; Borsa İstanbul'a emir iletmenin yolu ise, yatırım kuruluşunun Borsa İstanbul nezdinde işlem yapma yetkisine sahip olmasından geçmektedir. Zira, 6362 sayılı Kanun'un 45 inci maddesinin üçüncü fıkrasında, borsada işlem yapacak yatırım kuruluşlarının,

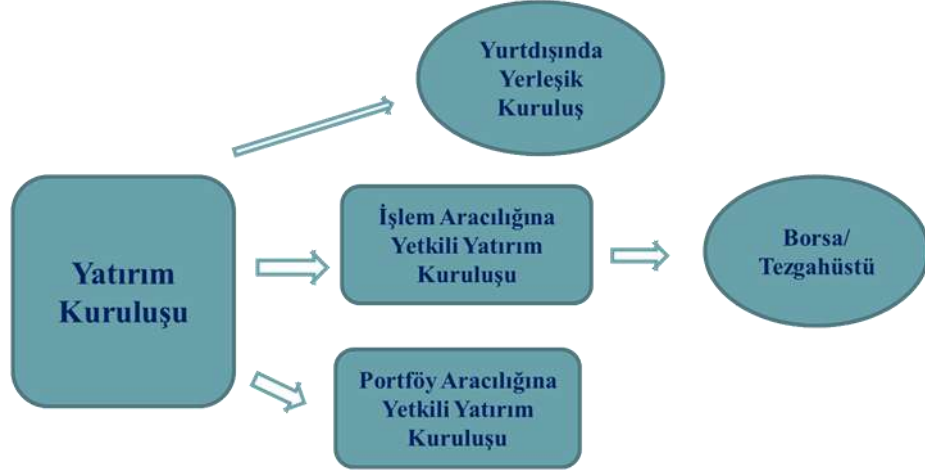
ilgili borsada işlem yapma yetkisini haiz olmasının zorunlu olduğu düzenlenmiş; işlem yapma yetkisine ilişkin usul ve esaslar ise, ilgili Yönetmelikler ile belirlenmiştir.

Bu emirlerin gerçekleştirilmesinin bir yolu olan emir iletimine aracılıkta, müşterilerin sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım ya da satım emirleri;

1. İşlem aracılığına yetkili bir yatırım kuruluşuna veya
2. Portföy aracılığına yetkili bir yatırım kuruluşuna ya da
3. İlgili ülke yetkili otoritesinden faaliyet izni almış yurt dışında yerleşik bir yatırım kuruluşuna

İletilmek suretiyle gerçekleştirilmektedir. Bu aracılık türünde dikkat edilmesi gereken nokta, emir iletimine aracılık yetkisini haiz yatırım kuruluşunun, emirlerin gerçekleştirileceği piyasaya doğrudan erişim yetkisinin bulunmamasıdır. Bu durumun teşkilatlanmış bir piyasa olarak Borsa İstanbul nezdindeki görünümü, emir iletimine aracı olan yatırım kuruluşunun Borsa İstanbul'da işlem yapma yetkisinin olmaması ve dolayısıyla müşterilerinin emirlerini BISTECH sistemine iletememesidir¹²³. Emirleri sisteme iletmeye yetkisini haiz olmayan bu yatırım kuruluşu, emirlerin gerçekleştirileceği piyasaya erişimi olan başka bir yatırım kuruluşuna bu emirleri iletmek suretiyle, müşterisinin taleplerini yerine getirebilmektedir.

¹²³ Bu aracı kurumlar, Borsa üyesi olsalar dahi borsada işlem yapma yetkisini haiz değildir.



Bunlar dışında aşağıda sayılan faaliyetler de emir iletime aracılık sayılmaktadır:

1. Halka arz, tahsisli satış ya da nitelikli yatırımcılara satış sırasında talep toplamada, taleplerin ilgili yatırım kuruluşuna iletilmesi; ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin nakdin müşterilerden alınarak gişe hizmeti verilmesi¹²⁴.

2. Lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşunun faaliyetlerinin yatırımcılara tanıtılması, sözleşme akdedilmesine aracı olunması.

3. Sözleşme yapmak isteyen tarafların komisyon karşılığı bir araya getirilmesi.

Görüldüğü üzere, emir iletime aracılık faaliyetinin kapsamına yalnızca 6362 sayılı Kanun'un 37/I(a) bendinde sayılan emirlerin iletilmesi faaliyeti değil, bazı yardımcı hizmetler de girmektedir. Söz konusu yardımcı hizmetler de gözetildiğinde, esasen mevcut mevzuatta bir yatırım hizmet ve faaliyeti olarak düzenlenen emir iletime aracılığın, mülga mevzuatta hüküm altına alınmış bulunan "acentelik" kurumuna karşılık geldiği görülebilecektir. Zira, 2499 sayılı Kanun uyarınca çıkarılmış bulunan Seri:V, No:46 sayılı mülga Tebliğ'in 24 üncü maddesinde,

¹²⁴ Mevcut mevzuat uyarınca, mevduat ve katılım bankaları halka arza aracılık faaliyetinde bulunamamakla birlikte, gişe hizmeti verilmesi emir iletime aracılık sayıldığından, bankalar müşterilerinin ihraçlardan alım yapmasına bu yolla imkan sağlayabilmektedir.

bankaların aracı kurumların acentesi olarak faaliyet gösterebileceği belirtilmiş; sermaye piyasası araçlarına ilişkin alım ve satım emirlerinin aracı kuruma iletilmesine ve gerçekleşen emirlerin tasfiyesine aracılık etmek, acentesi olunan aracı kurumun halka arza aracılık faaliyetleri kapsamında, taleplerin toplanması, bu taleplerin aracı kurum merkezine iletilmesi ve paranın tahsili ya da geri ödenmesi gibi işlemleri kapsamak üzere gişe hizmeti vermek, acentesi olunan aracı kurumun faaliyetlerinin tanıtımını yapmak ve bu faaliyetle ilgili sadece tahsil ve tediye işlemlerini yürütmek gibi yardımcı faaliyetlerin acentelik kavramı içine dahil olduğu hüküm altına alınmıştır.

Uygulamada aracılık faaliyetinden beklenen asıl sonuç olarak emirlerin ilgili piyasaya iletilmesi yetkisini haiz olmayan bir yatırım kuruluşunun varlığı sorgulanabilecekse de, mülga mevzuattaki yeri de gözetildiğinde, emir iletimine aracılık faaliyetinin esasen son derece işlevli bir konuma sahip olduğu görülebilecektir. Zira, bankaların her sermaye piyasası faaliyeti bakımından alım-satım aracılığı yapması ya da halka arza aracılığı tümüyle yapma yetkisi bulunmamakta; ancak ülkemizde bankaların geniş kabul edilebilirlik ve kullanım ağı, bankada hesabı bulunan yatırımcıların bu hesaplar vasıtasıyla bazı sermaye piyasası işlemlerini gerçekleştirmesini pratikte zorunlu kılmaktadır. Diğer bir deyişle, bankada hesabı olan bir yatırımcı, banka ve aracı kurum ayrımı ile hukuki olarak bankaların hangi sermaye piyasası araçlarında alım-satım aracılığı yetkisini haiz olabileceği hususunda bilgi sahibi olmadığında, müşterisi olduğu bankanın emir iletimine aracılığıyla bir aracı kurum ile sözleşme akdederek, sermaye piyasalarında işlem gerçekleştirebilmektedir. Keza mevcut uygulamada emir iletimine aracılık faaliyeti ağırlıklı olarak bankalar tarafından eski mevzuat döneminde uygulanmakla

olan acentelik sisteminin uzantısı olarak gerçekleştirilmekte; dar yetkili aracı kurum sayısı adeta bir elin parmaklarını geçmemektedir. III-37.1 sayılı Tebliğ'in 12 nci maddesinde de emir iletimine aracılık faaliyetinin, aracı kurumlar ve kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere bankalar tarafından gerçekleştirilebileceği düzenlemesi, bu durumu desteklemektedir. Böylece bankalar, müşterilerinden aldıkları özellikle pay piyasasına ilişkin emirleri, lehine faaliyet gösterdikleri aracı kurumların sistemleri üzerinden Borsa İstanbul pay piyasasına iletmekte; bazı bankalar VIOP işlemleri bakımından da emir iletimine aracılık faaliyeti sunmaktadır¹²⁵.

b. Emir İletimine Aracılık Faaliyetinde Bulunabilecek Yatırım Kuruluşları

Emir iletimine aracılık faaliyeti her ne kadar uygulamada yatırım kuruluşları bakımından en az risk taşıyan ve en az operasyon gerektiren aracılık faaliyeti olarak sınıflandırılabilirse de, SPK düzenlemelerinde aracı kurum ve bankalar açısından yürütebilecekleri emir iletimine aracılık faaliyetine sermaye piyasası aracı bazında bazı sınırlamalar getirilmiştir.

III-37.1 sayılı Tebliğ'in 12 nci maddesi uyarınca, aracı kurumlar tarafından her sermaye piyasası aracına ilişkin emir iletimine aracılık faaliyetinin gerçekleştirilmesi mümkündür. Ancak, bankalar kaldıraçlı işlemler hariç her sermaye piyasası aracı bakımından emir iletimine aracılık faaliyetini gerçekleştirebileceklerdir. Tebliğ'de açıkça vurgulanmamakla birlikte, kaldıraçlı işlemlere ilişkin emir iletimi yasağı mevduat ve katılım bankaları yanında, yatırım ve kalkınma bankalarını da kapsamaktadır.

¹²⁵ Çetin, Bankalar, s.717.

Bilindiği üzere ülkemizde finansal sistemin iki önemli ayağı olan bankacılık ve sermaye piyasası faaliyetleri, birbiriyle iç içe geçmekle birlikte, temelde önemli farklılıkları haiz iki alan teşkil etmekte; ana faaliyet alanları bankacılık olan bankalar, yan faaliyet olarak sermaye piyasalarında da varlık göstermektedir. Aracı kurumların ise tek varlık sebebi, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak olmakta, bu kurumların bankacılık faaliyetlerine dahil olması mevzuat uyarınca mümkün olmamaktadır.

c. Emir İletimine Aracılık Faaliyetinin Yürütülmesine İlişkin İlke ve Esaslar

Emir iletimine aracılık faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esaslardan ilk göze çarpan husus, emir iletimine aracılık edecek yatırım kuruluşu ile lehine faaliyet gösterilecek yatırım kuruluşu arasında, tarafların hak ve yükümlülüklerinin belirlendiği bir sözleşme imzalanması zorunluluğudur.

Bu sözleşme zorunluluğunun yanında, hem emir iletimine aracı, hem de lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşunun, müşteri ile ayrı ayrı çerçeve sözleşme imzalaması zorunluluk arz etmektedir. Bu sayede, sürece dahil olan yatırım kuruluşlarının hak ve borçlarının yatırımcı bakımından belirli hale gelmesi, aldığı faaliyetin bir emir iletimine aracılık olduğunu bilmesi gibi çeşitli şeffaflık unsurları da sağlanmaktadır.

Yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin düzenleyecekleri belge ve kayıtlar ile bunların tutulmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi, 6362 sayılı Kanun'un 45 inci maddesinde düzenlenen "*Yatırım kuruluşlarının yükümlülükleri, yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetlerin sunumu sırasında*

uyacakları ilke ve esaslar Kurula belirlenir.” hükmüne dayanarak, III-45.1 sayılı Tebliğ ile düzenlemeye kavuşturulmuştur. Söz konusu Tebliğ’de, yatırım kuruluşlarının açıklanan form ve belgeleri eksiksiz olarak düzenlemek ve saklamakla yükümlü oldukları kuralı getirilmiş; yatırımcılar ile imzalanan çerçeve sözleşmelerin aslının yatırım kuruluşu nezdinde tutulması öngörülmüş; müşteri emir formlarının, ses kayıtlarının, işlem talimat ve sonuç formları ile ilgili hükümlerde sıralanan sair belgelerin, ilgili yatırım kuruluşu nezdinde kayıt altında tutulması zorunluluğu öngörülmüştür. Ancak, III-45.1 sayılı Tebliğ’de emir iletimine aracılık eden yatırım kuruluşlarına ilişkin özel hüküm bulunmadığı gözetildiğinde, yatırımcı emirlerine ilişkin belgelerin hangi yatırım kuruluşu tarafından kayıt altında tutulacağı sorununun önüne geçilmesini teminen, III-37.1 sayılı Tebliğ’in emir iletimine ilişkin ilke ve esasları düzenleyen 14 üncü maddesinde bu konu açıklığa kavuşturulmuştur. Buna göre, yatırımcı ile imzalanan çerçeve sözleşmeler ile risk bildirimleri dahil olmak üzere, lehine emir iletimine aracılık faaliyet yapılan yatırım kuruluşuna iletilen emirlere ilişkin belgelerin birer örneğinin, emir iletimine aracı yatırım kuruluşu nezdinde de saklanması gerekmektedir. Bunun yanında, III-45.1 sayılı Tebliğ düzenlemeleri uyarınca yatırımcılara yapılacak bildirimlerin, lehine emir iletimine aracılık yapılan yatırım kuruluşunca gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu zorunluluk, özellikle sözleşme akdedilmesine aracılıkla sınırlı kalacak emir iletimine aracılık faaliyeti bakımından daha anlamlı olmakta; başlangıçta yalnızca bir defa tarafları bir araya getiren bir emir iletimine aracı yatırım kuruluşunun, sonrasında yatırımcılara hesap ekstresi gönderiminden sorumlu tutulması hukuki mantık ile bağdaşmamaktadır.

Bunun yanında, müşterilere ait hesap ve işlemlerin, lehine emir iletimine aracılık faaliyeti gösterilen yatırım kuruluşu nezdinde müşteri bazında izlenmesi esastır. Bu durumun uygulamadaki zorunluluğunun, saklama yetkisine sahip olunması hususundan geldiği söylenebilecektir. Zira, saklama hizmeti temelde, yatırımcılara ait hesap ve işlemlerin müşteri bazında izlenmesi olarak tanımlanabilecek olup; emir iletimine aracılık yetkisini haiz olmanın şartları arasında, saklama yetkisine sahip olunması zorunluluğu yer almamaktadır. Ancak, işlem ya da portföy aracı kuruluşların III-37.1 sayılı Tebliğ uyarınca, sınırlı saklama yetki belgesini haiz olması şart olduğundan, lehine emir iletimine aracılık faaliyeti gösterilen ve sınırlı saklama yetkisini haiz bu yatırım kuruluşlarının müşterilerin hesap ve işlemlerinin kaydını tutması elzem olmaktadır. Aksi halde, sınırlı saklama yetkisini haiz olmayan emir iletimine aracı kuruluşun, müşteri emirlerine ilişkin saklama hizmeti sunması mümkün olmayacak; emir iletimine aracılık eden bir yatırım kuruluşu ile çalışan müşterilerin saklama hizmeti almaması gibi bir durum ortaya çıkabilecektir. Ayrıca, lehine emir iletimine aracılık faaliyeti gerçekleştirilen yatırım kuruluşu bakımından öngörülen müşterinin hesap ve işlemlerinin kaydını tutma yükümlülüğünün, doktrinde¹²⁶ dile getirilen emir iletimine aracılık hizmeti sunulan müşterilerin yalnızca emir iletimine aracı yatırım kuruluşu ile muhatap oldukları ve lehine emir iletimine aracılık faaliyeti gösterilen yatırım kuruluşunun hiç tanımadıkları müşterilere sahip oldukları yönündeki sakıncayı da ortadan kaldırdığı söylenebilecektir.

Söz konusu yan yükümlülüklerin yanında, hem emir iletimine aracılığa yetkili kuruluşun, hem de lehine emir iletimine aracılık edilen yatırım kuruluşunun,

¹²⁶ Bkz. Çetin, Bankalar, s.725.

müşterilerine ait emirlerin gizliliğini korumakla yükümlü oldukları esası getirilmiştir. Esasen, III-39.1 sayılı Tebliğ'in yatırım kuruluşlarının faaliyet ilke ve esaslarını belirleyen hükümler ile, yapamayacakları işlemleri ele alan düzenlemelerinden, müşterilerine ait emirlerin ve verilerin gizliliğini korumakla yükümlü oldukları sonucuna varılabilecekse de, emir iletimine aracılık bakımından bu yükümlülüğün açıkça ele alınması yerindelik göstermiştir. Zira, emir iletimine aracılık hususunda çıkabilecek ihtilafların genel olarak bu yapının iki başlı olmasından kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Yatırımcıların emir iletiminde ilişki içerisinde bulunacakları yatırım kuruluşu sayısının birden fazla olması ve birden fazla yatırım kuruluşu ile çerçeve sözleşme imzalanmış olması, bu yatırım kuruluşlarının yetki ve sorumluluklarına ilişkin belirsizlik yaratabileceğinden, müşteri gizliliğinin sağlanmasında her yatırım kuruluşunun ayrı ayrı sorumlu olduğunun altının çizilmesinin faydalı olacağı açıktır.

2. İşlem Aracılığı

a. Tanım

6362 sayılı Kanun'un 37 nci maddesinin birinci fıkrasının (b) bendinde *“sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi”* olarak tanımlanan işlem aracılığı faaliyeti, sermaye piyasalarında alım satım aracılığı faaliyetinin en bilinen ve en yaygın yönünü teşkil etmektedir. İşlem aracılığı faaliyeti yetki belgesini haiz olan (ya da bunun yanında, en iyi gayret aracılığı, sınırlı saklama faaliyeti ve portföy

yöneticiliği faaliyet izinlerinden biri bulunan) bir aracı kurumun “kısmi yetkili” kategorisinde sınıflandırılması söz konusu olmaktadır.

MiFID II’de işlem aracılığı, 6362 sayılı Kanun md.37’deki kadar detaylı bir düzenleme içermemekte; “emirlerin müşteri hesabına gerçekleştirilmesi” olarak nispeten daha sade bir tanımla düzenlenmektedir. Ancak her halükarda daha geniş bir ifade içeren MiFID II düzenlemesinin ülkemiz mevzuatında ele alınan işlem aracılığını da içerdiği açıktır.

Sermaye piyasalarında işlemlerin yürütülmesinde en önemli husus, emirlerin ilgili piyasaya aktarımının ve gerçekleştirilmesinin sağlanması olup; işlem aracılığı yetkisini haiz bir yatırım kuruluşu bu amaca ulaşmanın doğrudan yollarından bir tanesidir. Zira, işlem aracıları olan bir yatırım kuruluşu, müşterilerinin emirlerini bu emirlerin gerçekleştirileceği piyasaya doğrudan iletme ve gerçekleştirilmesini sağlamaya yetkilidir. Emir iletimine aracılık yetkisini haiz olan bir yatırım kuruluşu, ilgili piyasaya erişimi olmadığından yatırımcı emirlerini başka yatırım kuruluşları aracılığıyla iletirken; işlem aracıları olan bir yatırım kuruluşunun, ilgili piyasaya müşteri emirlerini iletme için başka bir yatırım kuruluşuna ihtiyacı bulunmamaktadır. Ülkemizdeki tek organize piyasa olan Borsa İstanbul örneğinden hareket edilirse, işlem aracılığına yetkili yatırım kuruluşu, Borsa İstanbul’da işlem yapma yetkisini haiz olup; müşterilerinin taleplerini Borsa İstanbul’un sistemine başka bir aracıya ihtiyaç duymaksızın iletilebilmektedir.

İşlem aracılığına ilişkin usul ve esaslar, III-37.1 sayılı Tebliğ’in 16 ve devamı hükümlerinde düzenlenmekte olup; buna göre, işlem aracılığı faaliyeti, müşterilerin sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım satım emirlerinin;

1. Borsalar ya da teşkilatlanmış diğer pazar yerlerine veya

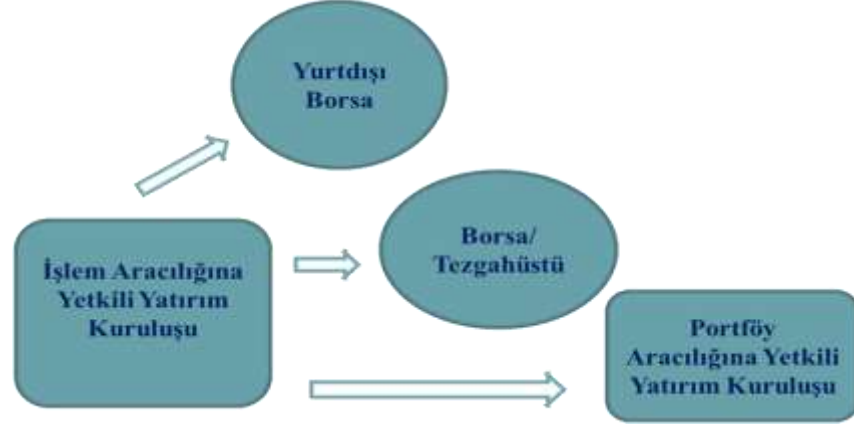
2. 6362 sayılı Kanun'un 37/1/(c) bendi kapsamında portföy aracılığına yetkili bir başka yatırım kuruluşuna ya da

3. Kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere, ilgili ülkede yetkili bir yatırım kuruluşuna ya da borsaya

iletmek suretiyle; müşteri ad ve hesabına ya da kendi adı, müşteri hesabına gerçekleştirilmesini ifade etmektedir.

Görüldüğü üzere burada esaslı unsur, yatırımcıların alım satım emirlerinin bizzat işlem aracı tarafından ilgili piyasada gerçekleştirilmesinin sağlanmasıdır. Emir iletimine aracılıkta “yatırımcı emirlerinin iletilmesi” temel unsur iken, işlem aracılığında sağlanan hizmet bir adım öteye taşınarak, emirlerin iletilmesi yanında “gerçekleştirilmesi” de sağlanmaktadır.

Emirlerin doğrudan ilgili piyasaya iletilmesi yanında, portföy aracılığına yetkili bir yatırım kuruluşuna iletilerek gerçekleştirilmesinin sağlanması da işlem aracılığı faaliyetidir. Esasen, işlem aracılığında hizmetin temelinde emirlerin gerçekleştirilmesi yer aldığından, bu emirlerin Borsa İstanbul'a ya da kendi mülkiyetinde sermaye piyasası aracı bulunan başka bir yatırım kuruluşuna iletilmesi suretiyle gerçekleştirilmesinde herhangi bir hukuki farklılık bulunmamaktadır. Zira her iki halde de işlem aracısına yetkili yatırım kuruluşu, emrin gerçekleştirilmesini sağlayacak olan piyasa ya da portföye doğrudan erişim sağlayabilmektedir.



b. İşlem aracılığı faaliyetinde bulunabilecek yatırım kuruluşları

6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesi uyarınca işlem aracılığı faaliyeti, münhasıran yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilmekle birlikte, banka ve aracı kurumların yürütebilecekleri yatırım hizmet ve faaliyetlerinin SPK tarafından ayrı ayrı düzenlenmesi ve sermaye piyasası aracı bazında bazı ayrımların yapılması söz konusu olmuştur.

Bankaların, ana faaliyet konularını ve temel varlık sebeplerini teşkil etmeyen sermaye piyasalarında, bankacılık faaliyetlerine zarar getirecek riskleri üstlenmelerinin önüne geçmek amacıyla;

- Yatırım ve kalkınma bankalarının, kaldıraçlı işlemler hariç tüm sermaye piyasası araçlarına ilişkin¹²⁷,

- Mevduat ve katılım bankalarının ise kaldıraçlı işlemler, paylar, pay endekslerine dayalı türev araçlar ve paya dayalı türev araçlar hariç diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin

¹²⁷ III-37.1 sayılı Tebliğ'in 17 nci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, yatırım ve kalkınma bankalarının kaldıraçlı işlemler hariç diğer sermaye piyasası araçlarında işlem aracılığı faaliyetinde bulunabilmeleri için, halka açık olmayan bir aracı kurumun yetki belgesini devralmaları gerekmektedir.

işlem aracılığı faaliyetinde bulunmaları mümkündür. Aracı kurumlar ise, kaldıraçlı işlemlere ilişkin bir istisna olmaksızın tüm sermaye piyasası araçlarında işlem aracılığı yapmak üzere yetkilendirilebilirler.

Görüldüğü üzere, emir iletimine aracılık faaliyetinde bankaların paylar ya da pay endekslerine dayalı türev araçlar bakımından faaliyet göstermesinde herhangi bir sakınca görülmemekte birlikte, işlem aracılığında, mevduat ve katılım bankalarına kaldıraçlı işlemler yanında öngörülen diğer bir sınır, paylar ve pay endekslerine dayalı türev araçlar olmaktadır. Buna göre, aracı kurum değil, katılım ya da mevduat bankası müşterisi olan yatırımcıların, bankaları aracılığıyla Borsa İstanbul pay piyasasına ya da pay endekslerine dayalı türev araçlara ilişkin olarak Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'na emir iletmeleri mümkün değildir. Bu yönde işlem yapmak isteyen yatırımcıların, mutlaka yetkili aracı kurumlar nezdinde hesap sahibi olmaları beklenmektedir¹²⁸.

Bu kapsamda, işlem aracılığı faaliyetinde bulunabilecek yatırım kuruluşlarını, sermaye piyasası aracı bazında gösterir tabloya III-37.1 sayılı Tebliğ ekinde şu şekilde yer verilmiştir:

¹²⁸ Bu düzenlemenin altında yatan çıkar çatışmalarının önlenmesi amacıyla yönelik detaylı açıklamalar için bkz. Bölüm II.B.3.e.

Kuruluş/Sermaye Piyasası Aracı	Menkul kıymet		Türev araç	
	Pay	Diğer	Kaldıraçlı işlemler hariç türev araçlar (Borsaya veya portföy aracısına iletilmek üzere)	Kaldıraçlı işlemler
Aracı Kurum	+	+	+	+
Mevduat ve Katılım Bankası	-	+	+ (pay endekslerine ya da paya dayalı olanlar hariç)	-
Kalkınma ve Yatırım Bankası	+	+	+	-

Bu hususun yanında, III-39.1 sayılı Tebliğ'in 18 inci maddesinde, yatırım kuruluşlarına işlem aracılığı yetki belgesi verilmesinin özel bir şartı, bu yatırım kuruluşunun sınırlı saklama yetki belgesini haiz olmasıdır. Anılan Tebliğ'in 59 uncu maddesinde tanımlanmış olan sınırlı saklama hizmeti özetle, yatırım kuruluşlarının bizzat alım satımına aracılık ettikleri müşterilerinin sermaye piyasası araçlarına ilişkin kayıtların tutulması ve takibi olarak tanımlanabilecektir. SPK tarafından sınırlı saklama hizmetinin işlem aracılığı faaliyetinin özel şartı olarak sayılmasındaki amaç, alım satım aracılığı yapan yatırım kuruluşunun bizzat müşterilerinin malvarlığına ilişkin kayıtları tutmasının sağlanmasıdır. Zira aksi halde, bir işlem aracısı ile doğrudan ilgili piyasada alım satım gerçekleştiren yatırımcının malvarlığındaki sermaye piyasası araçlarının kayıtları herhangi bir yatırım kuruluşu nezdinde tutulamayacak; bir tek MKK nezdindeki merkezi saklama kayıtlarının dikkate alınması söz konusu olacaktır.

c. İşlem Aracılığı Faaliyetinin Yürütülmesine İlişkin İlke ve Esaslar

III-37.1 sayılı Tebliğ’de diğer yatırım hizmet ve faaliyetleri bakımından yapıldığı gibi, yatırım kuruluşlarının işlem aracılığı faaliyetini yürütürken uymaları gereken usul ve esaslar da düzenleme altına alınmıştır.

Tebliğ’in 19 uncu maddesine göre öncelikle, işlem aracı yatırım kuruluşu, müşterisinin emirlerini, emir gerçekleştirme politikası, çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü, özen ve sadakat borcu çerçevesinde kabul ederek yerine getirecektir. III-39.1 sayılı Tebliğ uyarınca yatırım kuruluşlarının faaliyetlerini *“müşteri ile imzalanan çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü ile özen ve sadakat borcu çerçevesinde yürütmeleri”* faaliyetleri esnasında uymaları gereken ilke ve esasların başında gelmektedir. Tüm yatırım kuruluşlarının uymaları gereken faaliyet ilke ve esasları arasında düzenlenen bu yükümlülüğe ayrıca işlem aracılığına ilişkin usul ve esaslarda yer verilmiş olmasının gerekliliği sorgulanabilir olmakla birlikte; tekrarlanan bu hükümlerin, özellikle aracı kurumların temel varlık sebeplerinden birisi olan alım satım aracılığının ana hareket alanı olan işlem aracılığına atfedilen önemin bir göstergesi olarak kabul edilmesi de mümkündür. 6362 sayılı Kanun’un 37 nci maddesinde de *“sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi”* olarak ele alınan işlem aracılığının hukuki niteliğinin tespitinde şüphesiz özen ve sadakat borcunun da önemli rol oynaması söz konusu olmaktadır.

Tebliğ’in usul ve esaslara ilişkin hükmünde ayrıca, müşterilerin borsada işlem yapmayı gerektiren emirlerinin, ilgili mevzuatta belirlenen esaslar çerçevesinde alınıp yerine getirileceği de hükme bağlanmıştır. Esasen bu düzenlemenin özen ve

sadakat borcu çerçevesinde hareket yükümlülüğünün bir yansıması olarak kabul edilmesi de mümkündür. Zira, yatırım kuruluşunun Borsa İstanbul'a ileteceği emirlerde, Borsa İstanbul'un yönerge ve genelgelerini gözeterek hareket etmesi, müşterilere karşı olan bu temel özen ve sadakat borcunun bir gereği olacaktır.

İşlem aracılığı faaliyeti tanımlanırken, bir görünümünün de müşteri emirlerini portföy aracılığı yapan başka bir yatırım kuruluşuna iletmek olduğu ifade edilmişti. III-39.1 sayılı Tebliğ'in 19 uncu maddesinde bu tür bir işlem aracılığı faaliyetine ilişkin usul ve esasların da düzenlenmesi söz konusu olmuş; buna göre, işlem aracı ile portföy aracısının tarafların hak ve yükümlülüklerini içeren bir sözleşmeyi kendi aralarında imzalaması, müşterilere ait hesap ve işlemleri işlem aracısının kendi nezdinde müşteri adına izlemesi, ayrıca, müşteri emirlerini kendi hesabına veya ilişkili kişilerin hesabına verilen aynı fiyatlı emirlerden öncelikli olarak yerine getirmesi gerekmektedir. *“Müşteri emirlerinin kendi hesabına veya ilişkili kişilerin hesabına verilen aynı fiyatlı emirlerden öncelikli olarak yerine getirilmesi”* yükümlülüğünün, işlem aracı ve portföy aracı olarak iki farklı yatırım kuruluşunun bulunduğu bu ilişkide, hangi yatırım kuruluşuna yüklendiği hususu Tebliğ hükmünde açıkça ifade edilmemekle birlikte, yatırımcıların yalnızca işlem aracı olan yatırım kuruluşu ile sözleşme ilişkisi içerisinde bulunduğu ve portföy aracı konumundaki yatırım kuruluşunun söz konusu müşterilere karşı sözleşmeden doğan bir sorumluluğunun bulunmadığı gözetildiğinde, bu yükümlülüğün işlem aracı olan yatırım kuruluşuna yüklendiği söylenebilecektir. Buna göre, işlem aracı tarafından portföy aracısına emir iletilmesi durumunda, bu emirlerin portföy aracısının mülkiyetinde bulunan sermaye piyasası araçlarından gerçekleştirildiği gözetildiğinde, işlem aracısının hem kendisi ya da ilişkili tarafı için, hem de

müşterisi için portföy aracısına aynı fiyatlı emir iletmesi durumunda, müşteri emirlerinin yatırım kuruluşunun kendisi/ilişkili tarafı için iletilen emirlerden öncelikli olarak gerçekleştirilmesi gerekecektir. Esasen bu kural, III-39.1 sayılı Tebliğ uyarınca tüm yatırım kuruluşları bakımından doğan çıkar çatışmasının önlenmesi yükümlülüğünün bir yansıması olarak kabul edilebilecektir. Zira yatırım kuruluşlarının müşterinin çıkarını gözetmesi, bu amaç doğrultusunda müşterileriyle olan ilişkilerinde kendisi, ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla ilişkili kişiler ile müşterileri arasında doğabilecek çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik tedbirleri alması zorunluluk arz etmektedir. Bu doğrultuda hareket eden işlem aracısı yatırım kuruluşu da, aynı fiyatlı olmaları halinde, kendisi ya da ilişkili tarafının emirlerinden önce müşterisinin emirlerini gerçekleştirmekle yükümlü olmaktadır.

İşlem araçları için öngörülen diğer bir faaliyet esası, müşterilerin emirlerinin gizliliğini koruma yükümlülüğüdür. Buna göre, müşteriye ait emir bilgileri herhangi bir üçüncü şahsa, müşteri aleyhine ve üçüncü şahıs lehine sonuç yaratacak şekilde, müşterinin bilgisi olmaksızın aktarılamayacaktır.

III-39.1 sayılı Tebliğ'in 19 uncu maddesinde öngörülen diğer bir esas ise, kaldıraçlı alım satım işlemlerinde işlem aracılığına yönelik olup; kaldıraçlı işlemlerde yatırımcıların korunmasına yönelik en önemli adımlardan birini içermektedir. Buna göre, yatırım kuruluşu müşterilerine kaldıraçlı işlem yapmak amacıyla yatırılan teminat tutarının üzerinde bir kayba uğrayacak şekilde işlem yaptıramayacak; piyasa koşulları gibi herhangi bir sebeple, müşteri zararının yatırdığı teminat tutarını aşması halinde, aşan tutar müşteriden talep edilemeyecektir.

3. Portföy Aracılığı

a. Tanım

Alım satım aracılığının son görünümü olan portföy aracılığı, 6362 sayılı Kanun ve ilgili mevzuat kapsamında ülkemiz sermaye piyasalarına kazandırılmış bir kavram olup; mezkur Kanun'un 37/I/(c) hükmünde “*sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alımı ve satımı*” olarak tanımlanmıştır.

MiFID II Direktifi'nde “*dealing on own account*” olarak ele alınan portföy aracılığı, AB Hukukunda da yatırım kuruluşlarınca müşteri emirlerinin kendi hesabından gerçekleştirilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yatırım kuruluşları, ticari amaçlar doğrultusunda finansal faaliyetler gerçekleştiren, banka ya da aracı kurum sıfatlarını haiz olan birer anonim ortaklık olduğundan, tüzel kişilikleri bünyesinde kendi malvarlıklarına sahiptir. Malvarlıklarında bulunan sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara karşı alım satımı ise yatırım hizmet ve faaliyeti kapsamına girerek, SPK düzenlemelerine tabi olmaktadır. Keza daha önce ihraç edilmiş bulunan sermaye piyasası araçlarının yalnızca Borsa İstanbul gibi organize piyasalarda satımı zorunluluğu bulunmadığından, yatırıma konu edilecek araçların yetkili yatırım kuruluşlarının portföylerinden doğrudan satın alınmasında herhangi bir engel bulunmamaktadır.

Portföy aracılığı faaliyetinin ilgili ikincil düzenlemedeki tanımı konuyu açıklığa kavuşturmaya elverişlidir. III-37.1 sayılı Tebliğ'in 21 inci maddesinde portföy aracılığı, yatırım kuruluşlarının müşterilerin sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım veya satım emirlerini karşı taraf olarak yerine getirmesi faaliyeti olarak ele alınmıştır. Buna göre, yatırımcı bir sermaye piyasası aracına ilişkin alım emri verdiğinde, yatırım kuruluşu kendi portföyünde bulunan bu sermaye piyasası aracı

bakımından satıcı konumunda yer alarak, müşterisi olan yatırımcı ile alım-satım ilişkisine girecektir. Bu tür bir faaliyette bulunan yatırım kuruluşu, aracılık işleminden dolayı bir komisyondan ziyade, alım satım arasındaki fiyat farkından faydalanmaktadır¹²⁹.

2499 sayılı mülga Kanun döneminde portföy aracılığı kavramı yer almamakla birlikte, mezkur Kanun'un 30 uncu maddesinde "*sermaye piyasası araçlarının 31'inci madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımı*" olarak tanımlanan aracılık kavramı içerisinde esasen portföy aracılığına da yer verilmiş bulunmaktadır. Zira portföy aracılığında yatırım kuruluşu, müşterisine karşı kendi nam ve hesabına sermaye piyasası aracı alım ya da satımı faaliyetini gerçekleştirmektedir. Ancak, mülga Kanun'daki tanımda yer alan "*kendi nam ve hesabına alım satım*" ifadesi doktrinde eleştirilmiştir. Zira, sermaye piyasası araçlarının aracı kurumlar tarafından kendi nam ve hesaplarına alım satımı, kar elde etmeye yönelik bir ticari faaliyet olarak nitelendirilmiş; aracı kurumun kendi uhdesindeki bir sermaye piyasası aracını sattığı veya kendi nam ve hesabına sermaye piyasası aracı satın aldığı bu durumun bir aracılık faaliyeti olarak nitelendirilmesi mümkün görülmemiştir¹³⁰. 6362 sayılı Kanun'da portföy aracılığı faaliyetinin karşılığı olarak kullanılan "*sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı*" ifadesi ve hatta III-37.1 sayılı Tebliğ'deki "*yatırım kuruluşlarının müşterilerin sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım veya satım emirlerini karşı taraf olarak yerine getirmesi*" şeklindeki tanım ise, mülga mevzuatta yer alan tartışmalı

¹²⁹ Ünal, s.77.

¹³⁰ Çetin, N./Töremiş, H.E.: "Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XII Y.2008, Sa.1-2.; İnceoğlu, s.27.

tanıma kıyasla daha yerinde olarak değerlendirilebilecektir. Zira bu yeni tanımında, yatırım kuruluşlarının yalnızca kendi malvarlıklarında fayda yaratmak adına kendi nam ve hesaplarına sermaye piyasası işlemi yapmasının aracılık faaliyeti olarak ele alınmasının önüne geçilerek, müşterilerine karşı kendi malvarlıklarından sermaye piyasası alımı satımı yapmalarının aracılık faaliyeti sayılacağı vurgulanmış olmaktadır.

Ülkemiz uygulamasında portföy aracılığı faaliyeti yaygın olarak kaldıraçlı işlemler bakımından uygulama alanı bulmaktadır. Borsa İstanbul gibi organize ve teşkilatlanmış bir piyasası bulunmayan KAS sözleşmeleri, aracı kurumların müşterilerine göre karşı taraf oldukları işlemlerle alım satım konu olmakta; aracı kurumlar portföylerinde bulunan sözleşme konusu döviz ya da emtiayı müşterilerine satmakta ya da onlardan bunları satın almaktadır. Kaldıraçlı işlemlere ilişkin platformlar aracılığıyla gerçekleştirilen bu alım-satım işlemlerinde fiyatın ne şekilde belirleneceği ve çıkar çatışmalarının ne yolla çözüme kavuşturulacağı hususları önem kazandığından, portföy aracılığına ilişkin usul ve esasların kaldıraçlı işlemler bakımından daha detaylı düzenlemeye tabi tutulması söz konusu olmuştur.

b. Portföy Aracılığı ve Tezgahüstü (Over the Counter) Piyasalar

Finansal piyasalar oluşumları itibariyle teşkilatlanmış piyasalar ve tezgahüstü (OTC) piyasalar olmak üzere iki şekilde örgütlenmektedir. Bunlardan teşkilatlanmış piyasalar, merkezi bir organize yapı altında, karşılıklı arz ve talebin ilgili otoritelerce belirlenmiş işlem kurallarına ve özelliklerine uyularak karşılaştırılıp işlemlerin fiziksel bir alanda yapıldığı yerler iken; tezgahüstü piyasalar merkezi ve organize

olmayan piyasalar olup işlemler taraflar arasında karşılıklı anlaşma yoluyla gerçekleştirilir. Ülkemiz örneğinde Borsa İstanbul teşkilatlanmış bir sermaye piyasasının tek örneği olup; çeşitli pazarlardan oluşan Borsa İstanbul nezdinde işlemler 6362 sayılı Kanun ve SPK tebliğlerinde öngörülen düzenlemeler ile ilgili borsa tarafından hazırlanan ayrıntılı yönetmelikler çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Keza 6362 sayılı Kanun'un tanımlara ilişkin 3 üncü maddesinde borsa kavramı, anonim ortaklık şeklinde kurulan, sermaye piyasası araçları, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Kurulca uygun görülen sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin, serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde alınıp satılmasını sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere işletilen; alım ve satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getiren veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştıran; 6362 sayılı Kanun'a uygun olarak düzenli faaliyet gösteren pazar yeri olarak tanımlanmış bulunmaktadır.

Tezgahüstü piyasalar ise bu tanım çerçevesinde kurulmuş ve teşkilatlanmış bir borsa dışında yapılan işlemleri kapsayan, 6362 sayılı Kanun kapsamında düzenli faaliyet gösteren bir pazar yeri niteliğini haiz olmayan borsa dışı piyasalardır. Organize olmayan bu piyasalarda, alıcı ve satıcı tarafların karşılıklı anlaşmaları ve aralarındaki sözleşme hükümlerine göre işlemler gerçekleştirilmekte; borsaya kote edilmemiş menkul kıymetlerin alım satımı tezgahüstü piyasalarda yapılmaktadır. Bununla birlikte, borsaya kote menkul kıymetler de zaman zaman tezgahüstü piyasalarda alım satıma konu olabilmektedir. Diğer bir deyişle, tezgahüstü piyasalarda işlemler, iki tarafın karşılıklı anlaşmaları ile gerçekleşen ve standart olmayan işlemlerdir. Bu piyasalarda sözleşmelerin büyüklükleri ve bunun gibi çeşitli sözleşme detayları tarafların ihtiyaçları doğrultusunda kendi aralarında belirlenirken,

Borsa İstanbul gibi organize piyasalarda standart sözleşmeler işlem görmekte ve sözleşme detayları borsa tarafından önceden belirlenmektedir.

Tezgahüstü piyasaların ya da işlemlerin tanımına 6362 sayılı Kanun'da yer verilmemekle birlikte, ikincil düzenleme olan III-37.1 sayılı Tebliğ'in 3/I/(n) bendinde tezgahüstü piyasa kavramı "*borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında kalan piyasalar*"; tezgahüstü işlem ise "*borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında kalan piyasalarda gerçekleştirilen işlem*" olarak hüküm altına alınmıştır. Mezkur Tebliğ'e göre, yatırım kuruluşlarının kural olarak Borsa İstanbul nezdinde işlem gören sermaye piyasası araçlarını tezgahüstü şekilde alım-satıma konu etmesi mümkün olup; kaldıraçlı işlemlerin ise herhangi bir organize piyasada işlem görmemeleri nedeniyle tezgahüstü işlemlere tabi tutulması esastır.

Portföy aracılığında, alım-satım işleminin bir tarafını oluşturan yatırım kuruluşu, 6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesi kapsamında ticari ve mesleki bir faaliyet olarak, işlemin karşı tarafı olan müşterisine sermaye piyasası aracı satmakta ya da ondan sermaye piyasası aracı satın almaktadır. Taraflar bu alım-satım işlemini, SPK tarafından belirlenmiş portföy aracılığına ilişkin usul ve esaslara uygun olarak, çerçeve sözleşmede belirlenen esaslar çerçevesinde gerçekleştirmekte; alım-satıma konu sermaye piyasası aracının fiyatı da taraflar arasında belirlenmektedir. Diğer bir deyişle, portföy aracı olan yatırım kuruluşu, işleme konu sermaye piyasası aracının organize bir piyasadaki alınmasına aracılık etmeksizin, kendi portföyünde bulunan bu sermaye piyasası aracını işleme konu etmektedir. Dolayısıyla, portföy aracılığı esasen tezgahüstü piyasa işlemlerinin bir görünümü olarak karşımıza çıkmaktadır.

Keza portföy aracılığı faaliyeti bakımından 6362 sayılı Kanun ile getirilen önemli bir yenilik, bankalar tarafından yıllardır yürütülen ve sermaye piyasası

mevzuatı kapsamında sayılmayan tezgahüstü türev araç işlemlerinin, portföy aracılığı faaliyeti çatısı altında mevzuat kapsamına alınması olarak kabul edilmektedir¹³¹. Bankalar, kaldıraçlı işlemler ve paylara dayalı türev araçlar hariç olmak üzere, tezgahüstü türev araçlarda portföy aracılığı gerçekleştirebilecektir.

c. Portföy Aracılığı Faaliyetinde Bulunabilecek Yatırım Kuruluşları

III-37.1 sayılı Tebliğ'in 22 nci maddesinde portföy aracılığında bulunabilecek yatırım kuruluşları düzenlenerek, aracı kurum ve bankalar bakımından bir ayrıma gidilmiştir.

Yukarıda işlem aracılığına ilişkin açıklamalarda yer verildiği gibi, bankaların ana faaliyet konularını ve temel varlık sebeplerini teşkil etmeyen sermaye piyasalarında, bankacılık faaliyetlerine zarar getirecek riskleri üstlenmelerinin önüne geçmek amacıyla;

- Yatırım ve kalkınma bankalarının, kaldıraçlı işlemler hariç tüm sermaye piyasası araçlarına ilişkin¹³²,

- Mevduat ve katılım bankalarının ise kaldıraçlı işlemler, paylar ve paylara dayalı türev araçlar hariç diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin

portföy aracılığı faaliyetinde bulunmaları mümkündür. Aracı kurumlar ise, kaldıraçlı işlemlere ilişkin bir istisna olmaksızın tüm sermaye piyasası araçlarında portföy aracılığı yapmak üzere yetkilendirilebileceklerdir.

¹³¹ Çetin, Bankalar, s.726.

¹³² III-37.1 sayılı Tebliğ'in 17 nci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, yatırım ve kalkınma bankalarının kaldıraçlı işlemler hariç diğer sermaye piyasası araçlarında işlem aracılığı faaliyetinde bulunabilmeleri için, halka açık olmayan bir aracı kurumun yetki belgesini devralmaları gerekmektedir.

Buna göre, III-37.1 sayılı Tebliğ'in 2 numaralı ekinde, portföy aracılığında bulunabilecek kuruluşlar, sermaye piyasası araçları bazında aşağıdaki tablo ile gösterilmiştir

Kuruluş/Sermaye Piyasası Aracı	Menkul kıymet		Türev araç	
	Pay	Diğer	Kaldıraçlı işlemler hariç türev araçlar (tezgahüstü piyasada gerçekleştirilmek üzere)	Kaldıraçlı işlemler
Aracı Kurum	+	+	+	+
Mevduat ve Katılım Bankası	-	+	+(paya dayalı olanlar hariç, pay endekslerine dayalı dahil)	-
Kalkınma ve Yatırım Bankası	+	+	+	-

Bununla birlikte, SPK İlke Kararı ile çıkarılan Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına ilişkin Rehber¹³³ hükümlerine bakıldığında, Borsa İstanbul nezdinde işlem gören paylar ve paylara dayalı türev araçlar üzerinde portföy aracılığı faaliyeti yapılması tüm yatırım kuruluşları bakımından yasaklanmıştır. Konsantrasyon kuralı olarak adlandırılan bu uygulama ile yatırım kuruluşlarının, müşterilerinin Borsa İstanbul nezdinde işlem gören paylar ve paylara dayalı türev araçlar ile ilgili müşteri emirlerini karşı taraf olarak yerine getirmeleri engellenmiş; bunlara ilişkin emirlerin mutlaka emir iletimine aracılık ya da işlem aracılığı faaliyetleri kapsamında Borsa İstanbul pay piyasasına iletilmesi zorunlu kılınmıştır¹³⁴.

¹³³ 6362 sayılı Kanun'un 128 inci maddesinde SPK'nın görev ve yetkileri sıralanmakta ve SPK'nun bu yetkilerini düzenleyici işlemler tesis ederek ve özel nitelikte kararlar alarak kullanacağı düzenlenmektedir. 6362 sayılı Kanun'da bu yönde bir sınırlama olmamakla birlikte portföy aracılığı faaliyetinin paylar ve paylara dayalı türev araçlarda yasaklanmasının bir Kurul İlke Kararı ile getirilmesi hususunun eleştirilmesi mümkündür. Ancak 6362 sayılı Kanun'un 37 nci maddesinin SPK'ya Kurul kararı ile yeni yatırım hizmet ve faaliyetleri belirleme yetkisi verdiği ve Kanun'da düzenlenmiş yatırım hizmet ve faaliyetlerinin düzenlenmesi yetkisinin halihazırda SPK'da olduğu gözetildiğinde, portföy aracılığı yetkisinin SPK İlke Kararı ile sınırlandırılmasının hukuken mümkün olduğu düşünülmektedir.

¹³⁴ Çetin, Bankalar, s.719.

Aracı kurumlar ve bankalar bakımından portföy aracılığı yapılabilecek sermaye piyasası araçlarının ayrıştırılması işlem aracılığı faaliyetine göre daha da anlamlı olmaktadır. Zira portföy aracılığı, herhangi bir piyasaya müşteri emirlerinin iletilmesi yerine doğrudan kendi portföylerinden alım satım yapılması dolayısıyla, çıkar çatışmalarını ve piyasa risklerini daha çok bünyesinde barındıran bir aracılık türü olarak kabul edilebilecektir. Keza portföy aracılığı yetki belgesini haiz olmak için gerekli asgari sermaye yükü de emir ve işlem aracılığına göre artmakta; portföy aracılığında aranan özel şartlar diğer aracılık türlerine kıyasla ağırlaştırılmaktadır. Doktrinde de bankaların belli aracılık faaliyetlerinde bulunamamalarının nitelik ve görevlerine uygun düşen bir çözüm olduğu; aracı kurumların çeşitli şekillerde sermaye piyasası araçlarının alım satımı ile uğraştıkları; söz edilen bu uğraşın bankalara yabancı olduğu savunulmaktadır¹³⁵.

d. Portföy Aracılığı Faaliyetinin Yürütülmesine İlişkin İlke ve Esaslar

III-37.1 sayılı Tebliğ'in 24 üncü maddesinde, işlem aracılığı için belirlenen ilke ve esaslara ek olarak, portföy aracılığı için bazı usuller öngörülmüştür.

Söz konusu hükümlere bakıldığında, işlem aracılığı için ele alınan müşteri emrini en iyi şekilde yerine getirme, özen ve sadakat yükümlülüğü gibi usul ve esaslara ek olarak, işlemlerin gerçekleştirileceği fiyatların genel piyasa koşulları ve gerçeğe uygun değerleri ile uyumlu olarak, nesnel bir biçimde belirlenmesi gerektiğinin düzenlendiği görülmektedir.

¹³⁵ Tekinalp, Ü.: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul, 1982, s.86. (Sermaye Piyasası); bu fonksiyonel ayrımların altında yatan çıkar çatışması önleme amacına ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. Bölüm II.B.3.e.

Portföy aracılığı faaliyetinde, diğer alım satım aracılığı türlerinden farklı olarak çıkar çatışması unsurunun belirgin şekilde yatırımcıların aleyhine işlediği söylenebilecektir. Bir hizmet sağlayıcının, bu hizmetin en etkin şekilde sunulması için gereken bilgiyi kötüye kullanmasına yol açacak şekilde, hizmeti sunduğu kişi ile çatışan menfaatlerinin olması durumu olan çıkar çatışmasının¹³⁶, sözleşmenin karşı tarafı konumunda bulunan yatırımcı ve portföy aracıları arasında ortaya çıktığında şüphe bulunmamaktadır. Bu nedenle, sermaye piyasası mevzuatı, portföy aracılığı hizmeti sunan yatırım kuruluşları bakımından özel ilkeler öngörmüştür. Bunlardan biri, portföy aracılığı biriminin yöneticisinin münhasıran istihdam edilmesi gerekliliğidir¹³⁷. Bu münhasırlığın, portföy aracılığı birimine atfedilen stratejik önem bakımından gerekli olduğu söylenebileceği gibi; bu durumun altında yatan temel amacın portföy aracılığı gibi çıkar çatışmasının yüksek olduğu bir birimde çin seddi etkisi yaratmak olduğu düşünülmektedir¹³⁸.

Bunun yanında portföy aracılığı yürüten yatırım kuruluşunun bu faaliyetine özgülenmiş bir risk yönetim birimi oluşturması zorunludur.

Portföy aracılığı faaliyetinde yatırım kuruluşları tarafından müşteri emirlerinin karşı taraf olarak yerine getirilmesi nedeniyle, yatırım kuruluşu ve müşterinin araya objektif şekilde fiyatların belirlendiği organize bir piyasa olmaksızın karşı karşıya geldikleri görülmektedir. Bu durum da ekonomik açıdan üstün konumda bulunan yatırım kuruluşlarının kendi malvarlıklarında bulunan sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını kendi lehlerine, müşteri aleyhine belirleyebilme imkanını ortaya çıkardığından, yatırımcıların portföy aracılarına karşı ayrı bir özenle korunması gereği doğmaktadır. Portföy aracılığında işleme konu edilen sermaye piyasası

¹³⁶ Crockett/Harris/Mishkin/White, s.5.

¹³⁷ III-37.1 sayılı Tebliğ, md.23/1/(ç).

¹³⁸ "Chinese Wall" yani çin seddi uygulamasına ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. Bölüm II.B.4.e.

araçlarının fiyatlarının belirlenmesinde nesnel davranılmasına yönelik kural da bu zorunluluğun bir uzantısı olarak karşımıza çıkmakta; aksi bir durumun tespiti SPK tarafından yaptırıma tabi tutulmaktadır.

C. Alım Satım Aracılığı Sözleşmelerinin Türk Hukuku Bağlamında Değerlendirilmesi

1. Alım Satım Aracılığı Çerçeve Sözleşmesinin Hukuki Niteliği

III-39.1 sayılı Tebliğ'in 26 ncı maddesinde yatırım kuruluşları tarafından müşterileriyle işlem yapmaya başlamadan önce, sunulacak faaliyet ve hizmete ilişkin yazılı bir sözleşme yapılmasının zorunlu olduğu; bu sözleşmenin yatırım kuruluşuyla müşterileri arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin¹³⁹ esasını oluşturan bir “*çerçeve sözleşme*” olduğu hüküm altına alınmıştır. Böylece Tebliğ'in deyiimiyle “*başlangıçta bir kez akdedilen*” bu çerçeve sözleşmeyi takiben, sözleşmenin tarafı olan yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının alım satımını değişik zamanlarda ve sürekli olarak yapması halinde, her münferit alım satım için müşterisiyle ayrı bir yazılı sözleşme akdetmeyecek; başlangıçta yaptığı çerçeve sözleşme yeterli olacaktır¹⁴⁰. Bu bakımdan çerçeve sözleşme, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasındaki her bir bireysel sözleşmenin rehberi ve hatta taraflar arasındaki anlaşmanın anayasası niteliğinde olacaktır¹⁴¹.

¹³⁹ Münferit işlemler ile kast edilenin, yatırım kuruluşunun ilgili mevzuattaki esaslar çerçevesinde müşterilerden gelen alım satım emirlerini kabul etmesi olduğu belirtilmektedir. Bkz. Çetin/Töremiş, dn.11.

¹⁴⁰ Ünal, s.222.

¹⁴¹ Şen Doğramacı, H.: Çerçeve Sözleşmeler, Doktora Tezi, 2010, s.48.

Alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinin hukuki niteliğine yönelik olarak doktrinde birçok farklı görüş bulunmaktadır¹⁴². Yaygın bir görüş¹⁴³, yatırım kuruluşunun alım satım aracılığı hizmeti verirken yatırımcı ad ve hesabına hareket etmesi durumunda iç ilişkide vekalet, dış ilişkide ise doğrudan temsil hükümlerinin; kendi adına, yatırımcı hesabına hareket etmesi halinde ise iç ilişkide komisyonculuk, dış ilişkide dolaylı temsil hükümlerinin uygulama alanı bulacağını savunmaktadır.

İkinci bir görüşe göre¹⁴⁴, yatırımcılar ve yatırım kuruluşları arasında yapılan çerçeve sözleşmeler ile bu sözleşmeyi takiben yapılan bireysel sözleşmelerin hukuki niteliklerinin birbirinden ayırt edilmesi gerekmektedir. Buna göre, yatırım kuruluşları bir yandan yatırımcılar ile bir çerçeve sözleşme yaparak, sürekli bir borç ilişkisi kurmakta; diğer yandan bu çerçeve sözleşmelere dayanan bireysel sözleşmeler yaparak müşteri emirlerini piyasada gerçekleştirmektedirler. Yatırım kuruluşunun, çerçeve sözleşmeden kaynaklanan asli borcunun bu bireysel sözleşmeleri akdetmek olduğu gözetildiğinde; alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinin bir vekalet sözleşmesi niteliğini haiz olması söz konusudur. Bireysel sözleşmeler ise kimin namına hareket edildiğine göre farklılık göstermekte; yatırım kuruluşu kendi namı, müşterisi hesabına hareket ederse komisyonculuk; müşterisi nam ve hesabına hareket ederse vekalet sözleşmesinin hükümleri uygulama alanı bulmaktadır.

¹⁴² Doktrindeki görüşlerin hemen hepsi 2499 sayılı mülga Kanun ve ona bağlı olarak çıkarılan ikincil düzenlemelere yöneliktir. Söz konusu düzenlemelerde alım satım aracılığı, emir, işlem ve portföy aracılığı olarak üçlü bir yapıyla ele alınmamakla birlikte; aracı kurumların kendi nam ve hesabına, müşteri nam ve hesabına, kendi namına ve müşteri hesabına aracılık yapması olarak ayrıldığından, temelde farklı bir durum ortaya çıkmamaktadır.

¹⁴³ Ünal, s.78; Manavgat, Aracı Kurumlar, s.85; Sümer, s.63; Tekinalp, Sermaye Piyasası, s.93; Ayhan, H.E.: Borsada Hisse Senedi Alım Satım Sözleşmesi ve Hakkın İntikali, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2008, s.23; Kaytaç, s.122.

¹⁴⁴ İnceoğlu, s.146; Seçer, Ö.: Alım Satım Komisyonculuğu Sözleşmesi, Vedat Yay., İstanbul 2013, s.38.

Üçüncü görüş¹⁴⁵, alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinin içeriğine doğrudan müdahale eden mevzuat hükümlerinin bulunduğunu; SPK'nın bu sözleşmelerin asgari içeriklerini belirlediğini ve yatırım kuruluşlarına yalnızca müşteri emirlerinin gerçekleştirilmesinden ziyade çeşitli yükümlülükler yüklediğini gerekçe göstermek suretiyle, alım satım aracılık sözleşmesinde TBK'da düzenlenen sözleşme tiplerinin kanuni unsurlarının, mevzuatta öngörülmeyen bir şekilde bir araya getirilmesi suretiyle, alım satım aracılığı denen yeni bir sözleşme türü ortaya çıkarıldığını; bu nedenle bu sözleşmeye vekalet denmesinin doğru olmadığını, alım satım aracılığı sözleşmesinin bir karışık muhtevalı bir iş görme sözleşmesi olduğunu öne sürmektedir.

Değerlendirmelerden önce, temsil ve vekalet ilişkilerine borçlar hukuku bağlamında bakılmasında fayda vardır. Bir başkası adına üçüncü kişilerle hukuki işlem icra etme halinde temsil ilişkisi söz konusu olup; bu ilişki TBK'nın 40 ila 48 inci maddeleri arasında düzenlenmiştir. Bu hükümler uyarınca, bir kişinin sahip olduğu temsil yetkisine dayanarak, başkası nam ve hesabına işlem yapması durumunda doğrudan temsil; kendi namı, başkası hesabına işlem yapması halinde ise dolaylı temsil söz konusu olmaktadır.

TBK bağlamında özel bir borç ilişkisi olan vekalet sözleşmesi ise, temsil ile çok yakından ilişkilidir. TBK'nın 502 ila 514 üncü maddeleri arasında düzenlenen vekalet sözleşmesi, "*vekilin vekalet verenin bir işini görmeyi veya işlemini yapmayı üstlendiği sözleşme*" olarak tanımlanmıştır. Bu ve devamında yer alan hükümler bir arada değerlendirildiğinde vekalet sözleşmesinin tanımı, vekilin sözleşme ile belirlenen işi görmeyi veya işlemi yapmayı borçlandığı ve vekilin yerine getireceği

¹⁴⁵ Çetin/Töremiş, s.94; Çetin, N.: Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemlerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 2004, s.15-16 (Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemleri).

edimin kanun hükümleriyle düzenlenen akitlerden herhangi birinin konusuna girmediği¹⁴⁶, buna karşılık ancak sözleşmede kararlaştırılmış ya da teamülün gerektirdiği durumlarda vekilin ücrete hak kazandığı¹⁴⁷, taraflar arasında sürekli bir borç ilişkisi yaratan¹⁴⁸ bir sözleşme olarak yapılabilecektir¹⁴⁹.

Vekilin hukuki fiilleri, vekalet verenin namına ve hesabına yapması durumunda doğrudan temsilci olarak; kendi namı, vekalet veren hesabına yapması durumunda ise dolaylı temsilci olarak hareket etmesi söz konusu olmaktadır¹⁵⁰. Dolaylı temsil içeren vekalet türüne inançlı vekalet de denmektedir. Birbiri ile son derece iç içe geçmiş gibi görünen vekalet ve temsil ilişkilerinin de önemli farklılıkları bulunmakta olup; bunlar, vekaletin iç ilişkiye, temsilin ise dış ilişkiye yönelik olması; vekaletin bir hukuki yüküm doğurması, temsilin ise bir hak bahşetmesi; vekaletin bir sözleşme olması, temsilin ise tek taraflı bir hukuki işlemle verilmesidir. Vekalet sözleşmesinde önemli olan, iş görmenin başkasına ait olması ve onun menfaatine yapılmasıdır. Ancak işin görülmesinde vekilin de işi görülen kimsenin yanında menfaatinin bulunması, vekalet sözleşmesinin meydana gelmesini engellemez. Vekaletin ücretli olarak uygulanması da bu duruma iyi bir örnektir.

Borçlar kanunu sistematığı içinde kural olarak tek tarafa borç yükleyen ya da eksik iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme olarak kabul edilen vekalet

¹⁴⁶ Örneğin bir sözleşme kurulmasına imkan sağlamak veya sözleşmenin kurulmasına aracılık etmek, TBK'da "*simsarlık*" olarak tanımlandığından, vekalet veren hesabına sözleşme kurulmasına aracılık edilen bir durumda vekalet sözleşmesinden değil, simsarlıktan söz edilmesi gerekecektir. Keza bu türlü bir aracılık hali, kanunda ayrı bir sözleşmenin konusuna girmektedir. Ancak her halükarda simsarlık sözleşmesinde de vekalet sözleşmesi hükümleri uygulanacaktır.

¹⁴⁷ Ücret verilmesinin sözleşmede kararlaştırılması yanında, teamülen söz konusu olduğu durumlar arasında bankacılık sözleşmeleri de bulunmaktadır. Bkz. Yavuz/Acar/Özen: Borçlar Hukuku Dersleri Özel Hükümler, Beta Yay., İstanbul 2016, s.635.

¹⁴⁸ Doktrinde yüklenilen iş veya hizmetin türüne göre ani edimli bir sözleşme olarak kurulabileceği yönünde görüşler de vardır. Bkz. Gümüş, M. A.; Borçlar Hukuku Özel Hükümler Cilt II, Vedat Yay. İstanbul 2014, s.123.

¹⁴⁹ Yavuz/Acar/Özen, s.628.

¹⁵⁰ Yavuz/Acar/Özen, s.630.

sözleşmesinde, vekil lehine ücret kararlaştırıldığı hallerde iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme ortaya çıkmaktadır¹⁵¹.

Kendisine bir işin görülmesi önerilen kişi, bu işi görme konusunda resmî sığata sahipse veya işin yapılması mesleğinin gereğı ise ya da bu gibi işleri kabul edeceğini duyurmuşsa, bu öneri onun tarafından hemen reddedilmedikçe, vekâlet sözleşmesi kurulmuş sayılacaktır. Yatırım hizmet ve faaliyetlerini de ticari ve mesleki bir faaliyet olarak yerine getiren yatırım kuruluşlarının da bu hükme tabi olacağı açıktır.

Vekalet sözleşmesinde, vekilin borçları, (1) talimata uygun ifa, (2) şahsen ifa, sadakat ve özen gösterme (3) hesap verme, (4) edinilen hak ve malları vekalet verene intikal ettirme olarak sayılabilecekken; vekalet verenin borçları ise (1) vekâletin gereğı gibi ifası için vekilin yaptığı giderleri ve verdiği avansları faiziyle birlikte ödemek ve yüklendiğı borçlardan onu kurtarmak (2) kararlaştırıldıysa ya da teamül gerektiriyorsa ücret ödemek olarak sıralanabilecektir.

Bu bilgiler ışığında doktrindeki görüşlere bakıldığında, öncelikle alım satım aracılığının, kanunda esaslı unsurları düzenlenmiş vekalet ve komisyonculuk gibi isimli sözleşmelerin, kanunda öngörülmemiş biçimde bir araya getirilmesiyle oluşan bir karışık muhtevalı akit (karma sözleşme) olduğu yönündeki görüşün ele alınmasında da fayda görülmektedir. Karışık muhtevalı akit, unsurları kanunen düzenlenmiş akitlere ait, fakat bunları birleştirme biçimi kanuna yabancı olan akitler olup; bu sözleşmenin en önemli özelliğı, bir bütün olarak ele alındığında kanunen düzenlenmemiş, fakat unsurları ya da kendisinden doğan edimler açısından kanunen düzenlenmiş bir sözleşme karakterini göstermesidir¹⁵². Dolayısıyla, karışık muhtevalı aktin başlıca iki özelliğı, (1) unsurlarının kanunun öngördüğü akitlere ait olması, (2)

¹⁵¹ Gümüş, s.123; Yavuz/Acar/Özen, s.638.

¹⁵² Kuntalp, E.: Karışık Muhtevalı Akit, BTHAE, 2. Bası, Ankara 2013, s.16.

bu unsurları kanunun öngörmediği şekilde birleştirmesi olarak sayılmaktadır. Bu sebeple, alım satım aracılığı sözleşmesinin bir karışık muhtevalı akit olabilmesi için, onun bu iki özelliği bünyesinde barındırdığı sonucuna varılması gerekmektedir.

Alım satım aracılığı, emir, işlem ve portföy aracılığı hizmetlerini kapsayacak şekilde, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, müşteri emirlerinin müşteri nam ve hesabına ya da kendi namına müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımıdır. Yatırım kuruluşu ile sermaye piyasası bağlamında ilişkinin kurulmasına temel teşkil eden alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesi, alım satım aracılığı türlerini içerecek şekilde, ileride müşteri emirlerinin gereğinin yerine getirilmesine yönelik bireysel sözleşmelerin genel esaslarını belirleyen bir hukuki işlemdir. Yatırım kuruluşu, sermaye piyasası mevzuatında kendisine yüklenen özen, müşteri emirlerinin en iyi şekilde yerine getirilmesi ve basiretli tacir gibi yükümlülükleri gözetmek suretiyle, aralarındaki anlaşma kapsamında öngörülen alım satım aracılığı türüne uygun olarak müşteri emirlerini gerçekleştirecek; bunun karşılığında da piyasada “komisyon” olarak adlandırılan ücrete hak kazanacaktır.

Vekalet sözleşmesinde kural olarak ücret bulunmasa da sözleşmede kararlaştırılması ya da teamülün icap etmesi halinde vekile ücret ödenmesi gerekmekte olup; sermaye piyasası faaliyetini ticari faaliyet olarak ifa eden yatırım kuruluşunun ücret alması teamül gereğidir¹⁵³.

TBK gereğince vekilin, vekâlet verenin istemi üzerine yürüttüğü işin hesabını vermekle yükümlü olması, alım satım aracılığı faaliyetinde de kendini göstermekte; SPK'nın belge ve kayıt düzeni düzenlemeleri uyarınca, müşterisine düzenli hesap

¹⁵³ Yavuz/Acar/Özen, s.635.

ekstresi ve işlem sonuç formları göndermekle yükümlü olan yatırım kuruluşu sürekli olarak hesap vermektedir.

Yatırım kuruluşlarının çerçeve sözleşmeden kaynaklanan, sermaye piyasası araçlarının mali ve yönetsel haklarının kullanımı, müşteri bakiyesinin değerlendirilmesi, saklama yapılması, müşteriye düzenli olarak hesap ekstresi gönderilmesi ve tabi ki müşteri emirlerinin gereğinin yerine getirilmesi suretiyle münferit işlemlerin gerçekleştirilmesi gibi birçok yükümlülüğü bulunmaktadır. Keza yatırım kuruluşları, müşteri menfaatine ve iradesine uygun olarak iş görmekte, müşteri emirlerini en iyi şekilde yerine getirerek ve sonucun elde edilmesi riskini taşımaksızın iş görmektedirler. Yatırım kuruluşlarının SPK mevzuatından kaynaklanan ve müşteri menfaatinin gözetme amacına yönelik bir çok yükümlülüğünün bulunması vekalet sözleşmesi ile uyumaktadır.

Bunların yanında, alım satım aracılığının da vekalet sözleşmesinde doğrudan temsil ve dolaylı temsil ilişkisinin gereği olarak, kendi adına müşteri hesabına ya da müşteri nam ve hesabına yapılması da mümkündür. Zira alım satım aracılığı bu hallerde emir iletimine aracılık ve işlem aracılığı olarak karşımıza çıkmaktadır. Alım satım aracılığının yatırımcı ile karşılıklı işlem yapılmasını gerektiren portföy aracılığı olarak karşılık bulması durumunda ise vekalet niteliği tartışmalı olabilecektir. Dolayısıyla, alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinin portföy aracılığı dahil her durumda vekalet sözleşmesi ile paralellik gösterdiği sonucuna varabilmek için, vekilin vekalet verenle karşılıklı işlem yapmasının mümkün olup olmadığı sorusunun da cevaplanması gerekmektedir. Vekalet sözleşmesinin bir görünümü olan komisyon sözleşmesi buna açık düzenleme ile icazet vermekle birlikte, vekalet sözleşmesinde bu yönde bir hüküm bulunmamaktadır. Bazı görüşler, vekalet sözleşmesinin başkası

menfaatine hareket etmeyi gerektirdiğini, vekilin münhasıran kendi menfaatine faaliyette bulunmasının, TBK md.520 anlamında bir vekalet ilişkisi oluşturmayacağını ifade etmektedir¹⁵⁴. Başka görüşlerde¹⁵⁵ ve İsviçre Federal Mahkemesi kararlarında¹⁵⁶ ise, temsilcinin kendisi ile sözleşme kurabilmesi için, temsil olunanın buna açıkça icazet vermesi veya bu durumun temsilci için herhangi bir sakınca yaratmaması şartları aranmıştır. Kaldı ki “*kendi namına vekil hesabına hareket*” olarak sınırlandırılan komisyonculuk sözleşmesinde dahi komisyoncunun işlemin karşı tarafı olması mümkün iken; vekilin üstlendiği işin görülmesi için gerekli hukuki işlemlerin yapılması yetkisini de kapsayan vekalet sözleşmesinde vekilin evleviyetle işlemin karşı tarafı olabileceği düşünülmektedir. Zira müşteri çerçeve sözleşmenin ardından yapılan portföy aracılığı sözleşmesinde açıkça bu duruma icazet vermekte; ayrıca SPK düzenlemeleri portföy aracılığında fiyat belirlenmesi hususunda katı kurallar getirmektedir. Ayrıca portföy aracılığında gerçekleşen durumun vekilin münhasıran kendi menfaatine hareket etmesinden farklı bir durumu içerdiği, zira bu aracılık türünde yalnızca ve münhasıran vekil konumundaki yatırım kuruluşunun kendi menfaatine hareket etmesinin söz konusu olmadığı, karşılıklı kurulan sözleşmenin hem vekalet veren yatırımcının, hem de portföy aracısının menfaatine hizmet etmekte olduğu, çatışan çıkarların yatırımcı aleyhine bir sonuç doğurmadığı düşünülmektedir.

Son olarak, vekalet sözleşmesinin taraflarınca her zaman kullanılabilir sözleşmeyi sona erdirmeye hakkının bu sözleşme türünün emredici nitelikte yapısal bir unsurunu oluşturduğu, tarafların her zamanlı sona erdirmeye hakkını kısıtlayan ceza

¹⁵⁴ Gümüş, s.126.

¹⁵⁵ Oğuzman M.K./Öz, M.T.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Birinci Cilt, Vedat Yay, 13. Bası, İstanbul 2015, s.229; İnceoğlu, s.147.

¹⁵⁶ Oğuzman/Öz, s.229, dn.670 atfıyla, BGE 89 II 326; BGE 95 II 621; BGE 93 II 481.

koşulu gibi çeşitli hükümlerin bir sözleşmeyi vekalet sözleşmesi olmaktan çıkardığı kabul edilmektedir¹⁵⁷. Alım satım aracılığı sözleşmesinde de yatırım kuruluşları bakımından getirilmiş genel bir kural olarak özen ve sadakat borcuna aykırı olmamak kaydıyla, sözleşmenin her zaman taraflardan birince sona erdirilmesi mümkün olduğundan, sona erme bakımından da vekalet sözleşmesinin unsurlarından ayrılan bir durum bulunmamaktadır¹⁵⁸. Aksine, ekonomik olarak daha güçlü olarak, çerçeve sözleşmeyi hazırlayan yatırım kuruluşunca, yatırımcının sözleşmeyi tek taraflı olarak sona erdirmesini güçleştiren bir hüküm konulması halinde, bu hükmün tüketici hukukunun “haksız şart” hükümlerine aykırı olacağı ve SPK’nın III-39.1 sayılı Tebliği’nin “Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşu lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez.” hükmüne uygun düşmeyeceği açıktır.

Görüldüğü üzere, alım satım aracılığının herhangi bir unsurunun vekalet sözleşmesinden ayrışarak, başka bir sözleşmeden alınmış olduğu ve dolayısıyla bu sözleşmenin karışık muhtevalı akit olduğu yönünde bir sonuca varılamamaktadır. Zira karışık muhtevalı akit kavramı, kanunda ele alınmış sözleşmelerin hiçbirinin kapsamında tam anlamıyla girmeyen sözleşmelerin nitelendirilmesi için getirilmiş bir kavram olup; TBK’nın vekalet sözleşmesine ilişkin hükümleriyle tam anlamıyla uyumlu olan alım satım aracılığının, karışık muhtevalı akit olduğunun kabul edilmesinde hukuki bir yarar da bulunmamaktadır. Kaldı ki, komisyonculuk sözleşmesinin doktrinde vekalet sözleşmesinin ivazlı bir alt türü olarak tanımlandığı ve komisyonculuk sözleşmesine vekalet sözleşmesine ilişkin hükümlerin uygulandığı

¹⁵⁷ Gümüş, s.129; aksi görüşteki yazarlar için bkz: Gümüş, dn.651.

¹⁵⁸ Bkz. bu yönde, İnceoğlu, s.145.

da gözetildiğinde, komisyonculuk ve vekalet sözleşmelerinden oluşan bir karışık muhtevalı akit tespitinde bulunulmasının uygulama açısından bir faydası da bulunmamaktadır.

Ayrıca, TBK'nın 502 nci maddesinin ikinci fıkrasının da vekalet hükümlerinin önceliği bakımından değerlendirmede söz önünde bulundurulmasında fayda görülmektedir. Söz konusu hükümde, "*Vekaletle ilişkin hükümler, niteliklerine uygun düştikleri ölçüde, bu Kanunda düzenlenmemiş olan iş görme sözleşmelerine de uygulanır.*" şeklinde bir düzenlemeye yer verilmiştir. Bu hüküm dolayısıyla, Kanunda doğrudan düzenlemesi olmayan alım satım aracılığı gibi sözleşmelerin niteliklerine uygun düştüğü halde vekalet sözleşmelerine ilişkin hükümlere tabi olması esası getirilmiştir. Belirtildiği üzere alım satım aracılığının niteliğine, vekalet sözleşmesinin hükümleri uygun düşmekte olduğu; bu nedenle vekalet sözleşmesi tipine uyan bir sözleşmenin karışık muhtevalı akit sayılıp, farklı hükümlerde çözüm aranmasında da fayda bulunmadığı düşünülmektedir¹⁵⁹.

Yatırım kuruluşunun çerçeve sözleşmeden kaynaklanan bireysel sözleşmeler kurma yükümü yanında yer alan, müşteri varlıklarını sözleşmede belirlenen esaslar uyarınca değerlendirme, belge ve kayıt düzenini sağlama, hesap açma, takas ve saklama kuruluşları nezdinde müşterilerinin işlemlerini gerçekleştirme ve saklama yapma gibi yükümlülükleri, bizzat vekalet ilişkisinden kaynaklanan yan yükümlerdir. Zira TBK md.504 uyarınca vekalet, vekilin üstlendiği işin görülmesi için gerekli hukuki işlemlerin yapılması yetkisini de kapsar. Zira vekalet, bir malvarlığının

¹⁵⁹ Mülga TBK md.386/II ile mevcut TBK md.502/II'de yer alan hükümlerin iş görme sözleşmelerinde isimsiz sözleşme yaratılmasının önünü kapatıp kapatmadığına ve vekalet sözleşmesi hükümlerinin birincilliğine yönelik tartışmalar ve karşıt görüşler için bkz: Gümüş, s.131 vd; Kuntalp, s.34 vd.

idaresi için zorunlu fiilleri yapma yetkisini de içerecektir¹⁶⁰. Alım satım aracısının müşteri emirlerinin gerçekleştirilmesi için sermaye piyasası mevzuatı ve alım satım sistemleri gereği yerine getirmesi gereken tüm yükümlülüklerin, vekalet sözleşmesi niteliğindeki alım satım aracılığının ifasından ayrı düşünülmesi ve bunların vekalet sözleşmesinin yan yükümlülüğü olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

Bu gerekçeler ışığında, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında, başlangıçta bir kez imzalanan ve bireysel sözleşmelerin esasını oluşturan alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinin bir vekalet sözleşmesi olduğu sonucuna varılmakta; yukarıda ikinci görüş olarak açıklandığı üzere, yatırım kuruluşunun çerçeve sözleşme niteliğindeki bu vekalet sözleşmesine dayanarak yatırımcılarla bir çok bireysel sözleşme gerçekleştirdiği hususu gözetilerek hukuki nitelik değerlendirmesi yapılması gerektiği düşünülmektedir. Bu bireysel sözleşmeler tarafların iradesine uygun olarak, emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ya da portföy aracılığı olarak kendisini gösterebilecek; yatırım kuruluşunun müşteri emrini alıp, (1) müşteri nam ve hesabına, (2) kendi namına, müşteri hesabına ya da (3) kendi hesabından gerçekleştirmesi bireysel sözleşmelerin gereğinin yerine getirilmesi olacaktır. Diğer bir deyişle, alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinin yatırımcı ve yatırım kuruluşu nezdinde sürekli bir borç ilişkisi doğurması ve genel esasları düzenlemesi, bu sözleşmelerde yer alan hükümlerin yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında müşteri emrini takiben oluşacak bireysel işlemlerin temelini teşkil etmesini beraberinde getirmektedir. “Müşteri emri” şeklinde karşımıza çıkan ve alım satım konu sermaye piyasası aracının ne olduğunu, miktarını ve fiyatını başta olmak üzere, alım satımın esaslı noktalarını içeren talimatı takiben, III-39.1 sayılı Tebliğ md.26’nın deyişiyle

¹⁶⁰ Yavuz/Acar/Özen, s.642.

“münferit işlemler” ortaya çıkmakta ve sermaye piyasalarında alım satım işlemleri gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla, bu bireysel sözleşmenin hangi alım satım aracılığı türüne karşılık geldiği gözetilerek hukuki nitelendirme yapılması gerekmektedir.

2. Bireysel Sözleşmelerin Hukuki Niteliği

a. Emir İletimine Aracılığın Hukuki Niteliği

6362 sayılı Kanun’un 37/I(a) hükmünde “emirlerin alınması ve iletilmesi” olarak tanımlanan; III-37.1 sayılı Tebliğ’in 11 inci maddesinde sözleşme kurulmasına aracılık etmeyi de içerecek şekilde detaylandırılan emir iletimine aracılık faaliyeti, borsalarda işlem yapma yetkisi olmayan yatırım kuruluşlarınca müşteri emirlerinin işlem yapma yetkisi olan başka bir yatırım kuruluşuna iletilmesinden ya da ilgili yatırım kuruluşu ile yatırımcının bir araya getirilmesinden ibarettir. Bu yönüyle bir iş görme edimi içermekle birlikte, müşteri emrinin gerçekleştirilmesi emir iletimine aracılıkta söz konusu olmamakta; yalnızca müşteri emrini gerçekleştirecek başka bir yatırım kuruluşuna (lehine faaliyet gösterilen kuruluşa) bu emir iletilmekte veya taraflar sözleşme imzalamak üzere bir araya getirilmektedir.

Emir iletimine aracı konumdaki yatırım kuruluşunun müşterisinin, hem bu yatırım kuruluşuyla, hem de lehine faaliyet gösterilen kuruluşla ayrı ayrı çerçeve sözleşme imzalamakla yükümlü olması, yapılacak hukuki nitelendirmede önem arz etmektedir. Zira emir iletimine aracı olan yatırım kuruluşunun temel işlevi, lehine faaliyet gösterilen kuruluş ile müşterisini bir araya getirmek olmaktadır. Özellikle

bankalar tarafından ilişkili oldukları aracı kurumlara müşterilerinin emirlerini iletmek üzere kullanılan emir iletimine aracılık faaliyeti, banka müşterilerinin, bankanın yetkili olmadığı çeşitli sermaye piyasası işlemlerini yapmak üzere aracı kurumlara yönlendirilmesini içermektedir.

Dolayısıyla, emir iletimine aracı olarak bir bankanın, aracı kurum lehine faaliyet gösterdiği hallerde, bankanın kendi müşterisini sözleşme yapmak üzere aracı kurumla bir araya getirmesi ve devamında bu müşterinin emirlerinin aracı kuruma iletilmesi hizmeti söz konusudur. Emir iletimine aracı olan kuruluş, gerek sözleşme yapacak tarafları bir araya getirirken; gerekse müşterisinin emirlerini lehine faaliyet gösterilen kuruluşa iletirken, başkası nam ve hesabına hareket etmektedir.

Emir iletimine aracı kuruluşun lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşu nam ve hesabına hareket etmesi, TTK’da düzenlenen acentelik müessesesi ile benzeşmektedir¹⁶¹. TTK’nın 102 nci maddesinde tanımlanan acente, *“Ticari mümessil, ticari vekil, satış memuru veya işletmenin çalışanı gibi işletmeye bağlı bir hukuki konuma sahip olmaksızın, bir sözleşmeye dayanarak, belirli bir yer veya bölge içinde sürekli olarak ticari bir işletmeyi ilgilendiren sözleşmelerde aracılık etmeyi veya bunları o tacir adına yapmayı meslek edinen kimse”* şeklinde tanımlanmıştır¹⁶². Bu tanımdan görüleceği üzere, TTK bağlamında acentenin en önemli özelliği, lehine faaliyet gösterilen işletmeden ayrı bir bağımsız ve hukuki varlığının bulunmasıdır. Ayrıca, yazılı olarak aksi kararlaştırılmadıkça, vekalet veren, aynı zamanda ve aynı yer veya bölge içinde aynı ticaret dalı ile ilgili olarak

¹⁶¹ Ünal, s.77.

¹⁶² TBK nezdinde düzenlenen simsarlık sözleşmesiyle büyük ölçüde benzeşen acenteliğin, simsarlığın özel bir türü olduğu söylenebilecektir. Keza, TTK’nın 102 nci maddesinin ikinci fıkrasında, aracılık eden acentelere TBK’nın simsarlık sözleşmesi hükümleri, sözleşme yapan acentelere komisyon hükümleri ve bunlarda da hüküm bulunmayan hâllerde vekâlet hükümlerinin uygulanacağı ifade edilmektedir. Acenteyi simsarlıktan ayıran husus, TTK’da düzenlenmiş olmasıyla bağlantılı olarak, acentenin tacir adına sözleşmelerde aracılık etmesi; simsarın ise tacir olmayan kimseler lehine de aracılık ediyor olmasıdır.

birden fazla acente atayamayacağı gibi; acente de aynı yer veya bölgede, birbirleriyle rekabette bulunan birden çok ticari işletme hesabına acentelik yapamayacaktır.

Belirtildiği üzere emir iletimine aracılık, müşteri emirlerinin müşteri nam ve hesabına iletilmesi dışında, yalnızca sözleşme akdedilmesine aracı olunması ve komisyon karşılığında sözleşme imzalamak isteyen tarafların bir araya getirilmesi faaliyetinden ibaret de olabilecektir¹⁶³. Bu durumda emir iletimine aracılık faaliyeti, yalnızca III-37.1 sayılı Tebliğ'in 11 inci maddesinin ikinci fıkrasında sayılan hizmetleri kapsıyor ve müşteri emirlerinin iletilmesini içermiyorsa, lehine faaliyet gösterilen kuruluş ile emir iletimine aracı kuruluş arasında bir acentelik sözleşmesinin varlığından söz edilmesi gerekmektedir. Keza bu durumda, her iki kuruluş da birbirinden ayrı hukuki ve ekonomik varlıkları olan birer tacir olup; TTK'da belirtildiği üzere bir ticari işletmeyi ilgilendiren yatırım hizmet ve faaliyet çerçeve sözleşmelerinin kurulmasında aracılık etmek hali söz konusu olmaktadır¹⁶⁴. Her ne kadar ÜNAL tarafından, *“birbiriyle rekabette bulunan ticari işletmeler hesabına aracılık yapamayacağı”* yönündeki yükümün, bu ilişkinin acentelik olarak nitelendirilmesine mani olacağı ifade edilmişse de¹⁶⁵; TTK'da vekalet verenin, aynı zamanda ve aynı yer veya bölge içinde aynı ticaret dalı ile ilgili olarak birden fazla acente atayamayacağı gibi; acentenin de aynı yer veya bölgede, birbirleriyle rekabette bulunan birden çok ticari işletme hesabına acentelik yapamayacağı yönündeki yasağın aksinin yazılı olarak kararlaştırılabileceği düzenlemesinin yer

¹⁶³ III-39.1 sayılı Tebliğ, md.11/(II).

¹⁶⁴ Bu türden bir emir iletimine aracılıkta iki yatırım kuruluşu arasındaki sözleşmenin TBK'da düzenlenen simsarlık değil, TTK'da yer alan acentelik sözleşmesi olarak kabul edilmesinin nedeni, sözleşme yapmasına aracılık edilen yatırım kuruluşunun tacir niteliğidir. Zira, acentelik sözleşmesini simsarlıktan ayıran husus, TTK'da düzenlenmiş olmasıyla bağlantılı olarak, acentenin tacir adına sözleşmelerde aracılık etmesi; simsarın ise tacir olmayan kişiler lehine de aracılık ediyor olmasıdır. Dolayısıyla sözleşme imzalanmasına aracılık edilmesini içeren emir iletimine aracılık faaliyetinde, yatırım kuruluşları arasındaki ilişkinin simsarlık sözleşmesinin tacirler bakımından özel bir görünümü olan acentelik sözleşmesinin söz konusu olduğu değerlendirilmektedir.

¹⁶⁵ Ünal, s.77.

alması, emir iletimine aracılıkta acentelik hükümlerinin uygulanmasını mümkün kılmaktadır.

Sözleşme yapılmasına aracılık ile sınırlı bir emir iletimine aracılık hizmeti veren yatırım kuruluşu ile müşterisi arasındaki ilişkiye bakıldığında ise, bu kuruluşun müşterisini lehine faaliyet gösterilen kuruluş ile komisyon karşılığı bir araya getirip, sözleşme imzalanmasına vesile olması, TBK nezdinde düzenlenen simsarlık sözleşmesi ile örtüşmektedir. TBK'nın 520 nci maddesine göre simsarlık sözleşmesi¹⁶⁶, *“simsarın taraflar arasında bir sözleşme kurulması imkanının hazırlanmasını veya kurulmasına aracılık etmeyi üstlendiği ve bu sözleşmenin kurulması halinde ücrete hak kazandığı sözleşme”*dir. Bu sözleşme ile sürekli bir borç ilişkisi doğmaktadır. Bu kapsamda, simsarin faaliyeti, (1) sözleşme yapma fırsatı sağlama, (2) sözleşmenin kurulmasına aracılık etme ve (3) sözleşme müzakerelerine yönlendirme olarak üç şekilde karşımıza çıkmaktadır¹⁶⁷. Simsarin aracılık ettiği sözleşmenin içeriği ve konusu yönünden herhangi bir sınırlama öngörülmemiş olup; simsarin taşınmazlarla ilgili sözleşmelere olduğu kadar, konusunu menkul kıymetlerin oluşturduğu sözleşmelere de aracılık etmesi mümkün olmaktadır¹⁶⁸. Keza uygulamada da simsarlık en çok *“emlakçılık”* olarak bilinen faaliyette karşımıza çıkmaktadır. Simsar, aracılık ettiği sözleşmeye taraf olmamakta; yalnızca ilgili tarafları sözleşme yapmak üzere ücret karşılığında bir araya getirmekte; dolayısıyla maddi vekalet niteliğinde bir işlem yaptığından temsil yetkisini haiz olmamaktadır¹⁶⁹.

¹⁶⁶ Mülga Borçlar Kanunu'nda simsarlık sözleşmesi tellallık olarak düzenlenmiştir.

¹⁶⁷ Gümüş, s.206.

¹⁶⁸ Bu nokta simsarlığı alım satım komisyonculuğundan ayıran en önemli hususlardan biri olup; alım satım komisyonculuğunda aracılık edilen hukuki işlemlerin konusu esas itibarıyla kıymetli evrak ve taşınır alım satımıdır. Simsarlıkta ise böyle bir sınırlama yoktur.

¹⁶⁹ Gümüş, s.207; Seçer, s.54.

Ayrıca, vekalet sözleşmesinden farklı olarak simsarlık sözleşmesinde her zaman için bir ücretin kararlaştırılması söz konusudur. Diğer bir deyişle simsarlık sözleşmesinin objektif esaslı unsurlarından biri de simsara ücret ödenmesidir. Simsarlık sözleşmesinde simsarın borçları, (1) simsarlık faaliyetinde bulunma, (2) sadakat ve özen gösterme, (3) vekalet verenin talimatlarına uyma şeklinde sıralanabilecekken; karşı tarafın borçları, (1) ücret ödeme, (2) simsarın masraflarını karşılama olarak belirlenmektedir.

İşte, emir iletimine aracılık yalnızca müşteri ile lehine faaliyet gösteren kuruluşu sözleşme kurulması amacıyla bir araya getirmeyi içerdiği hallerde, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki ilişki TBK'nın simsarlık hükümlerine tabi olabilecektir.

Emir iletimine aracı kuruluşun tek yükümlülüğünün sadece müşteri ve lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşunu sözleşme yapmak üzere bir araya getirmek olmadığı halde ise emir iletimine aracı, sözleşme için tarafları bir araya getirdikten sonra, sürekli bir borç ilişkisi kapsamında, lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşuna karşı, müşteri emirlerini iletmekle yükümlenmiştir. Bu halde, emir iletimine aracılık yapan yatırım kuruluşu ile lehine emir iletimine aracılık faaliyeti yapılan yatırım kuruluşu arasındaki ilişkinin iç ilişkide vekalet, dış ilişkide ise doğrudan temsil olduğu sonucuna varılmaktadır.

Yine bu türden bir emir iletimine aracılıkta yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasında kurulan bireysel sözleşmeler, müşterinin sermaye piyasası araçlarına ilişkin emirlerinin alınıp, müşteri nam ve hesabına ilgili yatırım kuruluşuna iletilmesini içermektedir. Emir iletimine aracılık eden kuruluşun bireysel sözleşmelerde müşterisi nam ve hesabına hareket etmekte olduğu gözetildiğinde, bu sözleşmelerin bir vekalet

akdine karşılık gelmesi; iç ilişkide vekalet, dış ilişkide ise doğrudan temsil hükümlerinin uygulanması söz konusu olacaktır¹⁷⁰. Keza emir iletimine aracı kurum, yatırımcı ad ve hesabına emir iletmeye yönelik işlemler yapmakta ve bu işlemler neticesinde ücrete hak kazanmaktadır.

b. İşlem Aracılığının Hukuki Niteliği

6362 sayılı Kanun uyarınca işlem aracılığı faaliyeti, “*Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi*”dir. Piyasalardaki alım satım aracılığı faaliyetinin temel çekirdeğini oluşturması bakımından işlem aracılığı faaliyetinin diğer aracılık türlerine göre ayrı bir önemi vardır.

İşlem aracılığı faaliyetinin hukuki niteliğinin, bu faaliyetin kimin nam ve hesabına yapıldığına göre ayırım yapılarak incelenmesi gerekmektedir. Zira yatırım kuruluşu her halükarda yatırımcı hesabına işlem yapmakla birlikte, bu işlemi kimin namına yaptığına göre yapılacak hukuki değerlendirme farklılaşmaktadır.

Yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında imzalanan alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinde, işlem aracılığı faaliyeti gerçekleştirilecek müşterinin emirlerinin en iyi şekilde yerine getirilmesi, bakiyesinde bulunan nakdin değerlendirilmesi, müşteri işlemlerinin izlenmesi suretiyle saklama hizmeti verilmesi, müşterinin takas ve saklama kuruluşları ile bağının sağlanması, müşteri bilgilerinin gizliliğinin sağlanması, özen ve sadakat yükümlülüğü gibi birçok esasa yer verilmektedir. Bu

¹⁷⁰ Manavgat, Aracı Kurum, s.75; Sümer, s.62; Tekinalp, Sermaye Piyasası, s.93; Çetin/Töremiş, s.90; Kaytaç, s.121; Ayhan, s.22; Seçer, s.35; İnceoğlu, s.146.

edimlerin genel olarak iş görme sözleşmelerinden kaynaklanan edimlere benzediği de bir gerçektir.

İş görme edimlerinden alım satım komisyonculuğu sözleşmesinin unsurlarıyla kıyaslama yapıldığında, işlem aracılığının yatırım kuruluşunca kendi namına, müşteri hesabına yapıldığı durumlarda, bu iş görme sözleşmesinin hükümlerinin uygulama alanı bulacağı sonucuna varmak mümkündür. TBK'nın 532 vd. hükümlerinde vekalet sözleşmesinin özel bir türü olarak düzenlenen alım veya satım komisyonculuğu, *“komisyoncunun ücret karşılığında, kendi adına ve vekâlet verenin hesabına kıymetli evrak ve taşınurların alım veya satımını üstlendiği sözleşme”* olarak tanımlanmıştır. Doktrinde bu sözleşme, komisyoncunun kendi adına, vekâlet veren hesabına bir hukuki işlem yapmak (alım ya da satım sözleşmesi akdetmek) için kurulan, ivazlı bir vekalet sözleşmesi olarak ele alınmıştır¹⁷¹. Komisyoncu kendi adına ve fakat vekalet veren hesabına hareket ederek, bir dolaylı temsilcilik yoluyla üçüncü kişilerle hukuki ilişki içine girmekte; komisyoncu sözleşmeyi daima kendi adına kurmayı yükümlenmektedir. Sözleşmenin diğer tarafı olan üçüncü kişi ise bu sözleşmenin yapılmasında vekalet verenin etkili olduğunu, onun bundan doğrudan doğruya yarar sağlayacağını bilmemektedir¹⁷². Komisyonculuk sözleşmesinin en önemli özelliği, konusunun kanun koyucu tarafından taşınurlar ve kıymetli evrak ile sınırlandırılmış olması olup; bir taşınmazın alım satımına konu edilmesi halinde komisyonculuk değil vekalet sözleşmesinin varlığı söz konusu olacaktır. Sermaye piyasası araçları da birer taşınır niteliğinde olduğundan bu sözleşmenin konusunu teşkil etmeleri mümkündür. Dikkat çekilmesi gereken bir diğer nokta, komisyonculuk sözleşmesinin taraflar arasında sürekli bir borç ilişkisi yaratmaması;

¹⁷¹ Bkz. Seçer, dn.12'deki yazarlar; Yavuz/Acar/Özen, s.692.

¹⁷² Seçer, s.9.

belirli bir işin bir defaya özgü olarak görülmesini amaçlayan ani edimli bir sözleşme olmasıdır. Dolayısıyla komisyoncunun bir defaya mahsus alım ya da satım sözleşmesi kurmaktan başka yükümlülükleri söz konusuysa, komisyon değil adi vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulama alanı bulacağı kabul edilmektedir¹⁷³.

Nihayet alım veya satım komisyonculuğu düzenlemeleri bakımından dikkat çeken husus, komisyoncunun kendisinin bizzat işlemin tarafı olabilmesidir. TBK'nın 543 üncü maddesinde, "*Borsada kayıtlı veya piyasa fiyatı bulunan kambiyo senetleri veya diğer kıymetli evrakı ya da ticari malları satmaya veya satın almaya yetkili kılınan komisyoncu, vekâlet veren tarafından aksine talimat verilmemişse, satın alacağı mal yerine kendi mallarını satabilir veya satacağı malı kendisi için satın alabilir.*" şeklinde bir düzenleme yer almaktadır. Kanun koyucu, komisyoncunun kendisiyle işlem yapması hallerini, borsada kayıtlı ya da piyasada cari fiyatı bulunan mallarla sınırlamış olup; böylece komisyoncunun vekalet veren aleyhine, kendi lehine çıkar sağlamasının önüne geçilmek istenmiştir¹⁷⁴.

Bu noktada, işlem aracılığı faaliyetinin yatırım kuruluşunun kendi namına gerçekleştirilip gerçekleştirilemeyeceği hususunun üstünde durulmasında fayda görülmektedir. 6362 sayılı Kanun'un 13 üncü maddesi uyarınca, sermaye piyasası araçları, nama veya hamiline yazılı olmalarına bakılmaksızın isme açılmış hesaplarda izlenmekte; ancak SPK tarafından karar verilebilecek istisnai hallerde, müşteri ismine hesap açılmaksızın, toplu hesaplarda izleme yapılabilmektedir. Bu sebeple, MKK tarafından merkezi saklama, "*yatırım kuruluşları itibarıyla, hak sahibi bazında*" yapılabilmektedir. Bu amaçla kaydi bir sermaye piyasası aracına yatırım yapacak kişilerin, MKK üyesi yatırım kuruluşlarında kendi adlarına hesap açtırmaları

¹⁷³ Seçer, s.19 ve dn.59.

¹⁷⁴ Seçer, s.254.

zorunludur. Dolayısıyla hak kayıtları daima yatırımcı adına gerçekleştirilmektedir. Ancak, alım-satım işlemlerinin gerçekleştirilmesini takiben, hak sahipliklerindeki değişikliklerin, yani takasın gerçekleştirilmesinde, işleme konu sermaye piyasası aracının bir noktada anonimleşmesi söz konusu olmaktadır. SPK'nın II-13.1 sayılı Tebliği hükümlerine bakıldığında, alım satım işlemlerinin kaydının şu şekilde yapılacağı görülecektir¹⁷⁵:

1. Borsa işlemlerinin gerçekleştirilmesinden sonra yatırım kuruluşu, Borsada satışı yapılan sermaye piyasası araçlarını, yatırımcı adına açılmış hesabın alt hesabı şeklinde, MKK tarafından bu işlem için açılmış olan alt hesaba aktarır. Yatırımcı hesabı, hak sahibi adına açılmış, nama veya hamiline yazılı olmalarına bakılmaksızın sermaye piyasası araçlarının izlendiği hesaptır. Bu noktada alım satım konu sermaye piyasası aracının hak sahibi halen bellidir.

2. Takas günü, takas yükümlülüğünün yerine getirilmesi amacı ile satışı yapılan sermaye piyasası araçları, yatırım kuruluşları tarafından yatırımcı hesaplarından, yatırım kuruluşu havuz hesaplarına aktarılır. Yatırım kuruluşu havuz hesabı, yatırım kuruluşunun, hesap sahibinin vekili sıfatıyla takas işlemlerini yerine getirmesi için kullanılır. Adından da anlaşılacağı üzere, gün içinde işleme konu olan tüm sermaye piyasası araçlarının tutulduğu bu havuz hesapta, artık sermaye piyasası aracının hak sahibi bilgisi ortadan kaybolmakta ve işleme konu bu araç anonimleşmektedir.

3. Yatırım kuruluşu havuz hesaplarında bulunan sermaye piyasası araçlarının takas havuz hesabına aktarılması ile söz konusu yatırım kuruluşunun takas borçları kapanır. Takas havuz hesabı, merkezi takas kuruluşunun, vekil sıfatıyla üyelerin

¹⁷⁵ Detaylı bilgiler için bkz: MKK İş ve Bilişim Uygulama İlke Kuralları.

takas işlemlerini gerçekleştirmesi için kullanılır. Bu noktada işleme konu sermaye piyasası aracı halen anonim durumdadır.

4. Yatırımcının bu işlemde kaynaklanan takas alacakları, Takasbank tarafından MKK sistemindeki takas havuz hesabından, ilgili yatırım kuruluşu havuz hesaplarına aktarılır. Yatırım kuruluşu havuz hesaplarında bulunan kıymetler, alım satım bilgileri doğrultusunda işlem günü akşamında (T+0) yatırımcı hesapları yönünde oluşturulmuş olan ve takas tarihini ve bakiyeyi bekleyen talimatları doğrultusunda otomatik olarak öncelik sırasına bağlı olarak yatırımcı hesaplarına aktarılır. Bu son işlemin tamamlanması ile birlikte, alım ya da satım yapmış yatırımcıların hesabına yeni hakları kaydedilmekte ve sermaye piyasası aracı tekrar hak sahibi bazında izlenmeye başlanmaktadır.

Görüldüğü üzere, takas sisteminde havuz hesapları nezdinde, alım satım yapan yatırımcının kim olduğuna ilişkin bilgi bir noktada önemsizleşmekte ve ortadan kalkmaktadır. Zira X pay senedine ilişkin alım emrini borsaya veren bir yatırımcının, istediği fiyattan emrinin gerçekleşmesini takiben, bu X payını hangi yatırımcıdan aldığına hiçbir önemi bulunmamakta; borsada gerçekleşen işlemlerde yatırımcılar kimlerle alışveriş yaptıklarını bilmemekte; kaydi durumda bulunan sermaye piyasası araçları fiziki varlığa sahip olmadığından misli eşya niteliğini taşımaktadır¹⁷⁶. Hangi yatırımcının ne kadar işlem yaptığına ilişkin kayıtlar, yatırım kuruluşu ve MKK nezdinde bulunduğundan, havuz hesaplardan ilgili aktarımlar bu kayıtlara göre yapılmaktadır. Aksi durum işlem hacmi yüksek olan ve sürekli emirlerin girildiği borsa sisteminin olağan akışına aykırı olacaktır. Borsada yalnızca üye olan yatırım

¹⁷⁶ Kaydileştirilen sermaye piyasası araçlarının misli niteliği için bkz. Turanboy, A.: “2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi”, AÜHF Dergisi, C.48, S.1, 1999; Manavgat, Ç.: “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesine Göre Kaydi Sistemin Esasları”, AÜHF Dergisi, C.50. S.2., 2001.

kuruluşları işlem yapabildiğinden ve yatırımcıların şahıs olarak borsa üyeliği imkanı bulunmadığından, ülkemizde alım satım sistemi her durumda bu yapıya dayanmaktadır.

Bu çerçevede, işlem aracılığının esasen çoğunlukla “yatırım kuruluşu namına ve müşteri hesabına” gerçekleştirildiği sonucuna varılabilecektir. Zira bu durum, tıpkı komisyonculuk sözleşmesindeki gibi, temsil edilen kişilerin birbirini bilmemesine yol açmaktadır. Yatırım kuruluşunun sürekli edim oluşturan özen ve iş görme yükümlülüklerinin bir vekalet akdi niteliğindeki çerçeve sözleşmeden kaynaklandığı da gözetildiğinde, müşteri emirlerinin talimata uygun şekilde gerçekleştirilmesi şeklindeki ani edimli bireysel sözleşmelerin komisyonculuk sözleşmesi olarak nitelendirilmesinde hukuken bir engel bulunmamaktadır. Dolayısıyla uygulamada sıklıkla karşımıza çıkan bireysel sözleşmeler olarak kendi namına, müşteri hesabına işlem aracılığında, alım satım komisyonculuğu sözleşmesinin söz konusu olduğu sonucuna varılmaktadır. Alım satım komisyonculuğu niteliğini taşıdığı sonucuna varılan işlem aracılığı sözleşmesine, TBK’nın 532 nci maddesi uyarınca vekalet sözleşmesine ilişkin hükümler uygulanacaktır.

c. Portföy Aracılığının Hukuki Niteliği

2499 sayılı mülga Kanun ve ilgili ikincil düzenlemelerde kavram olarak yer almayan aracılık türlerinden biri de portföy aracılığı olup; 6362 sayılı Kanun’un 37/I/(c) bendinde “*sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım satımı*” olarak ele alınmıştır. III-37.1 sayılı Tebliğ’in 21 inci maddesinde ise bu aracılık türü

daha açık bir şekilde ele alınarak, “yatırım kuruluşlarının müşterilerin sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım veya satım emirlerini karşı taraf olarak yerine getirmesi faaliyeti” şeklinde düzenlenmiştir.

Mülga Kanun’da “kendi nam ve hesabına” aracılık işlemi gerçekleştirilmesi, bir alım satım aracılığı türü olarak sayılmış olup; mevcut düzenlemeler uyarınca portföy aracılığının bu mülga düzenlemenin karşılığı olarak kabulü mümkündür. İNCEOĞLU tarafından mülga düzenlemeye, bir yatırım kuruluşunun daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarını ticari amaçla alıp satması, yani yatırımcıdan kendi nam ve hesabına alarak, başka bir yatırımcıya yine kendi nam ve hesabına satması halinin aracılık değil, alım-satım fiyat farkından yararlanarak kar elde etmeyi amaçlayan bir işlem olduğunu yönünde görüş verilmiş; bunun teknik anlamıyla bir aracılık olmadığı ifade edilmiştir¹⁷⁷. Yürürlükteki düzenlemede portföy aracılığına ilişkin hükümde ise kendi nam ve hesabına işlem ifadesi yerine, kendi hesabından alım satımı yönünde hükme yer verilmekle birlikte, uygulamadaki alım-satım fiyat farkından yararlanma hedefi değişmediğinden, bu aracılık türünün emir ve işlem aracılığına kıyasla daha farklı bir aracılık hizmetine karşı geldiği yönündeki görüşün halen geçerli olduğu düşünülmektedir.

Doktrinde aracı kurumun alım satım fiyat farkında kazanç elde etmesinin amaçlandığı portföy aracılığının hukuki niteliğinin satım sözleşmesi olduğu savunulmuştur¹⁷⁸.

Portföy aracılığı hizmeti veren yatırım kuruluşu, işleme konu sermaye piyasası aracını kendi mülkiyetinde bulundurduğundan, müşterisinin iradesinin de bu yönde olması dolayısıyla, portföyündeki sermaye piyasası aracını müşterisine satmakta;

¹⁷⁷ İnceoğlu, s.147.

¹⁷⁸ Sümer, s.62; İnceoğlu, s.148; Kaytaz, s.122; Berzek, A.N.; “Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, İstanbul 1995, s.61.

dolayısıyla müşteri ile yatırım kuruluşu, araya başka bir organize piyasa ya da üçüncü kişi girmeden doğrudan alım-satım ilişkisine girmektedir. Portföy aracısının çıkar çatışmalarının önlenmesine yönelik hizmetleri başta olmak üzere, müşteri varlığının değerlendirilmesi, hesap ekstresi gönderimi ve saklama yapılması gibi iş görme edimleri bireysel sözleşmeden değil, çerçeve sözleşmeden kaynaklandığından, portföy aracılığının hukuki nitelendirmesini etkilememektedir.

Yatırım kuruluşunun portföy aracılığında kendi nam ve hesabına işlem yapmasının ilk bakışta bu aracılık türünü alım satım komisyonculuğundan ayıracağı düşünülebilecektir. Ancak TBK md.543 uyarınca, borsada kayıtlı ve piyasa fiyatı bulunan kambiyo senetleri veya diğer kıymetli evrakı ya da ticari mallar satmaya ya da satın almaya yetkili kılınan komisyoncu, vekalet veren tarafından aksine talimat verilmemişse, satın alacağı mal yerine kendi mallarını satabilecek veya satacağı malı kendisi için satın alabilecektir. Dolayısıyla komisyoncunun kendisiyle işlem yapması durumunda alım satım komisyonculuğu sözleşmesi ile satım sözleşmesinin birbirinden ayırt edilmesi zorlaşmaktadır. Ancak, alım satım komisyonculuğu ile satım sözleşmesini birbirinden ayıran özelliklere bakıldığında, eğer taraflardan birinin sözleşme gereği hesap verme borcu söz konusu ise, satım sözleşmesi değil komisyonculuk sözleşmesi söz konusu olacaktır¹⁷⁹. Ayrıca komisyonculuk sözleşmesinde komisyoncu kendi adına, vekalet veren hesabına hareket ederken, satım sözleşmesinde taraflardan her biri kendi hesabına hareket etmektedir. Portföy aracılığı hizmeti içeren bireysel sözleşmelere bakıldığında, müşteri yatırım kuruluşuna doğrudan onun portföyünde bulunan bir sermaye piyasası aracını, onun portföyünden almak ya da ona satmak üzere emir göndermektedir. Diğer bir deyişle,

¹⁷⁹ Seçer, s.51.

müşterinin yatırım kuruluşuna emre konu sermaye piyasası aracını piyasadan alması yönünde emir vermesi söz konusu olmamakta, müşteri bizzat yatırım kuruluşunun portföyüne yönelmektedir. Dolayısıyla, portföy aracısının kendi namına ve müşterisi hesabına hareket ederken sermaye piyasası araçlarına ilişkin emri kendi malvarlığından karşılaması söz konusu olmamakta; portföy aracılığı yapan yatırım kuruluşu, müşteri emrini yerine getirirken bizzat kendi nam ve hesabına işlem yapmaktadır. Ayrıca portföy aracısı olan yatırım kuruluşunun müşteriye hesap verme, saklama yapma, özen borcu ve çıkar çatışmalarını önleme gibi yükümlülükleri, portföy aracılığı içeren bireysel sözleşmeden değil, vekalet sözleşmesi niteliğini haiz olduğu sonucuna varılan çerçeve sözleşmeden kaynaklanmakta olduğundan, portföy aracısı yatırım kuruluşunun hesap verme yükümlülükleri dolayısıyla alım satım komisyoncusu olduğu sonucuna da varılması doğru olmamaktadır. Bu nedenle, portföy aracılığı içeren bireysel sözleşmenin hukuki niteliğinin alım satım komisyonculuğu olduğuna yönelik bir sonuca varılamamaktadır.

Bu kapsamda, kanuni tanımı uyarınca sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım satımı olan portföy aracılığının hukuki niteliğinin satım sözleşmesine karşılık geldiği sonucuna varılmaktadır. Yatırımcı çerçeve sözleşme ile sermaye piyasası araçlarının alım satımı konusunda yatırım kuruluşuna yetki vermekte; aracı kurum da temsilci sıfatıyla bu sermaye piyasası işlemlerine ilişkin olarak bireysel sözleşmeleri üçüncü kişilerle kurmak yerine, kendi malvarlığından satmakta ya da satın almakta; bu durumda yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında bir alım satım ilişkisi kurulmaktadır. Ancak taraflar arasındaki bireysel sözleşmenin satım sözleşmesi niteliğini haiz olması, çerçeve sözleşmenin vekalet niteliğini

etkilememekte; zira burada birbirinden bağımsız iki sözleşme ve iki farklı borç ilişkisi bulunmaktadır¹⁸⁰.



¹⁸⁰ İnceoğlu, s.148.

II. HALKA ARZA ARACILIK FAALİYETİ

A. Tanım

Sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek isteyen anonim ortaklıkların yatırım kuruluşlarından halka arza aracılık hizmeti alması zorunludur. Keza III-37.1 sayılı Tebliğ'in 55 inci maddesi ile VII-128.1 sayılı Tebliğ'in 30 uncu maddesi uyarınca, sermaye piyasası araçlarının halka arzının, halka arz eden ya da ihraççı ile yetkili yatırım kuruluşu arasında akdedilecek yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesine bağlanması zorunluluk arz etmekte; halka arz ve satışın yanında, SPK'ya başvuru süreçlerinin yürütülmesinden, halka arz fiyatının belirlenmesine kadar birçok iş görme ediminin yatırım kuruluşu tarafından gerçekleştirilmesi gerekmektedir¹⁸¹. Yine II-5.2 sayılı Tebliğ'in 28 inci maddesinde “*Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, yetkili kuruluş veya bu kuruluşlardan oluşan konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi esastır.*” denilmek suretiyle, halka arza aracılıkta yatırım kuruluşundan hizmet alınmasının zorunlu olduğu açıkça ifade edilmiştir. Bu bakımdan, Borsa İstanbul nezdinde sermaye piyasası aracına yatırım yapmak için yatırım kuruluşlarından alım satım aracılık hizmetinin alınmasının zorunlu olmasının yanında; halka arz için de halka arza aracılık faaliyetinden faydalanılması da zorunluluk arz etmektedir. Bu da halka arza aracılık faaliyetinin hukuki niteliğinin önemini artırmaktadır. Özellikle ilk halka arzda aracılık, doğru ve etkin satış yöntemlerinin kullanılması, hedef kitlenin belirlenerek etkili tanıtım sürecinin işletilmesi, halka arzın başarılı bir biçimde yürütülüp sonuçlandırılması bakımından önemli işlevler üstlenmektedir¹⁸². Uygulamada aracı kurumlar, halka arz ve satış süreçlerinin başından sonuna kadar rol oynamakta; fiyat saptanmasından, SPK ile

¹⁸¹ Ortaklık paylarının Borsa İstanbul A.Ş. Gelişen İşletmeler Piyasası'nda işlem görmesi amacıyla Kurula yapılan başvurularda halka arzda satışa aracılık sözleşmesi aranmaz.

¹⁸² Manavgat, Halka Arz, s.622.

ilişkilere, yüklenim taahhüdünden, pazarlama faaliyetlerine kadar geniş bir çalışma alanı içinde önemli işlevleri yerine getirmektedir¹⁸³.

B. Türleri

1. En iyi gayret aracılığı

En iyi gayret aracılığı, 6362 sayılı Kanun'un 37 nci maddesinin (f) bendi kapsamında, ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen satış süresi içinde satışa sunulması, satılmayan kısmının ise satışı yapana iade edilmesi ya da satılmayan bu sermaye piyasası araçlarının daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasıdır.

Adından da anlaşılacağı üzere en iyi gayret aracı yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının halka arzı için en iyi gayreti göstermekte, ihraççıya sunduğu hizmet sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara satışı ile tamamlanmakta; yatırım kuruluşu satılmayıp elde kalan araçların satışı için herhangi bir garanti vermemektedir. Dolayısıyla, halka arzı takiben satılmayan sermaye piyasası aracı bulunması durumunda ihraççı bu sermaye piyasası araçlarının satılmaması riskini bizzat kendisi yüklenmektedir.

Halka arza aracılık eden yatırım kuruluşunun, sermaye piyasası araçlarının satılmamasından kaynaklanacak fiyat düşüşü başta olmak üzere çeşitli riskleri üstlenmeyecek olması, en iyi gayret aracılığını ihraççılar bakımından tercih edilmeyen bir aracılık türü haline getirebilecektir. Ancak, yüklenim aracılığına kıyasla ihraççı bakımından maliyeti daha düşük olan en iyi gayret aracılığının tercih

¹⁸³ İnceoğlu, s.29.

edilmesinde, yapılacak maliyet-getiri analizinin etkisi olacaktır. Zira, SPK'nın VII-128.1 sayılı Tebliği'nin ilk halka arzda ön şartları düzenleyen 5 inci maddesinde, halka arz edilecek payların piyasa değerinin kırk milyon TL'nin üzerinde olması durumunda en iyi gayret aracılığı hizmeti alınmasının mümkün olduğunu düzenlediği görülmekte; dolayısıyla, göreceli olarak büyük halka arzlara yatırımcıların talebinin yüksek olacağı, tanıtım ve pazarlama faaliyetlerinin etkin biçimde yürütüleceği varsayımına dayanan bu düzenleme ile büyük halka arzlarda sermaye piyasası araçlarının satılmaması riskinin olmayacağı kabul edilmektedir¹⁸⁴. Bu kapsamda, halka arz edilecek paylarının değeri belirtilen miktarı aşan anonim ortaklıklar ile pay dışında sermaye piyasası aracı ihraç edenler tarafından en iyi gayret aracılığı hizmetinin tercih edilmesi mümkün görünmektedir.

En iyi gayret aracı olan yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının ihraç fiyatını belirleyecek, izahnamenin onayı¹⁸⁵ için gereken bilgi ve belgelerin SPK'ya sunulması sürecini yürütecek, yatırımcılardan talep toplayacak, sermaye piyasası araçlarının satışına yönelik olarak organizasyonlar düzenleyecek, satışı organize edecek ve nihayet sermaye piyasası araçlarının MKK nezdinde izlenen yatırımcı hesabına ya da MKK'daki ilgili hesaplara aktarılması ile birlikte satış sürecini tamamlayacaktır. Bu temel yükümlülüklerin dışında, satılmayan sermaye piyasası araçlarının satın alınması dışında, en iyi gayret aracılığı niteliğine uygun düşen ve aracılık sözleşmesinde belirlenen diğer esasların da yerine getirilmesi gerekecektir.

¹⁸⁴ Manavgat, Halka Arz, s.623.

¹⁸⁵ 6362 sayılı Kanun'un 4 üncü maddesi uyarınca, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve bu izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur. Ayrıca, izahnamenin ihraççı ve varsa halka arz eden ile yetkili kuruluş tarafından imzalanması gerekir. SPK, izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve belirlenen standartlara göre eksiksiz olduğunun tespiti hâlinde izahname ya da ihraç belgesinin onaylanmasına karar verir.

2. Yüklenim aracılığı

“Aracılık yüklenimi” olarak da kullanılmakta olan yüklenim aracılığı, 6362 sayılı Kanun’un 37 nci maddesinin (e) bendinde “sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi” şeklinde tanımlanmış ve esasları diğer yatırım hizmet ve faaliyetlerinde olduğu gibi SPK tarafından III-37.1 sayılı Tebliğ’de düzenlenmiştir.

Anılan Tebliğ’in 51 inci maddesinde dört alt tre ayrılarak ele alınan yüklenim aracılığını, en iyi gayret aracılığından ayıran temel husus, halka arz sürecinin sonunda satılmayan sermaye piyasası aracı kalması halinde, bu sermaye piyasası araçlarının satın alınmasının yatırım kuruluşu tarafından taahhüt edilmesidir. Bu garanti sayesinde, özellikle ilk halka arz gibi sermaye piyasası aracının satılmama riskinin yüksek olduğu hallerde, talep eksikliğinin yatırım kuruluşu tarafından giderilmesi söz konusu olmaktadır.

Tebliğ’de ele alınmış yüklenim aracılığı türleri şu şekildedir:

1. *Bakiyeyi yüklenim:* Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışa sunulması ve satılmayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasıdır. Burada yatırım kuruluşu tamamen ihraççı nam ve hesabına hareket etmektedir.

2. *Kısmen bakiyeyi yüklenim:* Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışa sunulması ve satılmayan kısmın bir bölümünün bedeli satış süresinin sonunda tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınmasıdır. Bakiyeyi yklenimden farkı, satılmayan sermaye piyasası araçlarının tümü değil, bir kısmı için satın alma taahhüdü verilmesidir.

3. *Tümünü yüklenim:* Sermaye piyasası araçlarının tamamının, bedeli satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle yatırım kuruluşunca satın alınması ve takiben halka satılmasıdır. Burada yatırım kuruluşu sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesabına satın almakta; yine kendi nam ve hesabına satmaktadır¹⁸⁶. Büyük miktarda alım satım işlemini henüz halka arzdan önce yapacak maddi yapıya sahip olunmadığı için, Türk sermaye piyasasında yatırım kuruluşlarının fazla tercih etmediği bir yöntem olarak kabul edilmektedir¹⁸⁷.

4. *Kısmen tümünü yüklenim:* Sermaye piyasası araçlarının bir kısmının satış başlamadan önce bedeli tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınarak halka satılmasıdır. Tümünü yüklenimden farkı, sermaye piyasası araçlarının tamamının değil, bir kısmının satın alınmasıdır.

Tebliğ ile düzenlenen bu halka arza aracılık alt türlerinden görüldüğü üzere, ihraççıların en iyi gayret ve yüklenim aracılığı olarak iki ana türü seçmek arasında bir mecburiyeti bulunmamakta; kısmen yüklenim alt türlerinin de tercih edilmesi mümkün görülmektedir. Ancak 6362 sayılı Kanun kapsamında yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin ikincil düzenleme yetkilisi olarak SPK, bazı hallerde yüklenim aracılığı faaliyetini zorunlu kılarak, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına karşı talep azlığı riskini bertaraf etmek istemiştir. 6362 sayılı Kanun'un 12 nci maddesinde SPK'nın satış süresi içinde satılamayan payların tamamının satın alınacağı ve bedellerinin ödeneceğinin ortaklığa karşı taahhüt edilebilmesini isteyebileceği düzenlenmiş; VII-128.1 sayılı Tebliğ'in 5 inci maddesinin yedinci fıkrası uyarınca da; payları ilk defa halka arz edilecek ortaklığın, ek satış hariç halka arz edilecek paylarının halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak piyasa değerinin;

¹⁸⁶ İnceoğlu, s.30.

¹⁸⁷ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.66.

a) Yirmi milyon TL'nin altında olması durumunda satılamayan payların tamamı için,

b) Yirmi milyon TL ile kırk milyon TL arasında olması durumunda ise, satılamayan payların yirmi milyona kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmının ise yarısı için

halka arzda satışa aracılık eden yatırım kuruluşlarının halka arz fiyatı üzerinden bu payları satın alacağına ilişkin olarak ortaklığa karşı yüklenimde bulunması ve izahnamenin Kurulca onaylanmasından önce yüklenim sözleşmesinin Kurula gönderilmesi zorunlu tutulmuştur. Bu yolla, yüklenim sayesinde henüz piyasada tanınmayan, işlem geçmişi olmayan, kamuya açıklanan bilgileri özümsememiş bir ortaklığın ilk pay satışında ortaya çıkabilecek talep eksikliklerinin olumsuz sonuçlarının giderilmesi amaçlanmıştır¹⁸⁸. Ancak doktrinde kırk milyon TL'ye kadar olan yüklenim zorunluluğu yeterli görülmemekte; öngörülemeyen dışsal etkenlerin tüm halka arzlar için geçerli olabileceği ifade edilerek, değeri kırk milyon TL'yi aşan pay ihraçlarında da kademeli bir yüklenim sisteminin belirlenmesinin yerinde olacağı ifade edilmektedir¹⁸⁹.

SPK'nın ilk halka arzlarda kırk milyon TL'yi aşmayan paylara yönelik yüklenim zorunluluğu içeren bu ihtiyatlı düzenleme anlayışı, yüklenim sözleşmesinin Kurulca incelenmesi zaruriyetini de içermektedir. Ayrıca, III-37.1 sayılı Tebliğ'in 55 inci maddesinde de yazılı halka arza aracılık sözleşmesinin asgari unsurlarının Kurulca belirleneceği de hükme bağlanmıştır. Görüldüğü üzere, halka arz sözleşmelerinin önemi dolayısıyla, bu konuda tarafların sözleşme serbestisi önemli

¹⁸⁸ Manavgat, Halka Arz, s.622.

¹⁸⁹ Manavgat, Halka Arz, s.623.

ölçüde kısıtlanmış ve SPK'ya bu konuda çeşitli yetkiler tanınmıştır¹⁹⁰. Kurul, yalnızca halka arza aracılık sözleşmelerinin asgari unsurlarını belirlemekle kalmayıp, ilk halka arzlarda, halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak piyasa değeri kırk milyon TL'yi aşmayan paylarda imzalanması zorunlu yüklenim aracılığı sözleşmelerini de incelemekle görevlidir.

C. Halka Arza Aracılık Faaliyetinde Bulunabilecek Yatırım Kuruluşları

Daha önce de belirtildiği üzere, aracı kurum ve bankaların gerçekleştirebilecekleri yatırım hizmet ve faaliyetleri SPK tarafından risk bazlı olarak ayrıştırılmış; yüksek riskli olarak kabul edilebilecek çeşitli faaliyetlerin bankalarca yerine getirilmesi oldukça sınırlandırılmıştır. Halka arza aracılık faaliyeti de bunlardan biridir.

6362 sayılı Kanun'un 39 uncu maddesinde, yatırım ve kalkınma bankalarının en iyi gayret ve yüklenim aracılığı faaliyetlerini SPK'dan izin almak kaydıyla gerçekleştirebileceği düzenlenmiş olup; bu düzenlemeden mevduat ve katılım bankalarının halka arza aracılık hizmeti veremeyecekleri sonucuna varılmaktadır. Keza III-37.1 sayılı Tebliğ'in 52 nci maddesinde de söz konusu faaliyetin ancak aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankaları tarafından gerçekleştirilebileceği hükme bağlanmıştır¹⁹¹.

Özellikle yüklenim aracılığının, bu faaliyeti sunan yatırım kuruluşu bakımından önemli bir mali risk oluşturduğu açıktır. SPK'nın yatırım hizmetlerine ilişkin ihtiyatlı yaklaşımı bu hususa ilişkin olarak asgari özsermaye yükümlülüğünün

¹⁹⁰ İnceoğlu, s.31.

¹⁹¹ Bu ayırımı çıkar çatışması önlenmesi amaçlarıyla bağlantısı için bkz: Bölüm II.B.3.e.

artırılması olarak karşımıza çıkmaktadır. Seri:V, No:34 sayılı Tebliğ'in 7 nci maddesi uyarınca, en iyi gayret aracılığı sunmak üzere yetki alan ve dolayısıyla "kısmi yetkili" sıfatını kazanan bir aracı kurumun asgari özsermayesinin on milyon TL; yüklenim aracılığına yetkili olan ve dolayısıyla "geniş yetkili" sıfatını haiz bir aracı kurumun asgari özsermayesinin ise yirmibeş milyon TL olması zorunlu kılınmıştır. Halka arza aracılık faaliyetinin aracı kuruma yüklediği risk arttıkça, özermayelerinin de yükselmesi ile, satılmayan sermaye piyasası araçlarının satın alınması yükümlülüğüne katlanma kapasitelerinin artması amaçlanmıştır.

D. Halka Arza Aracılık Faaliyeti Kapsamında Yatırım Kuruluşlarınca Gerçekleştirilecek İşlemler

1. Kamunun Aydınlatılması

Şüphesiz halka arz, bir anonim ortaklığın sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara sunulması anlamına geldiğinden, yatırımcıların güvenini kazanması esas olan halka arz eden ortaklığa yönelik kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin önemi büyüktür. Sermaye piyasası hukukunun omurgasını oluşturan kamuyu aydınlatma kavramı, halka arzdan, yeniden yapılanma işlemlerine, belli büyüklüğe erişen pay alım satım işlemlerinden, nitelikli günlük işlemlere kadar her düzenlemenin temelini oluşturmaktadır¹⁹². 6362 sayılı Kanun uyarınca sermaye piyasalarının güvenilir ve şeffaf şekilde işleyebilmesi amacına ulaşmanın temel yolu, yatırımcıların yatırım kararlarını alırken yeterince bilgilendirilmiş olmasından geçmektedir. Halka arzlarda kamuyu aydınlatmak için hazırlanması gereken ana belge ise izahnamedir. İzahname,

¹⁹² Manavgat, Halka Arz, s.188.

sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç edenler hakkında en ayrıntılı kamuyu aydınlatma belgesidir.

6362 sayılı Kanun'un 4 üncü maddesinde, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi için izahname hazırlanması ve bu izahnamenin SPK tarafından onaylanmasının zorunlu olduğu düzenlenmiştir; SPK'nın II-5.1 sayılı Tebliği'nde de izahname hazırlanmasına ilişkin usul ve esaslara yer verilmiştir. Söz konusu Tebliğ uyarınca, izahnamenin ve izahnamede yer alacak bilgilerin halka arz eden ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve SPK tarafından gerekli görülen bilgileri açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda hazırlanması, SPK tarafından belirlenen standartlara uygun, tam ve güncel olması, yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir bir şekilde hazırlanması ve bilgi ve açıklamaların gerektiğinde belgeye dayandırılması zorunludur.

Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca izahname hazırlanması görevi, yatırımcıları bilgilendirmekle yükümlü taraf olan ihraççıyla birlikte, halka arza aracılık eden yatırım kuruluşunun da halka arz ve satışa yönelik işlemleri gerçekleştirmekle yükümlü olması, izahname hazırlanması ile ilgili çeşitli yükümlülükleri olmasını gündeme getirmiştir. II-5.1 sayılı Tebliğ'in 7 nci maddesi uyarınca, izahnamenin halka arza aracılık eden yatırım kuruluşu tarafından da imzalanması gerekmektedir. Bu imza da bir sorumluluğu beraberinde getirmekte; 6362 sayılı Kanun'un 10 uncu maddesi uyarınca, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden esas olarak ihraççı sorumlu olmakla birlikte; zararın ihraççıdan tazmin edilemeyeceğinin açık olması durumunda, halka arza aracılık eden lider aracı kurumun kusuruna ve durumun gereklerine göre zarar kendisine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olması söz konusu olmaktadır. Ayrıca, Kanun'un

“Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk” başlıklı 32 nci maddesi kapsamında, izahnameyi imzalayan yatırım kuruluşunun sorumluluğu doğabilecektir.

2. Fiyat Tespiti

Halka arza aracılık hizmeti sunacak yatırım kuruluşunun en önemli ve temel işlevlerinden biri, halka arz fiyatının tespit edilmesidir. Zira bu fiyatın ihraççı ortaklığın piyasa değerini en gerçekçi şekilde yansıtması durumunda, talep azlığı ya da satış sonrası ani fiyat düşüşleri gibi uygulamada sıkça rastlanan olumsuz durumların önüne geçilmesi söz konusu olacaktır. Ayrıca, halka arz fiyatının ne olduğu yatırımcılar açısından ortaklığın durumuna ilişkin önemli bir gösterge olarak da ele alınabilmektedir. Halka arz fiyatının düzeyi, halka arz edilecek payların oransal büyüklüğü ve ortaklığın dahil olduğu sektörün özellikleri gibi etkenlerle birlikte değerlendirme yapılarak belirlenmektedir¹⁹³.

Aracılık eden yatırım kuruluşlarınca halka arz fiyatı tespitinin gerçeği yansıtan şekilde yapılması, fiyat düşüşlerinin önüne geçilmesinin yanısıra, piyasa suçlarının önlenmesi için de önem arz etmektedir. Zira ABD sermaye piyasalarında özellikle 90’lı yıllarda yaşanan halka arzlarda, yüklenicilerin müşterileri ile yaptıkları “*tie-in*” anlaşmaları yoluyla, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarında yapay bir piyasa oluşturdukları tespit edilmiştir. Buna göre, yüklenimde bulunan yatırım bankalarının, ilk halka arzdan pay almak isteyen müşterilerine, aynı payın ikincil piyasasında belli miktarda alım yapma zorunluluğu getirdiği; halka arz fiyatını düşük belirleyerek bu müşterilerin yüksek miktarda alım yapmasını kolaylaştırdığı ve böylece kendi

¹⁹³ Manavgat, Halka Arz, s.630.

müşterilerini kullanarak halka arz ettiği paylarda manipülatif işlemler gerçekleştirdiği tespit edilmiş; fiyat tespitinin doğru yapılmasının önemi artmıştır¹⁹⁴.

Fiyat tespitine ilişkin olarak SPK düzenlemelerine bakıldığında, III-37.1 sayılı Tebliğ'in 54 üncü maddesinde, halka arz fiyatının sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde göstermesi için azami özenin gösterilmesi gerektiği; fiyat tespit raporunda fiyat belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin neden seçildiği gibi detaylara yer verilmesinin esas olduğu hükme bağlanmış ve yatırım kuruluşunun sorumluluklarının altı çizilmiştir. Bunun yanında, VII-128.1 sayılı Tebliğ'in 29 uncu maddesinde, halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda hazırlanacak fiyat tespit raporunun KAP'ta ilan edilmesi gerektiği düzenlenmiş; payların ilk halka arzında yatırım kuruluşunun fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı asgari üç halka arza ilişkin fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu raporların bu maddenin ikinci fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan edilmiş olmasının zorunlu olduğu da hükme bağlanmıştır. Görüldüğü üzere, halka arza olan talebi ve ortaklığın sermaye piyasası araçlarının gelecekteki akıbetini de belirlemesi açısından büyük önemi haiz olan fiyat tespitinin, tecrübeli yatırım kuruluşlarınca gerçekleştirilmesinin sağlanması, fiyat tespit raporlarına SPK tarafından verilen önemi göstermektedir¹⁹⁵. Fiyat tespitinin mevzuata aykırı gerçekleştirilmesi yatırım kuruluşunun sermaye piyasası mevzuatı uyarınca sorumluluğunu doğuracaktır.

¹⁹⁴ Aggarwal, R.J./ Purnanandam A.K./ Wu, G.: "Underwriters Manipulation in Initial Public Offerings", University of Minnesota, 2006.

¹⁹⁵ Fiyat tespitine ilişkin detaylar için bkz. Manavgat, Halka Arz, s.627 vd.

3. Ön Talep Toplama

Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için yatırımcılara yapılan genel bir çağrı niteliğindeki halka arz, halka arz edenler açısından önemli mali sonuçlar doğuracağından, yatırımcıların halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına olacak taleplerinin ölçülmesi önem arz edecektir. Talebin ölçülmesi özellikle payların ilk kez halka arz edilmesinde daha da önem kazanmaktadır. Zira henüz yatırımcılarca bilinmeyen ve daha önce sermaye piyasalarında rolü olmayan şirketlerin, ilk kez yatırımcıların takdirine sunacakları paylarına yönelik arzı ölçmesi, halka arzın gidişatını etkileyebilecektir.

SPK mevzuatında bu durum gözetilerek, ilk halka arz ve halka açık ortaklıkların paylarının ikincil halka arzında talebin ölçümünü sağlamak üzere ön talep toplama yapılabilmesi imkanı getirilmiştir. VII-128.1 sayılı Tebliğ'in 20 nci maddesinde, payların ilk halka arzında ya da halka açık ortaklıkların ikincil pay ihraçlarında, halka arza aracılık eden yatırım kuruluşunun, izahnamenin SPK tarafından onaylanmasından önce yatırımcılardan ön talep toplamasına izin verilmiştir. Önceden belirlenmiş bir fiyat aralığından gerçekleştirilecek bu talep toplama, yatırımcılar açısından herhangi bir bağlayıcılık oluşturmayacak; yalnızca halka arz edenlerin paylarına olası talebi ölçmelerini sağlayacaktır.

4. Satışın Gerçekleştirilmesi

Halka arz, yalnızca sermaye piyasası araçlarının satın alınması için yapılan çağrıyı değil, satışı da içerecek şekilde bir süreçtir. Dolayısıyla, yatırım kuruluşlarının halka arza aracılık faaliyeti de satış sürecine ilişkin işlemleri de

kapsamaktadır. SPK tarafından satış sürecine verilen önem, bu süreç için çıkarılan ayrı bir tebliğ ile de kendini göstermektedir. Keza söz konusu II-5.1 sayılı Tebliğ'in 28 inci maddesi uyarınca, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışının halka arza aracılık eden yatırım kuruluşu vasıtasıyla yapılması zorunludur.

II-5.1 sayılı Tebliğ, halka arzlar dahil tüm ihraçlara ilişkin satış süreçlerini detaylı olarak düzenlemekte olup; yatırım kuruluşlarının halka arza aracılık kapsamında sahip oldukları yetki ve görevler de bu Tebliğ hükümler ile ele alınmıştır. Yatırım kuruluşları, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışını izahnamede belirtilen satış koşullarına ve ilgili mevzuattaki diğer kurallara uygun olarak gerçekleştirmekle yükümlüdürler.

Mezkur Tebliğ'in 10 uncu maddesinde, halka arz yoluyla yapılan ihraçlarda satış süreleri ele alınmış; yetkili yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası araçlarının halka arzına en erken, izahnamenin ve fiyat tespit raporunun yayımlanmasını takip eden üçüncü gün başlayabilecekleri; satış süresinin iki ila yirmi işgünü aralığında olabileceği hükme bağlanmıştır. Halka arza aracılık eden yatırım kuruluşu da satış sürecini operasyonel olarak söz konusu sürelerle uygun olarak yürütecektir.

Yatırım kuruluşlarınca yürütülecek bu halka arz yoluyla satış sürecinde talep toplama yoluyla satış, talep toplanmaksızın satış ve borsada satış olmak üzere üç yöntem kullanılması mümkündür. İhraççılar bakımından ihtiyari ve bir projeksiyon niteliğinde olan ön talep toplamadan farklı olan talep toplama yöntemi, II-5.1 sayılı Tebliğ'in 14 üncü maddesinde düzenlenmiş olup; bu yöntemde sermaye piyasası araçlarının dağıtımının yalnızca talepte bulunanlar arasında yapılması söz konusudur. Anılan Tebliğ'in 15 inci maddesinde ele alınan talep toplanmaksızın satışta ise belirlenen fiyattan doğrudan halka arz edilme söz konusudur. Borsada satış yöntemi

ise, Borsa İstanbul tarafından belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde gerçekleştirilen bir diğer satış yöntemidir¹⁹⁶.

Bu süreçte yatırımcılar satın almak istedikleri sermaye piyasası aracının bedelini, ihraca ilişkin belgelerde yer alan süre içinde ilgili banka hesabına aktarılmak üzere yatırırlar ve varsa düzenlenen talep formunu doldurup imzalarlar. Satışa ilişkin operasyonel süreçlerin yatırım kuruluşlarınca yürütülmesini takiben, alım yapan yatırımcıların MKK nezdindeki hesaplarına halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının dağıtımının ve tahsisatının yapılması, halka arz sürecini sonuçlandırmaktadır. II-5.1 sayılı Tebliğ'in 5 inci maddesi uyarınca da, 6362 sayılı Kanun'un 13 üncü maddesi çerçevesinde kayden izlenen sermaye piyasası araçlarının MKK nezdinde izlenen yatırımcı hesabına ya da MKK'daki ilgili hesaplara aktarılması ile birlikte satış tamamlanır.

5. Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlerin Yapılması

Halka arz edilen payların satışının ardından, fiyatlarının istikrarlı bir seviyede seyretmesi yatırımcılar, ihraççı ortaklık ve aracılık eden yatırım kuruluşu bakımından önem arz etmektedir. Bu noktada, fiyat belirsizliğinin bulunduğu ya da fiyatın hızla ters yönde değişebileceği dönemlerde, halka arz fiyatındaki düşüşleri önleme işlevi gören fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler devreye girmektedir¹⁹⁷. VII-128.1 sayılı Tebliğ'in 11 inci maddesinde düzenlenen bu işlemler, paylar borsada işlem görmeye başladıktan sonra halka arzda satışa aracılık eden yatırım kuruluşu, halka arzın konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda ise lider ya da varsa eş lider

¹⁹⁶ Yatırım kuruluşlarının satış sürecindeki operasyonel işlemleri, piyasa yapıcılık ve likidite sağlayıcılık gibi rolleri, Borsa İstanbul yönergelerinde düzenlenmiştir.

¹⁹⁷ Manavgat, Halka Arz, s.656.

yatırım kuruluğu tarafından, fiyat istikrarının sağlanması için pay alımında bulunulması olarak tanımlanmaktadır.

İlgili yatırım kuruluğu, halka arza konu payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok otuz gün süreyle, borsa fiyatı halka arz fiyatının altına düştüğünde, halka arz edilen paylarda alım yapacak, fiyatın halka arz fiyatının altına düşmüş olması halinde, geri halka arz fiyatına çıkmasını temin edecektir. Tebliğ'in 11 inci maddesinin yedinci fıkrasında, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde alım emri verilemeyeceği düzenlemesi karşısında, yatırım kuruluşunun fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerle fiyatı halka arz fiyatının üstüne çıkarması mümkün olmayacaktır. Keza bu işlemlerin amacı, halka arz fiyatının altına düşen fiyatı tekrar halka arz fiyatına çekmek ve böylece istikrarsız seyreden fiyatların satış süresinin hemen ardından halka arzı kötü etkilemesinin önüne geçmek olduğundan; halka arz fiyatının üstünde alım yapılarak, payın piyasa değerinin üzerinde kıymet görmesinin sağlanması bu amaçla bağdaşmayacaktır.

Bu işlemlerin yapılabilmesi için, halka arza ilişkin izahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması şarttır. Zira esasında halka arza aracılık eden yatırım kuruluşunun, halka arz edilen paylarda alım yaparak bu payın fiyatının piyasa koşulları çerçevesinde düşmesini önlemesi, yapay bir fiyat oluşturmaya yönelik manipülatif işlem olarak değerlendirilebilecektir¹⁹⁸. Keza 6362 sayılı Kanun'un bilgi suiistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçlarından istisna olan halleri düzenleyen 108'inci maddesinde, ilgili düzenlemelere uygun olarak icra edilmek kaydıyla fiyat istikrarını sağlamak amacıyla, ilgili payların piyasa fiyatının önceden belirlenmiş bir süre için desteklenmesi için alım ya da satım yapılmasının sermaye piyasası suçu

¹⁹⁸ Manavgat, Halka Arz, s.655.

teşkil etmeyeceği hüküm altına alınmıştır. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin bilgiye izahnamede yer vermek suretiyle kamunun aydınlatılması bu işlemlerin manipülatif niteliğinin ortadan kalkmasına yardımcı olmaktadır.

6. Ek Pay Satışı

Ek pay satışı tıpkı fiyat istikrarını sağlamak üzere yatırım kuruluşunca pay alımı yapılması gibi, halka arz sonrası fiyatı belli bir seviyede tutmayı sağlayan yöntemlerdendir. VII-128.1 sayılı Tebliğ'in 24 üncü maddesi uyarınca, halka arz sonrasında toplanan kesin talebin satışı sunulan payların nominal değerinden fazla olması halinde, bu talebin karşılanması amacıyla ek pay satışı gerçekleştirilebilecektir. Ek pay satışına konu paylar, ortaklar tarafından satılabileceği gibi; halka arzda satışı aracılık eden yatırım kuruluşlarından biri tarafından, ortaklardan ödünç alınarak ödünç alımlı satış yoluyla da satılabilecektir.

Ortaklardan ödünç alma yöntemiyle yatırım kuruluşu tarafından ek pay satışı gerçekleştirilmesi halinde, yatırım kuruluşu bakımından bir açığa satış işlemi söz konusu olmakta; yatırım kuruluşu mülkiyetinde bulunmayan payları yatırımcıların taleplerini karşılamak için ortaklardan ödünç alarak piyasaya satmaktadır¹⁹⁹. Ortaklar ile yatırım kuruluşu arasında imzalanan ödünç sözleşmesinin, ödünç alınan payların yatırım kuruluşu tarafından ödünç veren ortaklardan, halka arz fiyatından satın alınmasını kapsayan bir alım hakkı içermesi zorunludur. Sözleşmeyi imzalayan yatırım kuruluşu, ödünç aldığı payları, ilgili paylar borsada işlem görmeye başladıktan sonra alım hakkı kullanım süresi içinde borsadan satın alarak ortaklara

¹⁹⁹ Manavgat, Halka Arz, s.663.

teslim edebileceği gibi; bu süre içinde söz konusu sözleşme çerçevesinde alım hakkını kullanmak suretiyle ortaklara ilgili payların bedellerini ödemek yoluyla da yükümlülüğünü kapatabilecektir. Yatırım kuruluşunun bu yollardan hangisini tercih edeceği, halka arzı takiben payın fiyatının halka arz fiyatına oranla ne durumla olduğuyula ilgilidir. Halka arz sonrasında ek pay satışının mümkün olduğu zaman diliminde, payın piyasa fiyatı halka arz fiyatının altına düşerse, ortaklardan ödünç aldığı payları piyasaya satmış olan yatırım kuruluşu, piyasadan düşük fiyattan bu payları satın alarak ortaklara olan ödünçü geri verme yükümlülüğünü yerine getirecek; fiyat farkı kadar kar elde edecek; böylece alım emri girmek suretiyle payın piyasa fiyatının düşmesinin önüne geçecektir. Eğer tersine piyasa fiyatı halka arz fiyatının üzerinde seyrederse, ödünç sözleşmesinde belirlenmiş alım hakkı fiyatından halka arz eden ortaklıktan bu payları satın alıp, ödünç pozisyonunu kapatacak; bu durumda da payları piyasa fiyatından daha düşük satmak zorunda kalan halka arz eden, fiyat düşüşünün riskini taşıyacaktır.

E. Halka Arza Aracılık Faaliyetinin Yürütülmesine İlişkin Usul ve Esaslar

1. Belirlenen ve Kamuya Açıklanan Esaslara Uygun Hizmet Vermek

Halka arza aracılık faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilkeler, SPK tarafından III-37.1 sayılı Tebliğ'in 54 üncü maddesinde ele alınmıştır. Yatırım kuruluşları, yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütürken yerine getirmek durumunda oldukları temel yükümlülüklerin yanında, söz konusu maddede sayılan usul ve esaslara da uyacaklardır.

Halka arza aracılık eden yatırım kuruluşlarının bu yükümlülüklerinden ilki, halka arza aracılık işlemlerini izahname ve satışa ilişkin diğer belgelerde, ilan ve reklamlarda ve halka arza aracılık sözleşmesinde belirlenen esaslar çerçevesinde yürütmesidir.

6362 sayılı Kanun'un 3 üncü maddesi uyarınca, halka arz eden hakkında yatırımcıların sağlıklı bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi olan izahname, halka arz esnasında yatırımcıların kararını belirleyen temel dokümandır. Bu nedenle, yatırım kuruluşunun halka arz faaliyetini yerine getirirken izahname başta olmak üzere ihraca ilişkin belgelerde belirlenen usuller çerçevesinde hareket etmesi gerekmektedir. Keza yatırımcıların yatırım kararını şekillendiren önemli nitelikteki tüm bilgiler, toplu ve sistemli şekilde izahname bünyesinde kamuya sunulmaktadır.

İzahnamenin yanında, halka arza ilişkin ilan ve reklamların yapılması da halka arza aracılık faaliyetinin bir parçasıdır. Zira bu husus, III-37.1 sayılı Tebliğ'in halka arza aracılık faaliyetini tanımlayan 51 inci maddesinin üçüncü fıkrasında açıkça hükme bağlanmıştır. İzahnamenin temel kamuyu aydınlatma belgesi olmasının yanında, halka arza ilişkin ilan ve reklamların yatırımcının bilgilendirilmesi ve yatırım kararını oluşturmada önem teşkil ettiği açıktır.

Halka arza aracılıkta yapılacak ilan ve reklamlara ilişkin temel düzenleme esasen, III-39.1 sayılı Tebliğ'in "*Reklam, ilan ve duyurular*" başlıklı 41 inci maddesinde yer almaktadır. 2016 yılında yapılan Tebliğ değişikliği ile başta kaldıraçlı işlemler olmak üzere tüm yatırım hizmet ve faaliyetleri bakımından yatırım kuruluşlarının reklam ve ilan esaslarına ilişkin düzenlemenin detaylandırılması ihtiyacı karşılanmıştır. Bu düzenleme uyarınca yatırım hizmet ve faaliyetlerine

ilişkin her türlü yazılı basın, internet, telefon, radyo, televizyon, sinema gibi iletişim kanalları ile her türlü yazılı, görsel, elektronik araç ve ortam üzerinden yapılacak ilan, reklam ve duyurularda objektif olunması; yalan yanlış ve yanıltıcı bilgi verilmemesi; yatırımcıların bilgi eksikliklerini istismar edici açıklama yapılmaması esastır. Ayrıca bu reklam ve ilanlarda getiri ya da zarara karşı garanti taahhüdünde bulunulması yasak olduğu gibi, portföy büyüklüğü, müşteri sayısı ve işlem hacmi gibi kanıtlanması mümkün olan veriler bakımından kaynak sunulması gerekmektedir.

Halka arza aracılık eden bir yatırım kuruluşunun bu halka arza ilişkin yaptığı reklam ve ilanların, bu kurallara uygun şekilde gerçekleştirilmesini takiben; reklam ve ilanlarda yatırımcılara sunulan bilgiler çerçevesinde hizmet sunulması gerekmektedir.

Bu başlık altında incelenecek diğer yükümlülük çerçevesi ise halka arza aracılık sözleşmesinde belirlenen esaslara uygun hareket edilmesidir. III-37.1 sayılı Tebliğ'in 55 inci maddesi uyarınca, sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını halka arz eden ile yetkili yatırım kuruluşu arasında akdedilecek yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesine bağlanması şarttır. Genel anlamıyla bir borçlar hukuku sözleşmesi olan ve halka arz edenle yatırım kuruluşu arasındaki ilişkinin esaslarını belirleyen bu sözleşmeye uygun hareket etmenin, sözleşmeler hukukunun temel esası olduğu açıktır. Tebliğ'in söz konusu maddesinde halka arza aracılık sözleşmesinin asgari unsurlarının SPK tarafından belirleneceği belirtilmekle birlikte, 6362 sayılı Kanun ve bu Kanun uyarınca çıkarılan ikincil mevzuat kapsamında asgari unsurların güncellenmesi söz konusu olmadığından,

2499 sayılı mülga Kanun döneminde belirlenen asgari unsurlar geçerliliğini korumaktadır²⁰⁰.

2. Piyasa Bozucu Eylemden Kaçınmak

Yatırım kuruluşlarının halka arz sırasında piyasa bozucu eylem niteliğinde olabilecek faaliyetlerde bulunmaması esastır. 6362 sayılı Kanun'un 104 üncü maddesinde piyasa bozucu eylemler, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki, suç oluşturmayan eylem ve işlemlerdir. Hükümde suç oluşturmama ile kast edilen, bu işlemlerin 6362 sayılı Kanun'un 106 ncı maddesinde düzenlenen bilgi suiistimali ya da 107 inci maddesinde düzenlenen piyasa dolandırıcılığı suçlarının unsurlarını taşımamasıdır. Kanun'un 104 üncü maddesinde sayılan şartları haiz bir eylemin, sermaye piyasası suçu teşkil etmemesi halinde, piyasa bozucu eylem olarak ele alınması ve idari para cezasına tabi tutulması söz konusudur.

Esasen 6362 sayılı Kanun'un 104 üncü maddesi ile sermaye piyasası işlemi gerçekleştiren tüm gerçek ve tüzel kişiler bakımından yasaklanan ve yaptırıma tabi tutulan piyasa bozucu eylemlerin, halka arza aracılık yapan yatırım kuruluşları bakımından yasak olduğunun III-37.1 sayılı Tebliğ'in 54 üncü maddesinde ayrıca ele alınmasının gerekliliği tartışılabilir. Ancak, halka arz esnasında piyasa bozucu eylem oluşturabilecek işlemlerin, yatırımcılara oranla bilgi asimetrisini lehine kullanabilecek konumdaki yatırım kuruluşlarınca gerçekleştirilmesi son derece

²⁰⁰ Halka arza aracılık sözleşmesinin asgari unsurları için bkz: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/24>. Erişim tarihi: 02.04.2019.

mümkün olduğundan, bu hususun tekrar ele alınması caydırıcılığı artırabilecektir. Örneğin, halka arz eden nezdinde yapılan araştırmada müşterisinin yakın tarihte büyük ve verimli bir birleşmenin parçası olacağını ve dolayısıyla pay değerinin yükseleceğini öğrenen bir yatırım kuruluşu, gerek kendisi, gerek kendisiyle birlikte çalışanların nam ve hesabına yapacakları alımlarla menfaat sağlayabilecek ya da yaptığı incelemelerde o yıl halka arz eden müşterisinin düşük kar dağıtacağını öğrenen yatırım kuruluşu, elinde bulundurduğu payları yüksek borsa rayicinden satarak, pay fiyatı düşüşünden ve kar payı kaybından kurtulabilecektir²⁰¹. Bu nedenle SPK tarafından yatırım kuruluşlarının piyasa bozucu eylemlerden kaçınması gerektiği açıkça düzenlenmiştir.

3. Halka Arzda Ücret Dışında Menfaat Temin Etmek

Halka arza aracılık eden yatırım kuruluşunun bir diğer yükümlülüğü, halka arza aracılık faaliyeti esnasında hak kazandığı ücret dışında, kendisine ya da üçüncü kişilere menfaat sağlayacak işlemlerde bulunmamaktır.

Halka arza aracılık eden yatırım kuruluşu, özellikle ilk halka arzlarda, halka arz eden ortaklık hakkında en kapsamlı bilgiyi haiz olan ve bu bilgiyi lehine kullanabilecek konumdaki bir kurumdur. Halka arz fiyatını belirlerken dahi kendi menfaatine sonuçlar doğurabilecek olan yatırım kuruluşunun, sermaye piyasalarında güvenin sağlanmasını teminen bu bilgi asimetrisini kendisi ya da üçüncü kişiler lehine kullanmasının önüne geçilmesi önemlidir. Aksi halde, halka arza aracılık hizmeti kapsamında hak kazandığı ücretin yanı sıra, kendisi ya da üçüncü kişilerin

²⁰¹ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.130.

portföyü lehine alım-satım yapmak suretiyle kar elde etmesi de söz konusu olabilecektir.

4. Halka Arz Eden Hakkında Detaylı İnceleme Yapmak

III-37.1 sayılı Tebliğ'in 54 üncü maddesi ile halka arza aracılık edecek yatırım kuruluşları için öngörülen bir diğer yükümlülük, halka arza aracılık hizmeti sundukları ihraççı hakkında detaylı ve dikkatli inceleme yapmaktır.

Halka arza aracılık edilmesi, sözleşmenin diğer tarafı olan halka arz eden yanında, halka arz sürecine katılacak yatırımcılar ve hatta bir bütün olarak piyasa açısından sorumluluk yüklenilmesini beraberinde getirmektedir. Halka arza aracılık edecek olan yatırım kuruluşu, SPK başvuru sürecini de yürüteceğinden, kamu otoritesinden de önce halka arz eden hakkında bilgi sahibi olmakta; izahname hazırlanması ve halka arz fiyatının belirlenmesi başta olmak üzere, halka arz edenin piyasa çeşitli yollarla tanıtmaktadır. Bu bakımdan, yatırım kuruluşunun halka arz edenin mali durumu, yatırım araçları ve süreçleri, finansal hali ve kapasitesi gibi bir çok önemli konuda bilgi sahibi olması büyük önemi haiz olmaktadır. Halka arz edenin piyasaya karşı şeffaflığının sağlanması, yatırım kuruluşunun bir görevidir.

Bunun yanında, halka arz edene karşı, bu faaliyetin en iyi şekilde yerine getirilmesi için de gerekli araştırma ve incelemenin yapılmasından geçmektedir. Yatırım kuruluşu bu sayede halka arz eden müşterisi için en doğru pazarlama ve satış stratejilerini uygulayabilecektir.

5. Kamuya Açıklanmamış Bilgilerin Gizli Tutulması

Halka arz sürecinde esas olan, halka arz eden hakkında tüm önemli bilgilerin yatırımcılar ve diğer piyasa katılımcıları ile paylaşılması olmakla birlikte, sermaye piyasası mevzuatının icazet verdiği bazı hallerde, bilgilerin kamuya açıklanması ertelenebilmektedir. SPK'nın II-15.1 sayılı Tebliği uyarınca ihraççı, sorumluluğu kendisine ait olmak üzere, meşru çıkarlarının zarar görmemesi için içsel bilgilerin kamuya açıklanmasını, yatırımcıların yanıltılmasına yol açmaması ve bu bilgilerin gizli tutulmasını sağlayabilecek olması kaydıyla erteleyebilecektir.

Halka arza aracılık eden yatırım kuruluşu ise, müşterisi nezdinde detaylı ve dikkatli inceleme yapma yükümlülüğü çerçevesinde, kamuya açıklanmamış bu bilgileri haiz olabilecek konumdadır. Dolayısıyla, yatırım kuruluşunun elde ettiği bu kamuya açıklanmamış bilgileri, halka arza aracılıkla bilgili birim dışında çalışan diğer personelinden dahi koruyacak önlemleri alması zorunluluk arz etmektedir. Aksi halde kamuya açıklanmadıkça bu bilgiye ulaşma imkânı olmayan yatırımcı ve diğer piyasa aktörleri aleyhine ciddi bir bilgi asimetrisi oluşması söz konusu olabilecek; bu durum halka arz esnasında piyasa bozucu eylemlere yol açılması ve halka arzdan alınan ücret dışında menfaat elde edilmesi ile sonuçlanabilecektir. İmtiyazlı biçimde elde edilen bu bilgilerden habersiz olan yatırımcılarla yapılacak işlemler, halka arza aracılık eden yatırım kuruluşuna büyük kazançlar sağlayabilecektir²⁰². Bu nedenle kamuya açıklanmamış bilgilerin gizliliğinin sağlanması, halka arza aracılık eden yatırım kuruluşunun diğer yükümlülüklerinin ihlaline dahi yol açabilecek niteliktedir.

Esasen III-39.1 sayılı Tebliğ'in yatırım kuruluşlarında çıkar çatışması politikasını düzenleyen 12 nci maddesinde, yatırım kuruluşlarınca çıkar çatışması

²⁰² Manavgat, Aracı Kurumlar, s.130.

politikaları oluşturulurken halka arza aracılık kapsamında elde edilen ihraççı bilgilerinin gizliliğinin sağlanması gerektiği açıkça düzenlenmiştir. Bütün yatırım kuruluşları için geçerli olan bu kuralın yanında, bir de halka arza aracılık eden yatırım kuruluşları bakımından, müşterileri nezdinde yapılan incelemelerde veya başka bir şekilde elde ettikleri henüz kamuya açıklanmamış bilgilerin gizliliğini temin yükümlülüğü de getirilmesi, sermaye piyasalarında dürüstlük ve şeffaflığı daha etkin temin etmeye yöneliktir. Yatırım kuruluşu, halka arza aracılık işlemlerini yürüten birimin personeli dışında diğer çalışanlarının dahi bu kamuya açıklanmamış bilgilere erişiminin önlenmesini sağlamakla yükümlüdür. Sermaye ve finans piyasalarında “*Chinese Wall*” olarak adlandırılan ve global anlamda yıllardır üzerinde çalışılan bu husus, sermaye piyasası kurumu nezdinde içsel ve önemli bilgiye sahip olanların diğer çalışanlardan ayrılması ve bu bilginin güvenliğinin çalışanlar arasında da sağlanmasını amaçlamaktadır²⁰³.

II-15.1 sayılı Tebliğ’e bakıldığında, nezdinde kamuya açıklanmamış bilgiler olan ihraççının da bu bilgilerin güvenliğini sağlamakla sorumlu tutulması, bu bilgilerin güvenliğinin çift taraflı korunması amacına hizmet etmektedir.

F. Aracılık Konsorsiyumu

Sermaye piyasası mevzuatında, halka arza aracılığın tek bir yatırım kuruluşunca yapılması zorunlu tutulmamış, bu hizmetin yatırım kuruluşlarınca oluşturulacak bir konsorsiyum tarafından yürütülebileceği yönünde düzenlemelere yer verilmiştir. II-5.2 sayılı Tebliğ’in 28 inci maddesinde, sermaye piyasası

²⁰³ Chinese Wall ve çıkar çatışması ilişkisine ilişkin olarak bkz: Bölüm II.B.3.e.

araçlarının halka arzının, yetkili kuruluş veya bu kuruluşlardan oluşan konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesinin esas olduğu düzenlemesi, bu oluşuma icazet verilmesine yönelik en açık düzenlemedir. Keza SPK düzenlemelerinde kavram olarak aracılık konsorsiyumunun tanımına yer verilmediği görülmektedir.

Konsorsiyum, iki veya daha çok gerçek ya da tüzel kişiden her birinin belli bir işi yapmak maksadı ile ortaklaşa taahhüt etmiş oldukları işin bir bölümünün yerine getirilmesinin sorumluluğunu diğerlerinden bağımsız olarak yüklenmek suretiyle katkılarını birleştirmeleridir²⁰⁴. Türk Dil Kurumu tarafından “*aracılık yüklenimi birlikteliği*” olarak tanımlanan aracılık konsorsiyumu, bir halka arzı müştereken gerçekleştirmek üzere yetkili birkaç yatırım kuruluşunun bir araya gelmesi ve bir adi ortaklık oluşturmasıdır. Sermaye piyasaları açısından ise bu kavram, ihraç ya da halka arz edenin sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının halka arzında, satışa aracılık etmek üzere SPK tarafından yetkilendirilmiş birden fazla yatırım kuruluşunun oluşturduğu birlik olarak tanımlanabilecektir.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzının çok yönlü çalışmayı gerektirmesi ve çoğunlukla üstlenilen riskin büyük olması, yatırım kuruluşlarını işbirliğine yöneltmektedir²⁰⁵. Böylece riskler paylaşılmakta ve sermaye piyasası araçlarının daha fazla sayıda yatırımcıya ulaşması sağlanmaktadır. Kaldı ki, 6362 sayılı Kanun’un 42 nci maddesi uyarınca, yatırım hizmet ve faaliyetleri itibariyle yüklenilebilecek mali sorumluluğun azami sınırının SPK tarafından belirleneceği düzenlemesi karşısında, halka arz sırasında yatırım kuruluşunca yüklenilebilecek taahhütlerin tutarının SPK’nın sermaye yeterliliği düzenlemelerinde öngörülen

²⁰⁴ Tekinalp, Ü.: “Joint Venture”, Prof. Dr. Yaşar Karayalçın’a 65. Yaş Armağanı, Ankara 1988, s. 162.

²⁰⁵ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.97.

sınırları aşması mümkün olmamaktadır²⁰⁶. Ancak bazı büyük halka arzlarda, bu sınırın aşılması söz konusu olabildiğinden, konsorsiyumların önemi artmaktadır.

Aracılık konsorsiyumu oluşturulmasının diğer sebepleri arasında, ihraççıların özellikle bazı banka ve aracı kurumlar ile çalışmak istemeleri; bilgi asimetrisinin azaltılmasının sağlanması; halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının değerinin en doğru şekilde oluşmasının sağlanması; bazı halka arzların yapıldığı bölge ya da sektörün deneyim gerektirmesi gibi gerekçeler de sayılmaktadır²⁰⁷.

Halka arzı üstlenen yatırım kuruluşları arasında bir konsorsiyum oluşturulması halinde, bunların kendi aralarında yazılı bir konsorsiyum sözleşmesi imzalaması zorunludur. Bu sözleşmede, yetkili kuruluşlardan en az biri konsorsiyum lideri olarak belirlenecek, birden fazla konsorsiyum üyesinin eş lider olarak belirlenmesi mümkün olabilecektir. Konsorsiyum sözleşmesinde her bir eş liderin görev ve sorumlulukları açıkça belirtileceği gibi; izahnamenin lider ile eş liderler tarafından imzalanacağı, konsorsiyum adına ve ayrıca yetki verilmiş olması kaydıyla ihraççı adına Kurul nezdindeki başvuru işlemlerinin lider tarafından yürütüleceği açıkça belirtilmek zorundadır.

²⁰⁶ Halka arza aracılık, yalnızca geniş yetkili aracı kurumlarla kalkınma ve yatırım bankaları tarafından yerine getirilebilmekte; geniş yetkili aracı kurumların asgari özsermayesi ise her yıl yeniden değerlendirilmek kaydıyla yirmi beş milyon TL olarak öngörülmektedir. SPK'nın Seri:V, No:34 sayılı Tebliği'nin 9 uncu maddesi uyarınca, aracı kurumların, aracılık yüklenimi nedeniyle oluşan borçları veya taahhütleri, takas kurumlarına ve müşterilerine olan borçları dahil, bilançoda yer alan tüm kısa ve uzun vadeli borçların toplamı, sermaye yeterliliği tabanının on beş katını aşamayacaktır.

²⁰⁷ Kara, M.S.: Aracılık Konsorsiyumu, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt 23, Sayı 1, 2015, s.318.

G. Halka Arza Aracılık Sözleşmelerinin Türk Hukuku Bağlamında Değerlendirilmesi

1. Giriş

Halka arza aracılık sözleşmesi, Anglosakson Hukuku kökenli bir sözleşme türüdür. Genel bir ifade ile bu terimin, mevzuata göre ihraç ve halka arz işlemlerine aracılık etme yetkisine sahip bulunan bir yatırım kuruluşu ile ihraççı ortaklık ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi arasında, ihraç ya da halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara satışına aracılık yapılması amacıyla akdedilen sözleşme olduğu ifade edilmektedir²⁰⁸.

Sermaye piyasası mevzuatına bakıldığında, halka arza aracılık sözleşmesinin unsurlarının düzenlemeye kavuşturulmadığı; 6362 sayılı Kanun'da halka arza aracılık faaliyetlerinin ele alındığı; III-37.1 sayılı Tebliğ'in "*Halka arza aracılık sözleşmesi*" başlıklı 55 inci maddesinde "*Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını ihraç eden ve/veya halka arz eden ile yetkili yatırım kuruluşu arasında akdedilecek yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesine bağlanması şarttır.(...)*" hükmünün bulunduğu; bunlar dışında anılan sözleşmenin esaslı unsurlarının belirlenmemiş olduğu görülmektedir. Bu nedenle isimsiz bir sözleşme²⁰⁹ niteliğini haiz olan halka arza aracılık sözleşmelerinin hukuki niteliğinin, türleri bakımından ayrı ayrı ele alınmasında fayda görülmektedir.

Öte yandan alım satım aracılığı çerçeve sözleşmelerinden farklı olarak, halka arza aracılık sözleşmesine yatırımcıların taraf olmadığını; bu kez sözleşmede

²⁰⁸ Ayoğlu, T.: Sermaye Piyasası Hukuku'nda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Doktora Tezi, 2006, s.159.

²⁰⁹ Unsurları yahut bunların bir araya geliş tarzları kanunen düzenlenmemiş sözleşmeler isimsiz sözleşme olarak nitelendirilmektedir. Bir sözleşmenin isimli sözleşme olabilmesi için kanunlarda ismen belirtilmesi yeterli olmayıp, sözleşmenin en azından esaslı unsurlarının (*essentialia negotii*) kanunda düzenlenmiş olması gereklidir. Bkz. Kuntalp, s.3-4.

yatırım kuruluşunun karşısında halka arz edenin bulunduğu altının çizilmesinde fayda görülmektedir. Yine bu sözleşmeler, alım satım aracılığı sözleşmelerinden farklı olarak sürekli bir borç ilişkisi yaratan çerçeve sözleşme niteliğini haiz değildirler. Halka arz edilen sermaye piyasası aracının, aracılığın türüne bağlı olarak, satılması ya da satılması ve bakiyenin satın alınması hedeflerine yönelen; bu hedeflerin gerçekleştirilmesi ile sona eren, ani edimli bir sözleşmenin söz konusu olduğu görülmektedir. Bu nitelikler de hukuki nitelendirmede önem arz edebilecektir.

2. En İyi Gayret Aracılığının Hukuki Niteliği

a. Doktrindeki Görüşler

Yatırım kuruluşu, bu tür aracılık sözleşmelerinde sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmeyi yükümlenmekte ve gerçekleştirdiği satış tutarı üzerinden ücrete hak kazanmakta; yüklenim aracılığından farklı olarak yatırım kuruluşunun halka arza konu olan sermaye piyasası araçlarını (kısmen ya da tamamen) satın almak gibi bir yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu itibarla da, yatırım kuruluşunun ediminin sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmek ile sınırlı bulunduğu ve herhangi bir sonuç taahhüdü içermediği ifade edilmektedir²¹⁰.

En iyi gayret aracılığına ilişkin görüşlerin büyük bir bölümü, bu aracılık türünün kim nam ve hesabına yürütüldüğüne yönelik olmuştur. Keza 2499 sayılı Kanun'da alım satım ya da halka arza aracılık ayrımı yapılmaksızın, aracılık faaliyetlerinin müşteri nam ve hesabına ya da kendi namına, müşteri hesabına

²¹⁰ Ayoğlu, s.216.

yürütülmesi yönünde düzenlemelere yer verilmiştir. Bu kapsamda görüş bildirenlere göre, en iyi gayret aracı yatırım kuruluşunun halka arz eden nam ve hesabına hareket etmesi halinde iç ilişkide vekalet, dış ilişkide ise doğrudan temsil söz konusu olmakta; yatırım kuruluşunun kendi namına, halka arz eden hesabına hareket etmesi durumunda ise iç ilişkide komisyonculuk, dış ilişkide ise dolaylı temsil sözleşmesi ortaya çıkmaktadır²¹¹.

6362 sayılı Kanun ve ilgili Tebliğlerde ise halka arza aracılık faaliyeti yönünden kimin nam ve hesabına hareket edildiğine yönelik düzenlemeler kaldırılmış; doğrudan yüklenimde bulunulmasına ya da bulunulmamasına, yani edimin içeriğine göre ayırım yapılması yoluna gidilmiştir.

Bu değişikliğin yerindelik teşkil ettiği düşünülmektedir. Keza İNCEOĞLU tarafından da belirtildiği üzere, en iyi gayret aracılığının yatırım kuruluşu tarafından teoride kendi namına fakat müşteri hesabına yürütülmesi mümkün görünmekle beraber, uygulamada aracı kuruluşun satış işlemini kendi adına ihraççı hesabına gerçekleştirmesinin sağlanması, hiçbir yararı olmayan bir uygulama olacaktır²¹². Zira halka arzda, yatırım kuruluşundan ziyade, halka arz edenin kim olduğu önem arz etmekte; yatırımcılar başta izahnameden olmak üzere, halka arz eden hakkında sahip oldukları bilgiler çerçevesinde sermaye piyasası aracına değer atfederek satın almaktadırlar. Bu bakımdan bir yatırım kuruluşunun yatırımcılara satış yaparken kendi namına fakat halka arz eden hesabına hareket etmesinin uygulamada bir karşılığı bulunmamaktadır.

²¹¹ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.85; Ünal, s.78 ve Seçer dn.95'te yer verilen yazarlar.

²¹² İnceoğlu, s.80.

Ancak, uygulamada en iyi gayret aracılığının her zaman halka arz eden nam ve hesabına gerçekleştirildiği hesaba katıldığında, bu sözleşmenin bir vekalet sözleşmesi olduğu yönünde görüşlerin gözetilmesi yerinde olmaktadır²¹³.

b. Değerlendirme

TBK md.502-514 arasında düzenlenen vekalet sözleşmesinin unsurları, vekilin, vekalet verene karşı iş görme borcu altına girmesi, iş görmenin kanunla düzenlenmiş bir başka iş görme sözleşmesi çeşidinin konusunu oluşturmaması, vekilin iş görmeden başarılı bir sonuç elde edilmemesi tehlikesini taşımaması, güven ilişkisi ve her zaman fesih hakkı olarak sıralanabilecektir.

Öncelikle, en iyi gayret aracılığının kanunla düzenlenmiş bir başka iş görme sözleşmesinin konusunu oluşturup oluşturmadığına bakıldığında, bu ilişkinin alım satım komisyonculuğu teşkil edebileceğine ilişkin görüşler gündeme gelmektedir. Bu görüşlere göre, halka arza aracılığın halka arz eden hesabına, fakat yatırım kuruluşu namına gerçekleştirilmesi, alım satım komisyonculuğunu gündeme getirmektedir. Ancak, halka arzda yatırım kuruluşundan ziyade, halka arz edenin kim olduğunun önem arz etmesi ve yatırımcıların halka arz eden hakkında sahip oldukları bilgiler çerçevesinde sermaye piyasası aracına değer atfederek satın alması, en iyi gayret aracılığının uygulamada her durumda halka arz eden nam ve hesabına gerçekleştirilmesini gerektirmektedir. Bir yatırım kuruluşunun en iyi gayret aracılığı kapsamında yatırımcılara satış yaparken, kendi namına fakat halka arz eden hesabına hareket etmesinin uygulamada bir karşılığı bulunmamaktadır. Bu şekilde bir

²¹³ Seçer, s.31; Sümer, s.59, Manavgat, Aracı Kurumlar, s.84.

uygulama ile en iyi gayret aracılığının yatırım kuruluşu namına, halka arz eden hesabına gerçekleştirilmesi söz konusu olsaydı, bu ilişkinin hukuki niteliğinin alım satım komisyonculuğu olduğu söylenebilecekti.

En iyi gayret aracı yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçlarının satışına halka arz edenin nam ve hesabına aracılık etmenin yanında, halka arz edilecek sermaye piyasası aracının fiyat tespitini yapmak, izahname hazırlanması sürecinde aktif olarak rol almak, halka arz eden hakkında detaylı inceleme yapmak ve kamunun en doğru şekilde aydınlatılmasını sağlamak, pazarlama ve organizasyon faaliyetlerini yürütmek ve SPK'ya başvuru süreçlerini idare etmek gibi birçok iş görme edimi bulunmaktadır. Bu edimler dolayısıyla halka arza aracılık eden yatırım kuruluşu yalnızca müşterisi konumundaki halka arz edene değil, yatırımcılara karşı da sorumlu bir konumdadır. Keza özellikle ilk halka arzlarda dikkat çekici şekilde yatırımcılar aleyhine işleyen bilgi asimetrisini en aza indirmenin yolu, halka arz eden hakkında inceleme yapması dolayısıyla detaylı bilgilere sahip olan yatırım kuruluşundan geçmektedir. Dolayısıyla en iyi gayret aracılığının incelenmesi esnasında bu tür yükümlülüklerin de gözetilmesinde fayda görülmektedir. En iyi gayret aracı yatırım kuruluşu, özellikle küçük yatırımcıların korunması ve piyasalarda güvenin sağlanmasını teminen, sermaye piyasası aracının değerinin en doğru ve objektif belirlenmesi için çalışmakta; ayrıca, izahnamenin hazırlanmasına ilişkin süreçte de aktif, etkin ve yönlendirici rol oynayarak, halka arz eden nezdinde detaylı incelemeler gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasalarında en iyi gayret aracılığı, işin nasıl yapılacağına iradi olarak halka arz edenden bağımsız olduğu, önceden SPK tarafından belirlenmiş süreçlere bağlı olarak yürütülmektedir. Yatırım kuruluşu izahnamede yatırımcılara bilgi sunarken, halka arz edenin talimatlarından

tamamen bağımsız olarak, gerçek durumu yansıtan bilgileri vermekle yükümlüdür. Bu ve benzeri yükümlülükler de yatırım kuruluşunun klasik anlamda bir vekil gibi vekalet verenin tam talimatı altında çalışıp çalışmadığı ve dolayısıyla en iyi gayret aracılığının vekalet sözleşmesi olup olmadığı hususunu tartışmaya açık hale getirmektedir. Keza AYOĞLU tarafından bu sebeple en iyi gayret aracılığının klasik anlamda bir vekalet sözleşmesi olmayıp, “*sui generis iş görme sözleşmeleri*” olduğu sonucuna varılmakta²¹⁴; yatırım kuruluşunun, halka arz edenin sermaye piyasası aracının değerini artırmak için fiyatı gerçeğe aykırı şekilde yüksek belirlemesi yönündeki talimatıyla bağlı kalmasının, SPK’nın fiyatın objektif belirlenmesine yönelik düzenlemeleri karşısında düşünülemeyeceği örneği verilmektedir²¹⁵.

TBK’nın 505 inci maddesi uyarınca, vekilin vekalet verenin talimatından ayrılabilmesi için, vekalet verenden izin alma imkanı bulunmamalı ve ek olarak vekalet veren durumu bilseydi onun da izin vereceği açık olmalıdır²¹⁶. Yani vekalet ilişkisi vekili, vekalet verenin koyduğu kurallara göre yürütmekle yükümlü kılmaktadır. Ancak sermaye piyasası gibi sıkı kamu gözetim ve denetimi altında bulunan, SPK tarafından konulmuş kurallar çerçevesinde yürüyen bir yapıda, en iyi gayret aracı yatırım kuruluşunun, vekil konumundaki halka arz edenin tam talimatı altında çalıştığı söylenmesi, yatırım kuruluşunun sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerinin ve sistemik öneminin göz ardı edilmesi anlamına gelebilecek ve bu kapsamda en iyi gayretin vekalet sözleşmesinden ayrılarak atipik

²¹⁴ Ayoğlu (s.222) tarafından bu sözleşmelerin “*sui generis iş görme sözleşmeleri*” olduğu sonucuna varılmakla birlikte, doğru kavramın “*atipik*” olduğu düşünülmektedir. Keza, doktrinde kimi yerde atipik sözleşme deyimi, *sui generis* sözleşme ile aynı anlamda kullanılmakla birlikte, bu iki kavram aynı şeyi ifade etmemektedir. *Sui generis* sözleşme, kanunen düzenlenmemiş ve tümüyle kanuni tipik sözleşmelerin hiçbirine ait olmayan unsurlardan meydana gelen sözleşmeler iken; atipik sözleşmeler, kanunda düzenlenen tipik sözleşmelerin kapsamında girmekle beraber, içerdiği kimi bireysel özellikler dolayısıyla kanun koyucunun söz konusu tipi düzenlerken esas aldığı kanuni modelden uzaklaşan sözleşmelerdir. Bkz: Kuntalp, s.12 vd.

²¹⁵ Ayoğlu, s.220.

²¹⁶ Gümüş, s.156.

hale geldiği sonucuna varılabilecektir. Ancak bu değerlendirmede vekilin vekalet verenin hukuka ve ahlaka aykırı talimatları ile bağlı olmadığı hususunun gözetilmediği düşünölmektedir. Zira vekalet ilişkisinde vekil, vekalet verenin talimatı altında çalışmakla birlikte, vekalet verenin talimatlarının hukuka aykırı olması halinde, vekilin bu talimatları yerine getirmemesi halinde sorumluluğu doğmayacaktır²¹⁷. Diğer bir deyişle, TBK md.26 ve 27'nin kıyasen uygulanmasıyla, hukuka aykırı talimatlar vekil için batıl olup, bunlara uyulması zorunlu deęildir²¹⁸. Dolayısıyla yalnızca vekaletini aldığı halka arz edeni değil, genel olarak sermaye piyasasının menfaatlerini de gözetmesi gereken bir konumda olan yatırım kuruluşu, her halükarda sermaye piyasası mevzuatına aykırı talimatları hukuka aykırı olduğu için yerine getirmeyecektir. Kaldı ki, vekil konumundaki yatırım kuruluşunun, vekalet veren ile arasında hizmet ilişkisinden farklı olarak bağımlılık ilişkisi olmadığından, vekalet verenin vekile yönelik işin organizasyonu ve görölme yeri bakımından davranış talimatı verme hakkının bulunmadığı da kabul edildięinden²¹⁹; halka arz eden, vekaletini verdiği yatırım kuruluşunun halka arzı sermaye piyasası mevzuatında belirlenmiş prosedürlere göre yürütmesini engelleyecek davranış talimatları veremeyecektir. Dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatına ve önceden SPK tarafından belirlenmiş halka arz kurallarına uyması gereken yatırım kuruluşunun, koşulsuz ve şartsız olarak halka arz edenin talimatları altında çalışmamasının, en iyi gayret aracılığını vekalet ilişkisi olmaktan çıkarmak için yetersiz kaldığı düşünölmektedir.

En iyi gayret aracılığında tıpkı vekalet sözleşmesinde olduğu gibi yatırım kuruluşu halka arz edenin başarılı bir sonuç elde etme rizikosunu taşımamaktadır.

²¹⁷ Yavuz, s.657;

²¹⁸ Gümüş, s.157.

²¹⁹ Gümüş, s.157.

Vekil belli bir sonuca ulaşmak için belli bir yönde iş görmekte, ancak sonucun vekilin gerekli özeni göstermesine rağmen elde edilememesi tehlikesi vekalet verene ait olmaktadır. Dolayısıyla yüklendiği iş görme edimini yerine getirirken azami özeni gösteren en iyi gayret aracı yatırım kuruluşu, yalnızca bu özenin gösterilmemesi halinde sorumlu olabilecek; sürecin sonunda halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının satılmaması rizikosunun üstlenmesi söz konusu olmayacaktır.

Bu gerekçeler ışığında, uygulamada her durumda halka arz eden nam ve hesabına gerçekleştirilen en iyi gayret aracılığının hukuki niteliğinin vekalet sözleşmesi olduğu sonucuna varılmakta; dolayısıyla en iyi gayret aracılığında TBK'nın vekalet sözleşmelerine ilişkin hükümlerinin uygulanması gerektiği yönündeki doktrin görüşüne tarafımızca da katılmaktadır.

3. Yüklenim Aracılığının Hukuki Niteliği

a. Tümünü Yüklenim Aracılığının Hukuki Niteliği

“Tümünü yüklenim” ya da diğer adıyla “kesin bağlantı” aracılığında, halka arz edilen sermaye piyasası araçları, satış başlamadan önce yatırım kuruluşu tarafından doğrudan satın alınarak; yatırım kuruluşu nam ve hesabına halka satılmaktadır. Bu aracılık türünde halka arz eden ile yatırımcılar arasında herhangi bir akdi ilişki kurulmamaktadır.

Doktrinde bu aracılık türüne ilişkin görüşler temel olarak ikiye ayrılmaktadır. İlk görüşe göre²²⁰, yatırım kuruluşunun tamamen kendi nam ve hesabına hareket

²²⁰ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.56 ve 76; Ünal, s.75-76; Sümer, s.61; Seçer, s.33 ve Ayoğlu, dn.758'de yer alan yazarlar.

etmesi dolayısıyla halka arz eden ile yatırım kuruluşu arasında bir alım-satım sözleşmesi kurulmaktadır.

İkinci görüşte olan İNCEOĞLU'na göre ise, yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçlarını ihraççıdan satın alarak halka satmayı taahhüt etmesi halka arz edenin menfaatlerinin ağır bastığı bir saf inançlı işlem olup; yatırım kuruluşunun sonucun istenilen şekilde olmamasına ilişkin rizikoyu üstlenmesi inanç sözleşmesinin *sui generis* nitelikte kabul edilmesini gerektirmektedir²²¹.

TBK'nın 207 nci maddesinde düzenlenen satım sözleşmesi, satıcının satılanın zilyetlik ve mülkiyetini alıcıya devretme; alıcının ise buna karşılık bir bedel ödeme borcu üstlendiği; para karşılığı herhangi bir malın mülkiyetinin devredildiği bir hukuki ilişkidir. Tarafların değiştirme taahhüdünü taşıyan icap ve kabul, rızai bir sözleşme²²² olan satım sözleşmesinin kurulması için gerekli ve yeterli unsurlar olup; satılan teslimi ve paranın ödenmesi bu sözleşmenin kurulması için gerekli değildir²²³. Satım sözleşmesinde taraflardan birinin diğerine sözleşme gereğince hesap verme borcu bulunmamakta; taraflardan her biri kendi adına hareket etmektedir²²⁴.

Doktrindeki görüşler bu bilgiler ışığında değerlendirildiğinde, öncelikle tümünü yüklenim sözleşmesinin salt bir alım-satım sözleşmesi olduğu yönündeki görüşe katılmak mümkün olmamaktadır. Keza halka arza aracılık eden yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinin organize edilmesi, uygun pazarlama stratejilerinin belirlenmesi, izahnamenin düzenlenmesi, satışı yapılacak araçların kayda alınması, satış fiyatı ve halka arz zamanlamasının tespiti konularında iş görme edimlerini yerine getirmekte ve bu süreçteki belirli iş ve işlemleri SPK

²²¹ İnceoğlu, s.89-91.

²²² Rızai sözleşmeler tarafların yalnızca irade açıklaması ile meydana gelen, başka bir merasime ihtiyaç duymayan sözleşmelerdir.

²²³ Yavuz/Acar/Özen, s. 27.

²²⁴ Seçer, s.51.

nezdinde bizzat takip etmektedir. Bu hizmet süreçlerinin sonunda halka arz edilen sermaye piyasası araçları yatırım kuruluşu tarafından kendi nam ve hesabına satın alınmaktadır.

Satın alınan bu sermaye piyasası araçlarının halka tekrar satılması ise tamamen halka arz edenden bağımsız bir süreç olarak, satın alan yatırımcı ile yatırım kuruluşunun inhisarında işlemekte; yatırım kuruluşu ihraççıdan satın aldığı sermaye piyasası araçlarını, dilediği zamanda elden çıkarma ya da stratejik bakımdan uygun görmesi halinde elinde tutma hakkına sahip bulunmaktadır²²⁵.

Dolayısıyla tümünü yüklenim sözleşmesi, satıştan önceki halka arzı yürütme süreçleri bakımından en iyi gayret aracılığı sözleşmesi ile örtüşmektedir. Bu bakımdan tümünü yüklenim sözleşmesinin içeriğinde bir vekalet sözleşmesi bulunduğu sonucuna varılmaktadır. En iyi gayret aracılığında olduğu gibi, izahname hazırlanması, fiyat tespiti, organizasyon ve pazarlama faaliyetlerinin yürütülmesi ve SPK nezdinde başvuruların gerçekleştirilmesi gibi birçok iş görme ediminin yerine getirilmesinin ardından yatırım kuruluşu, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarını bizzat kendisi halka arz edenden satın almakta; sonrasında kendi mülkiyetinde bulunan bu sermaye piyasası araçlarını yatırımcılara kendi nam ve hesabına satmaktadır. Dolayısıyla halka arz eden nam ve hesabına iş görme edimlerinin ardından oluşan sermaye piyasası araçlarının satın alınmasına yönelik ilişkide bir satım akdinin bulunduğu görülmektedir. Dolayısıyla tümünü yüklenim aracılığının vekalet sözleşmesi ile klasik anlamda alım-satım sözleşmesinin unsurlarını kanunen öngörülme bir şekilde bir araya getirmiş bir karışık muhtevalı akit olduğu sonucuna varılmaktadır. Bu bakımdan, yatırım kuruluşunun halka arzı organize

²²⁵ Ayoğlu, s.235.

etmeye yönelik edimlerine vekalet, sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki edimine ise satım akdi hükümlerinin kıyasen uygulanmasının söz konusu olacağı kanaatine varılmaktadır²²⁶.

b. Bakiyeyi Yüklenim Aracılığının Hukuki Niteliği

Bakiyeyi yüklenim aracılığında yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının halka arzı sürecindeki iş görme edimlerinin yanında, satış süresi sonunda satılamayanların satın alınmasını üstlenmektedir. Dolayısıyla tıpkı diğer aracılık türlerinde olduğu gibi yatırım kuruluşu öncelikle halka arz sürecine ilişkin pazarlama, izahname hazırlama, fiyat tespiti gibi görevleri ifa edecek; diğer halka arza aracılık türlerinden farklı olarak ise satış süresinin sonunda yatırımcılarca satın alınmayan sermaye piyasası araçlarını kendisi satın alacaktır.

Doktrinde bakiyeyi yüklenim aracılığının hukuki niteliğine ilişkin temel olarak üç görüş bulunduğundan söz edilebilecektir. İlk ve en yaygın görüşe göre²²⁷, yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçlarının satışını üstlenmesiyle, halka arz edenle arasında bir vekalet ilişkisi kurulmakta; yatırım kuruluşu vekalet akdinin kendisine yüklenmediği bir rizikoyu akdi bir taahhülle üstlenmekte; satın alma borcu ile bu vekalet akdi arasında iradi ve ekonomik bütünlük bileşik sözleşme boyutunun da ötesinde olduğundan, satın alma borcunun vekalet akdinin bir yan yükümlülüğü olarak değerlendirilmesi söz konusu olmakta ve böylece bakiyeyi yüklenim sözleşmesi bir vekalet akdi olarak karşımıza çıkmaktadır.

²²⁶ Aynı yönde; Ayoğlu, s.236. Ayrıca karışık muhtevalı akitlere uygulanacak hukuk kurallarının belirlenmesine yönelik görüşler için bkz: dn.230.

²²⁷ Manavgat, Aracı Kurum, s.86; Kaytaz, s.98; Ayoğlu sn.731'de yer alan yazarlar.

Diğer bir görüşe göre ise²²⁸, bakiyeyi yüklenim aracılığı, garanti sözleşmesinin bir türü olan başkasının fiilini taahhüt olmakta; zira yatırım kuruluşu yatırımcıların fiilini halka arz edene karşı taahhüt ederek, yatırımcılar satın almazsa, yatırım kuruluşunun uğrayacağı zararını kabul etmektedir.

Son görüşü savunan İNCEOĞLU²²⁹ ise, satın alma taahhüdünün vekalet akdinin bir yan yükümlülüğü olarak kabulünün mümkün olmadığını; bu taahhüdün asli bir borç olarak kabul edilmesi gerektiğini; keza bu borcun tam aracılığı karakterize eden bir özelliği olduğunu; bu nedenle tam aracılık sözleşmesinin kanunda yer almayan bu geciktirici şarta bağlı satım sözleşmesi ile birlikte bir atipik sözleşme olarak değerlendirilmesi gerektiğini; yatırım kuruluşunun halka arz sürecindeki hizmetlerinin vekalet akdiyle örtüştüğünü ve bu hizmetlerin en iyi gayret aracılığından farklı olmadığını; dolayısıyla soğurma görüşü²³⁰ kapsamında bu atipik sözleşmeye vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması gerektiğini öne sürmektedir.

Son olarak AYOĞLU'nun²³¹ görüşleri incelendiğinde; satın alma taahhüdünün bir garanti sözleşmesi olarak kabulünün mümkün bulunmadığı; ayrıca bu taahhüdün bakiyeyi yüklenim sözleşmesine karakteristik özelliğini vermesi dolayısıyla vekalet akdinin bir yan yükümlülüğü olarak değerlendirilmesinin mümkün olmadığını; ancak

²²⁸ Ünal, s.75.

²²⁹ İnceoğlu, s.85-87.

²³⁰ Karışık muhtevalı akde hangi hükümlerin uygulanacağını belirlenmesine yönelik olarak doktrinde soğurma (imtisas) görüşü, birleştirme (terkip) görüşü, kıyasen uygulama görüşü ve yaratma görüşü olmak üzere 4 temel görüş bulunmaktadır. Soğurma görüşüne göre karışık muhtevalı akde, içerdiği sözleşme unsurlarından hangisi ağır basmakta ise ona ilişkin hükümler doğrudan doğruya uygulanmalıdır. Birleştirme görüşüne göre, karışık muhtevalı akde ihtiva ettiği sözleşme hükümleri doğrudan doğruya uygulanmalıdır. Kıyasen uygulama görüşüne göre, karışık muhtevalı akit kanuna yabancı olduğundan kanun hükümleri bu sözleşmeye ancak kıyasen uygulanabilecek; yalnız Borçlar Kanunu'nun genel hükümleri doğrudan; özel hükümleri ise kıyasen uygulanacaktır. Yaratma görüşüne göre ise, yargıç kendisi bir kanun koyucu gibi hareket ederek taraf menfaatlerine en uygun soyut ve genel kuralı uygulayacaktır. Bkz. Kuntalp, s.228 vd.

²³¹ Ayoğlu, s. 227 vd.

bu aracılık türünde vekalet ve şarta bağlı satım sözleşmelerinin birleşik sözleşme olarak da bir araya gelmedikleri; en iyi gayret aracılığının *sui generis* bir iş görme sözleşmesi olduğu hatırlatılarak, bakiyeyi yüklenimin de *sui generis* iş görme sözleşmesi ile şarta bağlı bir alım-satım akdinin birleşiminden oluşan karışık muhtevalı bir akit olduğu; ancak bu akde soğurma görüşü uyarınca vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulanmasının doğru olmadığı; zira halka arz etmek ve satılmayanı satın alma taahhütlerinden hangisinin ağır bastığını belirlemenin mümkün olmadığı; dolayısıyla, *sui generis* bir iş görme sözleşmesinin ve şarta bağlı bir satım sözleşmesinin söz konusu olması nedeniyle, bakiyeyi yüklenim türü sözleşmelere vekalet ve satım akdi hükümlerinin, bu sözleşmenin niteliğine uygun düşükleri ölçüde, yani kıyasen uygulanmaları gerektiği ifade edilmiştir.

Öncelikle, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin ilk aşamasını oluşturan ve en iyi gayret aracılığı ile paralel şekilde çeşitli iş görme edimlerini içeren kısmın hukuki niteliğinin bir vekalet sözleşmesi olduğu değerlendirilmektedir. Zira, bakiyeyi yüklenim aracılığında, satışın tamamlanmasına kadar olan sürecin en iyi gayret aracılığından herhangi bir farkı yoktur. Keza burada da yatırım kuruluşu, halka arz eden nezdinde incelemelerde bulunarak en gerçekçi ve objektif fiyatı belirleyecek; izahname hazırlanmasına yardımcı olacak; pazarlama ve organizasyon işlerini yürütecek ve SPK nezdindeki başvuru süreçlerini işletecektir.

Bakiyeyi yüklenimi, en iyi gayret aracılığından ayıran, satılmayan sermaye piyasası araçlarının yüklenici tarafından satın alınması yükümlülüğünü içeren aşamanın hukuki niteliğinin irdelenmesi ise, bir bütün olarak bu aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğini belirleyecektir. Öncelikle bakiyeyi yüklenim sözleşmesindeki satılmayan araçların satın alınması borcunun, satıştan önceki süreci

karakterize eden hukuki ilişkinin bir yan edimi olduğunu söylemek kanımızca mümkün olmayacaktır. Zira yatırım kuruluşunun bu satın alma borcu, bakiyeyi yüklenim sözleşmesine karakterini ve hatta adını vermekte; bu borcun yokluğu bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin karakterini ortadan kaldırarak, onu en iyi gayret aracılığına dönüştürmektedir. Dolayısıyla bakiyeyi yüklenim türü sözleşmede satın alma yükümlülüğü üzerinde tarafların anlaşamaması durumunda, bu sözleşmenin kurulması mümkün bulunmamaktadır. Bu da satın alma yükümlülüğünü bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin esaslı noktası halinde getirmekte; tarafların birbirine uygun irade beyanlarının sözleşmenin esaslı noktalarını²³² kapsamaması halinde sözleşme kurulmakta; esaslı noktalar dışında kalan yan edim yükümlülükleri ise sözleşmenin kurulmasına etki etmemektedir²³³. Sözleşmelerde yan edimler birer tali nokta olup; hukuk düzenince irade beyanının esaslı unsurlarından sayılmayan bu edimler için doktrinde yan kayıt deyimi de kullanılmaktadır²³⁴. Bu nedenle, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin varlığına etki eden önemdeki satın alma borcunu vekalet sözleşmesine bir yan edim olarak bağlayan görüşe katılmamız söz konusu olmamaktadır.

TBK'nın 170 inci maddesi uyarınca, tarafların koymuş oldukları bir kayıtle, hukuki işlemin sonuç doğurmasını, gelecekte gerçekleşmesi şüpheli bir olguya bağlamaları halinde, geciktirici şart söz konusu olmakta; geciktirici şarta bağlı sözleşme, ancak şartın gerçekleştiği andan başlayarak hüküm ifade etmektedir. Geciktirici şart, katıldığı irade beyanının mantığı ve hukuki bir bütün içinde ayrılmaz bir parçasını ve dolayısıyla objektif bakımdan tali, subjektif bakımdan ise esaslı bir

²³² Esaslı noktalar, objektif ya da subjektif bakımdan esaslı noktalar olarak ikiye ayrılmakta olup; objektif bakımdan esaslı noktalar kanunen sözleşmenin meydana gelmesi için mutlaka bulunması gereken noktalar; subjektif bakımdan esaslı noktalar ise taraflardan birinin diğer tarafça açıkça bilinebilir biçimde, bunlarda anlaşma olmadıkça sözleşmenin kurulmasına razı gelmeyeceği, olmazsa olmaz şartlardır. Bkz. Kocayusufpaşaoğlu/Hatemi/Serozan/Arpacı: Borçlar Hukukuna Giriş, Hukuki İşlem, Sözleşme, Birinci Cilt, Filiz Kitapevi, 7. Bası, İstanbul, 2017, s.175 vd.

²³³ Oğuzman/Öz, s.72-73.

²³⁴ Sirmen, L.: Türk Özel Hukukunda Şart, BTHAE, Ankara, 1992 s.14.

unsurunu meydana getirmektedir²³⁵. Zira şarta bağlı bir irade beyanında bulunan kimsenin, o hukuki işlemi şart olmaksızın da yapmak isteyeceği kabul edilmemektedir. Ayrıca bir sözleşmenin kurulması bakımından subjektif esaslı nokta olan geciktirici şart, gerçekleşmesiyle bu sözleşmenin hüküm ve sonuçlarını doğurmasını sağlayan bir tamamlayıcı unsur olmaktadır. Tamamlayıcı unsur gerçekleşmeden de taraflar sözleşme ile bağlı olmakta; tamamlayıcı unsur gerçekleşmedikçe sözleşme hükümlerini doğurmamaktadır²³⁶. Şart da gelecekte gerçekleşmesi beklenen, fakat gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belirsiz olan bir olgu olarak, sözleşmenin sonuçlarını doğurmasının bağlandığı bir tamamlayıcı unsurdur. Taraflar geciktirici şart belirlemişlerse, hukuki işlemin sonuç doğurmasını şarta bağlamış olmaktadır. Şartlı işlem de kural olarak ileriye etkili, yani şartın gerçekleştiği andan itibaren sonuçlarını meydana getirir. Geciktirici şarta bağlı borçlandırıcı işlemde alacak, şartın gerçekleşmesiyle kesin olarak doğacak; alacaklı şart gerçekleştikten sonra borcun ifasını talep edebilecektir²³⁷. Bakiyeyi yüklenimde taraf iradeleri gelecekte gerçekleşmesi şüpheli bir olgu olarak “*halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının yatırımcılarca satın alınmaması*” şartını, alım-satım sözleşmesinin geciktirici şartı haline getirmektedir. Bu geciktirici şartın gerçekleşmesine kadarki süreçte, yatırım kuruluşu vekalet akdinden kaynaklanan iş görme edimlerini yerine getirmekte, satış sürecinin tamamlanmasının ardından elde satılmayan sermaye piyasası aracı kalması durumunda, taraflarca en başta sözleşmenin tamamlayıcı unsuru haline getirilen geciktirici şart gerçekleşerek, sözleşme hüküm ve sonuçlarını doğurmaktadır. Hüküm ve sonuçların doğmasından kasıt ise, sözleşmenin taraflarının borçlarının muaccel olması; yani, yatırım

²³⁵ Sirmen, s.54.

²³⁶ Oğuzman/Öz, s.169.

²³⁷ Sirmen, s.171.

kuruluşunun satılmayan sermaye piyasası araçlarının bedelini ihraççıya ödeyerek satın alma, ihraççının ise bu sermaye piyasası araçlarını yatırım kuruluşuna teslim etme borcunun doğmasıdır. Diğer bir deyişle, satış süresinin bitimi ile ihraççının elinde yatırımcılarca satın alınmamış sermaye piyasası aracı kalması halinde yatırım kuruluşunun bu sermaye piyasası araçlarını satın alma borcu muaccel ve talep edilebilir hale gelmektedir. İhraççı, geciktirici şart gerçekleşmesine rağmen muaccel olan satın alma borcunu yerine getirmeyen yatırım kuruluşundan bedeli ödeyerek sermaye piyasası araçlarını teslim almasını talep ve dava edebilecektir. Karşılık olarak yatırım kuruluşunun da ihraççıdan satılmayan sermaye piyasası araçlarını kendisine bedeli karşılığında teslim etmesini talep etme hakkı da doğmaktadır. Zira halka arzı takiben satılmamış olan bu sermaye piyasası araçlarının gelecekteki olası değer kazancından malikinin kar elde edeceği açıktır.

Geciktirici şartın gerçekleşmesine kadarki sürede ise bu borçlar beklenen hak olarak varlığını sürdürmektedir. Yatırım kuruluşu ve ihraççı tarafından, bakiyeyi yüklenim şeklindeki hukuki işlemin etkisinin doğumu, gelecekte gerçekleşmesi şüpheli olan “*satış süresinin sonunda satılmayan sermaye piyasası aracı kalması*” şeklindeki olguya bağlanmaktadır. Bakiyeyi yüklenim sözleşmesindeki bu geciktirici şart, irade beyanlarıyla mantıki ve hukuki bir bütünlük arz etmekte; “*satılmayan sermaye piyasası aracı kalması*” şeklindeki bu kayıt, sübjektif bakımdan bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin esaslı bir unsuru haline gelmektedir. Zira bakiyeyi yüklenim aracılığı hizmeti almak isteyen ya da sermaye piyasası mevzuatınca bu hizmeti alması zorunlu olan ihraççının, bu geciktirici şart olmaksızın halka arza aracılık sözleşmesi imzalaması mümkün olmayacaktır. Bu gerekçeler ışığında kanımızca

bakiyeyi yüklenim sözleşmesinde, vekalet akdine bağlanmış bir şarta bağlı alım-satım sözleşmesi niteliği bulunmaktadır.

Bu aşamada söz konusu iki akdin birleşik akit mi yoksa karışık muhtevalı akit mi teşkil ettiklerinin belirlenmesi gerekmektedir. İNCEOĞLU ve AYOĞLU, bu akitlerin birlikteliğinin birleşik akitten öteye giderek karışık muhtevalı bir akit teşkil ettiklerini savunmaktadır²³⁸. Birleşik akit, birden ziyade bağımsız akdin (isimli veya isimli) niteliklerine bir hanel gelmeksizin, tarafların iradeleriyle birbirlerine, birinin varlığı ve geçerliliği diğerininkine bağlı olacak şekilde bağlanmalarıdır²³⁹. Burada birden fazla bağımsız aktin her biri esas itibarıyla kanunda kendisi için öngörölmüş hükümlere tabi olmaktadır. Uygulamada birleşik akitlerle karışık muhtevalı akitleri birbirinden ayıran sınırın kaypak olduğu ve nihai kararın ancak hal ve şartlara, edimlerin ekonomik amacına ve tarafların karşılıklı menfaatlerine göre tayin edileceği kabul edilmektedir²⁴⁰. Tarafların açık olarak birden fazla bağımsız akdi birleştirmeleri halinde birleşik akdin, tek bir akdi öngörmeleri durumunda ise karışık muhtevalı akdin mevcut olduğu kabul edilmekle birlikte, somut olayda tespiti her zaman kolay olmamaktadır. Bunun için akdin tekliği hususunda taraf iradelerinin ne olduğuna, edimler arasındaki bağıllığın tarafların tek akit istediklerine işaret edip etmediğine, tarafların birden fazla asli edim borcu için tek bir karşı ivaz karşılaştırmalarına ve nihayet akdi tek bir akit olarak isimlendirmelerine bakılarak karar verilmesi gerekmektedir.

Bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin özelliklerine bakıldığında, vekalet sözleşmesiyle geciktirici şarta bağlı alım-satım sözleşmesinin, tarafların açık iradesiyle tek bir sözleşme haline getirildiği, edimler arasında doğrudan bir

²³⁸ İnceoğlu, s.85 vd.; Ayoğlu, s. 227 vd.

²³⁹ Kuntalp, s.163.

²⁴⁰ Kuntalp, s.171.

ekonomik ilişki doğarak bunların tek bir akit şeklinde öngörüldüğü, bu iki sözleşmenin edim borçlarının kanunen öngörülmemiş şekilde bir bütünlük içine sokulduğu görülmektedir. Zira taraflar bakiyeyi yüklenim sözleşmesi imzalarken, iki ayrı edimi birbirine bağlama iradesi ile değil, tek bir yüklenim sözleşmesi yapma amacıyla hareket etmektedirler. Dolayısıyla, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin satışın tamamlanmasından önceki süreç bakımından vekalet sözleşmesi ile satıştan sonra satın alma aşamasının gerçekleştirilmesi bakımından geciktirici şarta bağlı alım-satım sözleşmesinin, kanunen öngörülmeyle birlikte bir araya gelmesinden oluşan bir karışık muhtevalı akit olduğu sonucuna varılmaktadır²⁴¹.

Bu sözleşmeye hangi hükümlerin uygulanacağını tespitinde ise, sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık yapma borcu ve satılmayan araçları satın alma taahhütlerinden birinin diğerine oranla baskın olduğunu kabul etmek ve akdi bu tipe ait hükümlere tabi kılmanın doğru bir sonuç vermeyeceği²⁴², keza bu iki edimden hangisinin sözleşmede baskın olduğunun belirlenmesinin zor olacağı düşünülmektedir. İNCEOĞLU'nun görüşünden hareketle soğurma teorisini²⁴³ uygulayarak, bu sözleşmede vekalet sözleşmesinin ağır bastığının ve dolayısıyla vekalet akdine ilişkin hükümlerin uygulanmasının savunulması halinde, satın alma taahhüdünün bakiyeyi yüklenimi en iyi gayretten ayıran temel nokta olduğu hususu inkar edilmiş olacak; tersine, alım-satımın ağır bastığı kabul edildiğinde ise, iş görme akdine uygun düşmeyen hükümlerin tüm sözleşmeye uygulanması gibi bir durumun ortaya çıkabilecektir.

²⁴¹ Aynı yönde, Sümer, s.61.

²⁴² Ayoğlu, s.232.

²⁴³ Soğurma görüşüne göre karışık muhtevalı akde, içerdiği sözleşme unsurlarından hangisi ağır basmakta ise ona ilişkin hükümler doğrudan doğruya uygulanmalıdır. Bkz: dn.230.

Birleştirme görüşünün somut olayda uygulanırlığı da tartışmalıdır. Bu görüşe göre, karışık muhtevalı akde, unsurlarını oluşturan sözleşmelerin hükümleri doğrudan doğruya uygulanacak olmakla birlikte, karışık muhtevalı akdin kendisini oluşturan sözleşmeleri bünyesinde eritip, kendi içinde yeni bir bütünlük arz eden bir sözleşme olduğu hususu, kanımızca bu görüş ile göz ardı edilmektedir. Gerçekten, karışık muhtevalı akit yalnızca unsurlar toplamı olmayıp, birleşme suretiyle oluşan yeni ve özgün bir bütündür²⁴⁴. Bakiyeyi yüklenim sözleşmesi özelinde düşünüldüğünde, halka arza aracılık bittikten sonraki alım-satım sözleşmesinin edimlerinin yerine getirilmesinde, yatırım kuruluşunun halka arz sürecindeki özen yükümlülüklerinin devam ettiği; iş görme akdinden gelen bu yükümlülüğün satın alma sürecine de sirayet ettiği; dolayısıyla sadece alım-satım sözleşmesine ilişkin kuralların satın alma sürecine doğrudan uygulanmasının bakiyeyi yüklenim sözleşmesi özelinde yetersiz kalacağı düşünülmektedir.

Sonuç olarak, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin, vekalet ve geciktirici şarta bağlı alım-satım sözleşmelerinin kanunen öngörülmeyen bir biçimde ve tarafların tek bir akit kurma iradesiyle bir araya geldiği bir karışık muhtevalı sözleşme niteliğini haiz olduğu; bakiyeyi yüklenim sözleşmesine uygulanacak hükümlerin kıyasen uygulama görüşü²⁴⁵ çerçevesinde değerlendirilmesi gerektiği; böylece bu sözleşmede çıkacak bir uyuşmazlıkta TBK'nın vekalet sözleşmesi ile alım-satım sözleşmesine ilişkin hükümlerinden taraf iradelerine en uygun olanların somut olayın özelliklerine göre sözleşmeye uygulanmasının yerinde olduğu sonucuna varılmaktadır. Bu kapsamda, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin satışın tamamlanmasına kadarki

²⁴⁴ Kuntalp, s.253.

²⁴⁵ Kıyasen uygulama görüşüne göre, karışık muhtevalı akit kanuna yabancı olduğundan kanun hükümleri bu sözleşmeye ancak kıyasen uygulanabilecek; yalnız Borçlar Kanunu'nun genel hükümleri doğrudan; özel hükümleri ise kıyasen uygulanacaktır. Bkz: dn.230.

aşaması olan iş görme edimlerinde bir uyuşmazlık doğması durumunda, taraf iradelerine uygun düştüğü ölçüde vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulanmasının yerinde olacağı söylenebilecektir. Satışın tamamlanmasından sonra geciktirici şartın gerçekleşmesi halinde ise, alım-satım sözleşmesinden kaynaklanan edimler muaccel hale geleceğinden, bu aşamadan sonra meydana gelen uyuşmazlıklarda, uyuşmazlığın niteliğine göre, TBK'nın alım-satım sözleşmesine ilişkin hükümlerinin uygulanması gerekebilecektir. Ancak her uyuşmazlıkta, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin kendisini oluşturan vekalet ve alım-satım akitlerinden bağımsız, yeni bir oluşum olarak karışık muhtevalı bir sözleşme olduğu, vekalet akdinden doğan özen yükümlülüklerinin bakiyenin satın alınması aşamasına da sirayet ettiği ve vekalet akdinin de geciktirici şarta bağlanan alım-satım sözleşmesinden tamamen bağımsız değerlendirilemeyeceği hususlarının gözetilmesi suretiyle kıyasen uygulama görüşünün uygulanması gerekmektedir. Bu bağlamda uyuşmazlık konusundan bağımsız şekilde belli durumlarda belli hükümlerin uygulanacağına kurala bağlanmasının mümkün olmadığı; bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin karışık muhtevalı doğasına uygun olarak, vekalet akdine ilişkin hükümlerin uygulanmasında alım-satım; alım-satıma ilişkin hükümlerin uygulanmasında ise vekalet akdine ilişkin hükümlerin her durumda göz önünde bulundurulmasının hukuki açıdan en doğru sonucun vereceği düşünülmektedir.

4. Kısmi Yükleme Türlerinin Hukuki Niteliği

III-37.1 sayılı Tebliğ'in halka arza aracılık türlerini ele alan 51 inci maddesi hükmünde, bakiyeyi yüklenme ve tümünü yüklenimin yanında, kısmen bakiyeyi yüklenme ve kısmen tümünü yüklenme olarak iki karma türe yer verilmektedir.

Bu aracılık türlerinde yer alan “kısmen” ifadesi, sözleşme edimlerinde herhangi bir değişikliği ifade etmemekte; yüklenilen sermaye piyasası aracının sayısı farklılaşmaktadır. Bu bakımdan, bakiyeyi yüklenme ve tümünü yüklenme sözleşmelerine ilişkin hukuki nitelendirmelerin, karma türler bakımından geçerli olması söz konusudur.

Dolayısıyla kısmen bakiyeyi yüklenme aracılığında, yine vekalet sözleşmesi ile geciktirici şarta bağlı alım-satım sözleşmesinden mütevellit bir karışık muhtevalı akit bulunmaktadır. Kısmen tümünü yüklenme akdinde de, vekalet sözleşmesi ile klasik anlamda alım-satım sözleşmesinin birlikteliğinden oluşan bir karışık muhtevalı akit ortaya çıkmaktadır.

5. Aracılık Konsorsiyumunun Hukuki Niteliği

Sermaye piyasalarında halka arzların büyümesi ile birlikte, tek bir yatırım kuruluşunun satın alma taahhüdü başta olmak üzere riskleri üzerine alması güçleşmekte; konsorsiyum oluşturulması yoluyla, gerek halka arz sürecinde hizmet ifaları paylaşılmakta, gerekse riskler birden çok yatırım kuruluşunca üstlenilmektedir. Keza SPK'nın sermaye yeterliliği sınırlamalarının izin vermediği durumlarda da konsorsiyum yoluyla risk paylaşımı işlevsel olmaktadır.

Üye yatırım kuruluşları arasındaki konsorsiyum ilişkisi, III-37.1 sayılı Tebliğ'in 57 nci maddesinde ele alınan ve konsorsiyum üyesi yatırım kuruluşlarının kendi aralarındaki iç ilişkiyi düzenlemek üzere imzaladıkları "*konsorsiyum sözleşmesi*" ile kurulmakta olup; bu sözleşme, halka arza aracılık eden yatırım kuruluşları ile müşterileri konumundaki halka arz eden arasında imzalanan halka arza aracılık sözleşmesinden farklılık arz etmektedir²⁴⁶.

Konsorsiyum sözleşmesinin dikkat çekilmesi gereken özelliği, her bir yatırım kuruluşunun sözleşmede kararlaştırılan ve kendi taahhüt ettiği yüklenim miktarından münferiden sorumlu olması; müteselsil sorumluluğunun bulunmamasıdır²⁴⁷. Bu özellik de aracılık konsorsiyumunun hukuki niteliğinin belirlenmesinde önem arz etmektedir. Zira, klasik anlamda konsorsiyum ilişkisinden söz edilebilmesi için, iki ya da daha çok gerçek veya tüzel kişinin, belirli bir işi birlikte gerçekleştirmek amacıyla bir araya gelmeleri ve bunlardan her birinin diğerlerinden bağımsız olarak işin sadece bir bölümünü yerine getirmeyi üstlenmesi söz konusudur²⁴⁸. Üyeler arasında böylesi bir paylaşım olmayıp, her biri işin tamamından sorumlu tutuluyorsa, bu halde gerçek ve teknik anlamda bir konsorsiyum ilişkisinin varlığından söz edilemeyecektir²⁴⁹.

Adi ortaklık sözleşmesine ilişkin hükümler, TBK'nın madde 620-645 hükümleri arasında düzenlenmiş olup; kanuni tanıma göre adi ortaklık sözleşmesi, "*iki ya da daha fazla kişinin emeklerini ve mallarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşme*"dir. TBK'ya göre bir ortaklık, kanunla

²⁴⁶ III-37.1 sayılı Tebliğ md.57/II uyarınca, halka arza aracılık sözleşmesi ile konsorsiyum sözleşmesinin bir arada yapılması ve her iki sözleşmede yer alan hükümlerin tek sözleşme ile birleştirilmesi mümkündür.

²⁴⁷ Kara, s.326.

²⁴⁸ Tekinalp, Joint Venture, s.162.

²⁴⁹ Ayoğlu, s.276.

düzenlenmiş ortaklıkların ayırt edici özelliklerini taşıyorsa, adi ortaklık sayılacaktır. Bu kapsamda, adi ortaklıkta iki ya da daha fazla kişi, ortaklar arasında bir sözleşme, ortak amaç, emek ve malların ortak amaç için birleştirilmesine yönelik bir katılım payı ve işbirliği (*affectio societatis*) unsurlarının bulunması bir arada bulunması gerekmektedir.

Aracılık konsorsiyumunun bu kapsamda adi ortaklık hükümlerine tabi olacağı çoğunluk görüşüncel kabul edilmektedir²⁵⁰. Keza, konsorsiyum ilişkisi TBK'nın 520 vd. hükümlerinde sayılan adi ortaklık sözleşmesinin unsurlarını taşıdığı gibi, TTK'da düzenlenen ortaklık hükümlerine de dahil olmamaktadır. Yüklenim içeren aracılık konsorsiyumları, üyelerin işin belli bir bölümünü üstlenmeleri hususu bakımından klasik konsorsiyumlarla örtüşmektedir. Bu bakımdan, yüklenimli aracılık konsorsiyumlarının, adıyla müsemma şekilde klasik konsorsiyum sözleşmeleri oldukları ve adi ortaklık hükümlerine tabi oldukları görüşüne katılmaktayız.

Uygulamada sık karşılaşılmamakla birlikte hukuki olarak oluşumunda bir engel bulunmayan en iyi gayret içeren aracılık konsorsiyumlarında ise, bölünebilecek bir edim olarak bir yüklenim bulunmayıp; hizmet ifası söz konusu olduğundan, üyelerin satışa aracılık edimlerinin bireysel olarak bölünmesi söz konusu olmamaktadır. Dolayısıyla en iyi gayret aracılığı içeren konsorsiyumların, klasik anlamda konsorsiyumlardaki gibi edimlerin bireyselliği kuralından uzaklaşması, onları adi ortaklık temeline oturtmaktadır. Keza ortakların tüm işin görülmesinden birlikte sorumlu olmaları hali, klasik konsorsiyumun tanımının dışında kalmakta ve fakat bu birlikteliği adi ortaklık sözleşmesine yaklaştırmaktadır. Bu yönüyle en iyi gayret

²⁵⁰ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.101; İnceoğlu, s.116; Kara, s.321; Ayoğlu atfıyla, Barlas, N.: Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul 2012, s.184-185.(Adi Ortaklık)

aracılığı konsorsiyumlarının, adi ortaklık niteliğini taşımakta olduğu düşünölmektedir²⁵¹.



²⁵¹ Ayoğlu, s.312.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: ARACILIK SÖZLEŞMELERİ

I. GENEL OLARAK

TBK'nın 1 inci maddesi uyarınca, tarafların iradelerinin karşılıklı ve birbirine uygun şekilde açıklanmasıyla kurulan sözleşmeler, tüm ekonomik yaşamın olduğu gibi, sermaye piyasalarının da temel taşıını teşkil etmektedir. Zira sermaye piyasalarında da birbirinden farklı amaç ve menfaatlerle hareket eden tarafların, hukuki bir sonuç doğurmak üzere anlaşma yapmaları gerekmektedir. Kanuni tanımından görüldüğü üzere, taraf iradelerinin aynı yönde değil, karşılıklı olduğu sözleşme ilişkisinde, birbirine uygun olması gereken irade beyanlarından zaman itibariyle önce olanı "*icap*", sonra geleni ise "*kabul*" niteliğini haiz olmaktadır²⁵². Birbirine uygun irade beyanından ne anlaşılması gerektiği ise, TBK'nın 2 nci maddesinde ele alınmış olup; buna göre tarafların sözleşmenin esaslı noktaları üzerinde anlaşmış olması gerekmektedir.

Sözleşmenin esaslı noktaları, objektif yönden esaslı noktalar ve subjektif yönden esaslı noktalar olarak ikiye ayrılmakta; objektif yönden esaslı noktalar, sözleşmenin tip ve türünü belirleyen, sözleşmenin konusu, taraflar ve ifa edilecek edimler gibi hususlar olarak karşımıza çıkmaktadır²⁵³. Sözleşmenin subjektif yönden esaslı noktaları ise, sözleşmenin objektif yönden esaslı noktaları dışında kalan, ancak taraflarca sözleşmenin esaslı noktası şeklinde belirlenen, böylece sözleşmenin kurulması açısından olmazsa olmaz şart haline gelen sözleşme içeriğidir. Bir

²⁵² Kocayusufpaşaoğlu/Hatemi/Serozan/Arpacı: Borçlar Hukukuna Giriş, Hukuki İşlem, Sözleşme, Birinci Cilt, Filiz Kitapevi, İstanbul, 2017, s.95.

²⁵³ Kocayusufpaşaoğlu, s.175.

sözleşme ilişkisinde yer alan ve sözleşmenin esaslı noktaları dışında kalan hususlar ise yan noktalar şeklinde isimlendirilir²⁵⁴.

Sermaye piyasalarında halka arz ya da alım satım işlemi yapmak üzere yatırım kuruluşundan hizmet almak zorunda olunması, halka arz edenleri ve yatırımcıları bu kuruluşlarla borçlar hukuku hükümleri kapsamında aracılık sözleşmeleri tesis etmeye itmektedir. Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca, yazılı aracılık sözleşmelerinin imzalanmasının zorunluluk arz ettiği de gözetildiğinde, bu sözleşmelerin incelenmesi büyük öneme sahip olmaktadır.

Aracılık faaliyetleri, halka arza aracılık ve alım satım aracılığı olarak ikiye ayrılarak incelendiğinden, imzalanması gereken sözleşmeler her bir faaliyet bakımından farklılık arz etmektedir. III-37.1 sayılı Tebliğ'in halka arza aracılık faaliyetini düzenleyen hükümlerinden 55 inci maddede, halka arz eden ile buna aracılık eden yatırım kuruluşu arasında yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesi imzalanması zorunlu tutulmuştur. III-39.1 sayılı Tebliğ'in 26 ncı maddesinde ise yatırım kuruluşlarının müşterileriyle işlemlere başlamadan önce bir “*çerçeve sözleşme*” imzalaması gerektiği belirtilerek, alım satım aracılığında yazılı bir sözleşme imzalanmasının gerekliliğine değinilmiştir.

II. ÇERÇEVE SÖZLEŞME OLARAK ALIM SATIM ARACILIĞI SÖZLEŞMELERİ

Daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak isteyenlerin, Borsada işlem yapma için yatırım kuruluşlarından alım satım aracılığı hizmeti almasının zorunlu olduğuna değinilmişti. III-39.1 sayılı Tebliğ'in 26 ncı maddesinde yatırım kuruluşları tarafından müşterileriyle işlem yapmaya başlamadan

²⁵⁴ Kocayusufoğlu, s.176.

önce, sunulacak faaliyet ve hizmete ilişkin yazılı bir sözleşme yapılmasının zorunlu olduğu; bu sözleşmenin yatırım kuruluşuyla müşterileri arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin²⁵⁵ esasını oluşturan bir “çerçeve sözleşme” olduğu hüküm altına alınmıştır. Böylece Tebliğ’in deyiimiyle “başlangıçta bir kez akdedilen” bu çerçeve sözleşmeyi takiben, sözleşmenin tarafı olan yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının alım satımını değişik zamanlarda ve sürekli olarak yapması halinde, her münferit alım satım için müşterisiyle ayrı bir yazılı sözleşme akdetmeyecek; başlangıçta yaptığı çerçeve sözleşme yeterli olacaktır²⁵⁶. Bu bakımdan çerçeve sözleşme, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasındaki her bir bireysel sözleşmenin rehberi ve hatta taraflar arasındaki anlaşmanın anayasası niteliğindedir²⁵⁷.

Yatırım kuruluşu nezdinde bu sözleşmeyi imzalayan her müşteriye ayrı bir müşteri numarası tahsis edilecek; yatırıma konu edilecek sermaye piyasası aracına bağlı olarak bu müşteriler adına Takasbank ve/veya MKK nezdinde bir müşteri saklama alt hesabı açılıp, sicil numarası alınacaktır. Bu prosedürlerin ardından yatırımcıların sermaye piyasası araçlarında alım satım yapması mümkün olacaktır.

Yatırım kuruluşları aracılığıyla işleyen ülkemiz sermaye piyasalarında, alım satım aracılığının ön şartı konumunda bulunan bu yatırım hizmet ve faaliyeti çerçeve sözleşmelerinin, Tebliğ’de belirtildiği üzere gerçekten çerçeve sözleşme niteliğini haiz olup olmadığının incelenmesinde fayda vardır.

Bu sözleşmenin yatırım kuruluşuna müşteri emrini gerçekleştirme yükümlülüğü verip vermediğinin ele alınması, sözleşmenin çerçeve niteliğini haiz

²⁵⁵ Münferit işlemler ile kast edilenin, yatırım kuruluşunun ilgili mevzuattaki esaslar çerçevesinde müşterilerden gelen alım satım emirlerini kabul etmesi olduğu belirtilmektedir. Bkz. Çetin/Töremiş, dn.11.

²⁵⁶ Ünal, s.222.

²⁵⁷ Şen Doğramacı, H.: Çerçeve Sözleşmeler, Doktora Tezi, 2010, s.48.

olup olmadığının belirlenmesinde önem arz etmektedir. Zira, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında imzalanacak bu sözleşmeyi takiben, münferit işlemler olarak ele alınan, her bir müşteri emrinin gerçekleştirilmesi faaliyetinin yatırım kuruluşu bakımından zorunluluk arz ettiği ve yatırım kuruluşunun müşteri emrini gerçekleştirilmeme serbestisinin bulunmadığı kabul edildiği takdirde, çerçeve değil bir ön sözleşme bulunduğu söz edilebilecektir. Zira ön sözleşme öyle bir borç sözleşmesidir ki, bununla taraflardan biri veya her ikisi, ileride asıl sözleşme adı verilen borç sözleşmesini yapma borcu altına girerler²⁵⁸.

Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 30 uncu maddesinde yatırım kuruluşlarının alım satım aracılığı faaliyetlerinin icrası sırasında müşterilerin fiyat, maliyet, hız, takas, saklama, karşı taraf ve benzeri hususlardaki tercihlerini göz önüne alarak emir gerçekleştirme politikası çerçevesinde müşteri için mümkün olan en iyi sonucu verecek şekilde emirleri yerine getirmekle yükümlü oldukları düzenleme altına alınmış olup; söz konusu hüküm kapsamında yatırım kuruluşlarının müşteri emirlerini gerçekleştirilmeme seçeneklerinin olmadığı yönünde yorum yapıldığı takdirde, yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasına imzalanan sözleşmenin niteliğinin çerçeve sözleşmeden, ziyade bir ön sözleşme olduğu sonucuna varılabilecektir.

A. Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Hukuki Sonuçları

Çerçeve sözleşme KOCAYUSUFPAŞAOĞLU tarafından, ileride kurulacak münferit sözleşmelere ilişkin bazı hükümleri şimdiden düzenleyen, fakat taraflara bütün esasları çerçeve sözleşme ile belli edilmemiş münferit sözleşmeleri yapma

²⁵⁸ Kocayusufpaşaoğlu, s.100.

borcu yüklemeyen sözleşme olarak tanımlanmıştır²⁵⁹. BARLAS ise çerçeve sözleşmeyi, ileride aynı türden birden fazla sözleşme akdetmeye niyetli olan kişilerin, her bir sözleşmenin kuruluşu esnasında ayrıca kararlaştırılmasına gerek kalmaksızın, belirli birtakım şartların kısmen ya da tamamen bu sözleşmede yer almasında mutabık kalmaları olarak tanımlamaktadır²⁶⁰. Çerçeve sözleşmeler, münferit sözleşmelerin temeli ve kaynağını oluşturan, tarafları belirli esaslar çerçevesinde sözü geçen münferit sözleşmeleri kurma borcu altına sokan bir sözleşme olarak da tanımlanmıştır²⁶¹.

Bir sözleşme ilişkisinin, çerçeve sözleşme niteliği taşıdığından söz edebilmek için, ilk olarak o sözleşmenin içeriğine bakmak gerekecektir. Çerçeve sözleşmeler, belirli mal veya hizmet edimlerinin ifasına yönelik sözleşmelerden olmayıp; mal veya hizmet edimlerinin ifası, ileride kurulacak münferit sözleşmelerin konusunu oluşturur²⁶². Bir çerçeve sözleşme yapan taraflar, bu şekilde kurulan sürekli borç ilişkisi ile, ileride aralarında gerçekleştirilecek ve her defasında karşılıklı borçlarını somutlaştıracak münferit sözleşmelerin (uygulama sözleşmeleri) dayanacağı temeli inşa ederler²⁶³. Çerçeve sözleşmeyle belirlenen ortak hükümler, taraflar arasındaki münferit sözleşmelerde tekrar anılmasına gerek olmaksızın kendiliğinden geçerli olacak; diğer bir ifade ile münferit sözleşmeler kurulduğunda, çerçeve sözleşme hükümleri münferit sözleşme taraflarını bağlayacaktır²⁶⁴.

Alım satım aracılığı bağlamında bakıldığında da, yatırımcı sermaye piyasası aracı alım satımına ilişkin emirlerini farklı zamanlarda verse dahi, her bir münferit

²⁵⁹ Kocayusufpaşaoğlu, s.112.

²⁶⁰ Barlas, N.: “Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmenin Özellikleri”, Prof.Dr.Erdoğan MOROĞLU’na Armağan, İstanbul, 1999, s.808.

²⁶¹ İşgüzar, H.: Tek Satıcılık Sözleşmesi, Ankara 1989, s.33.

²⁶² Barlas, s.818.

²⁶³ Kocayusufpaşaoğlu, s.112.

²⁶⁴ Şen Doğramacı, s.32.

alım satıma aracılık işlemi için ayrı bir yazılı sözleşmenin akdedilmesi zorunlu olmamakta; zira bu işlemlerin temelini başlangıçtaki çerçeve sözleşme teşkil etmektedir²⁶⁵.

Doktrinde çerçeve sözleşmelere ilişkin en tartışmalı husus, bu çerçeve sözleşmenin takip eden bireysel sözleşmelerin akdedilmesi yükümlülüğünü doğurup doğurmayacağıdır. Bu konuda doktrinde yer alan görüşlerden ilki, çerçeve sözleşmenin tarafları münferit sözleşme yapma borcu altına sokmadığı şeklinde olup; bu görüşü savunan yazarlara göre yalnızca münferit sözleşmelerin temel esaslarını belirleyen çerçeve sözleşmenin tarafları, geleceğe yönelik karar alma özgürlüklerini kaybetmemiş durumdadırlar²⁶⁶. Diğer bir deyişle, tarafların çerçeve sözleşmeye dayanarak bireysel sözleşmelerin kurulmasını talep etme imkanları olmayacak; çerçeve sözleşmeyi takiben bireysel sözleşmeye taraf olmaktan kaçınan taraf, buna zorlanamayacaktır. Bu görüşü savunanlardan BARLAS ve KOCAYUSUFPAŞAOĞLU'na göre, çerçeve sözleşme ile ön sözleşme arasındaki en önemli fark da bu yüküm olup; çerçeve sözleşmenin taraflara bireysel sözleşme yapma yükümü yüklemesi halinde artık ortada bir çerçeve değil ön sözleşme vardır²⁶⁷.

Bu noktada ön sözleşmenin ne olduğuna değinilmesinde fayda vardır. Ön sözleşme, taraflardan biri veya her ikisinin, ileride “*asıl sözleşme*” adı verilen bir borç sözleşmesini yapma yükümü altına girdikleri; taraflar bakımından önemli olanın asıl sözleşmenin yapılması olduğu bir sözleşme türü olarak tanımlanmıştır²⁶⁸. Yani ön sözleşmede, taraflardan biri veya her ikisi asıl sözleşmeyi kurmaya yönelik irade

²⁶⁵ Ünal, s.221.

²⁶⁶ Antalya, G.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.I, Beta Yay. 2.Baskı, İstanbul 2013, s.123; Kocayusufpaşaoğlu s.113; Barlas s.814; Şen Doğramacı dn.175'te yer alan yazarlar.

²⁶⁷ Barlas s.822; Kocayusufpaşaoğlu s.113.

²⁶⁸ Kocayusufpaşaoğlu, s.100.

açıklamasında bulunmayı yüklenmektedirler. Ön sözleşme taraflar arasında sürekli bir borç ilişkisi kurmadığından, ön sözleşmenin yegâne gayesi olan asıl sözleşmenin yapılmasını takiben ön sözleşme sona ermektedir. Çerçeve sözleşme ise taraflar bakımından sürekli bir borç ilişkisi doğurduğu için, bir bireysel sözleşme yapılması ile çerçeve sözleşme sonlanmamaktadır.

Çerçeve sözleşmelerin taraflardan en azından birine münferit sözleşmeleri yapma borcu yüklediğini savunan diğer görüşe göre ise, çerçeve sözleşmelerin ekonomik bakımdan üstlendiği fonksiyonu yerine getirebilmesi, onun münferit sözleşmelerle tamamlanmasına bağlı olup; bu durum sözleşmenin içinde yer alan bir kök yükümden kaynaklanmaktadır²⁶⁹. Çerçeve sözleşme içerisinde yer alan bu kök yüküm, taraflar arasında ileride münferit sözleşmelerin kurulacağı yönünde bir iradi sadakat yükümü olarak nitelendirilmiştir²⁷⁰. Çerçeve sözleşme tarafları, çerçeve sözleşmenin ardından münferit sözleşmelerin kurulmasını amaçladıklarından, ilerideki sözleşmelerde geçerli olmasını istedikleri genel hükümleri bu çerçeve sözleşmenin içine koyarlar. Keza İNCEOĞLU'na göre ön sözleşme ile çerçeve sözleşmeyi birbirinden ayıran, sözleşme yapma yükümü dışında çok önemli farklar da bulunmakta; ön sözleşmelerde kurulması istenen asıl sözleşmenin konusunun genel olarak belirlenmiş ya da nasıl belirleneceği kararlaştırılmış iken, çerçeve sözleşmelerde böyle bir zorunluluk bulunmaktadır²⁷¹. Örneğin, alım satım aracılık çerçeve sözleşmesi yapılırken sözleşmenin konusunu genel olarak sermaye piyasası araçlarının alım satımını teşkil ederken, bireysel sözleşmelerin konusu, yani bireysel sözleşmenin hangi sermaye piyasası aracına ilişkin olacağı, miktarının ve fiyatının ne

²⁶⁹ İsgüzar s.33; İnceoğlu s.140; Çetin/Töremiş s.87; Şen Doğramacı dn.178'de yer alan yazarlar.

²⁷⁰ Şen Doğramacı dn.179.

²⁷¹ İnceoğlu, s.140.

olacağı ve hatta emrin alım ya da satım olduğu hususları, çerçeve sözleşmenin yapıldığı anda bilinmemektedir.

B. Değerlendirme

Alım satım aracılığı sözleşmesinin bir çerçeve sözleşme olduğu kabul edildiği takdirde, çerçeve sözleşmeyi takiben buna dayanan bireysel sözleşmeler, yatırımcının çerçeve sözleşmeye dayanarak alım veya satım emrini vermesi ve yatırım kuruluşunun bu emri kabul etmesi ile kurulmaktadır. Bireysel sözleşme ile, alım veya satım emrinin yerine getirilmesi neticesinde alıcı ve satıcı yatırımcılar arasında veya yatırım kuruluşu ile müşterisi olmayan üçüncü kişi yatırımcı arasında kurulan, alım satım sözleşmesi niteliği taşıyan sözleşme kastedilmemektedir²⁷².

Yukarıda yer verildiği üzere, birinci ve ikinci görüş ışığında değerlendirildiğinde, alım satım aracılığı sözleşmesinin, tarafları olan yatırımcı ve yatırım kuruluşundan en az birine, takip eden süreçte münferit sözleşmeleri yapma, yani yatırım kuruluşu bakımından müşteri emrinin gereğini yerine getirme; yatırımcı bakımından ise alım/satım emri verme yükümlülüğü verip vermediğinin tespiti, bu sözleşmenin çerçeve sözleşme niteliğinde olup olmadığını belirleyebilecek; ilk görüş kapsamında böyle bir yüküm varsa, bu sözleşme çerçeve değil, ön sözleşme niteliğinde olacak; ikinci görüşe göre ise çerçeve sözleşme niteliğini koruyacaktır.

Ancak kanımızca bir sözleşmenin çerçeve sözleşme niteliğinin belirlenmesinde, yalnızca münferit sözleşme kurma yükümü verip vermediğine göre değerlendirme yapılması yanıltıcı sonuçlar verebilecektir. Çerçeve sözleşmeyi

²⁷² Çetin, N.: Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemleri, s.12.

karakterize eden unsurlardan süreklilik faktörünün göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Keza çerçeve sözleşme kavramının varlık sebebi, ekonomik hayatın gerektirdiği hız ve güvenilirlik yaratma zorunluluğunun bir yansıması olarak, tarafların sürekli bir borç ilişkisi kurarken her bir ayrı sözleşme için geçerli olacak genel esasları önceden kararlaştırma arzusudur. Keza incelememizin konusu olan alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinde de, yatırım kuruluşunun her bir müşteri emrini kabul ederken tekrar usul ve esas belirlemesi gibi uygulamada mümkün olmayan bir durumun ortadan kaldırılması için, önceden her bir müşteri emri bakımından geçerli olacak genel kurallar belirlenmekte; “çerçeve” kavramının anlamına uygun olarak, her bir müşteri emrinin gireceği kalıp önden kararlaştırılmaktadır. Bu sözleşme yatırım kuruluşu ve yatırımcı bakımından, bir ya da birkaç müşteri emrinin kabulü ile nihayete ermeyen, sürekli bir ilişki yaratmaktadır.

III-39.1 sayılı Tebliğ md.26’da yer alan, başlangıçta bir kez akdedilme, yatırım kuruluşu ile müşterisi arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleme ve münferit işlemlerin esasını oluşturma unsurları da bu sözleşmenin sürekliliğine ve genelliğine atıf yapmaktadır. Yatırım kuruluşu ve müşterisi bakımından her bir müşteri emrinde geçerli olacak olan bu çerçeve sözleşme, ön sözleşmeden farklı olarak bir münferit işlemin yapılması, yani bir müşteri emrinin kabulü ile sona ermeyecek; gelecekte verilecek başka emirler bakımından da ayakta kalacaktır. Ön sözleşmenin varlık sebebinin ve temel amacının asıl sözleşmeyi yapmak olduğu, yatırım kuruluşu ile yatırımcı arasındaki bu sözleşmenin ise sayısı belirsiz nice müşteri emirlerinin kabulünde geçerli olacak temel kuralları belirlemek olduğu gözetildiğinde, ön

sözleşme kavramının alım satım aracılığı sözleşmesi için geçerli olması zorlaşmaktadır.

Çerçeve sözleşmenin sözleşme özgürlüğü çerçevesinde tarafların iradesinin bir ürünü olduğu da gözetildiğinde, bu sözleşmelere münferit sözleşme yapma yükümlülüğü koyup koymamak da yine taraf iradelerine bağlı olarak değişebilmeli; yalnızca yükümlünün varlığı ya da yokluğu, sözleşmenin genellik ve süreklilik unsurları göz ardı edilerek, çerçeve sözleşme niteliğine doğrudan etki etmemelidir. Diğer bir deyişle, çerçeve sözleşmelerden bireysel sözleşme yapma yükümlülüğünün doğmayacağı şeklinde genel bir sonuca ulaşmak isabetli olmayıp; her bir sözleşmenin kendi içinde ayrı ayrı değerlendirilmesi gerektiği düşünülmektedir²⁷³.

Alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinin taraflara bireysel sözleşmeleri yapma yükümlülüğü yükleyip yüklemediği de incelenmeye değer bir husustur. Borsa İstanbul Yönetmeliği'nin 29 uncu maddesinin üçüncü fıkrası, *“İşlem yapma yetkisi verilenler, müşterilerinin verecekleri alım satım emirlerini kısmen veya tamamen kabul etmeyebilirler. Ancak bu halde gerekçesiyle birlikte durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine derhal bildirmeleri gerekir.”* hükmünü haizdir.

Bu düzenlemenin dışında sermaye piyasası mevzuatında müşteri emrinin kabul ya da reddine ilişkin hüküm bulunmamakla birlikte; III-39.1 sayılı Tebliğ'in yatırım kuruluşlarının faaliyetleri süresince uymaları gereken genel ilkeleri düzenleyen 24 üncü maddesinde, yatırım kuruluşlarının *“faaliyetlerini müşterileriyle imzalanan çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü ile özen ve sadakat borcu çerçevesinde yürütmeleri”* gerektiği düzenlenmiştir.

²⁷³ Aynı yönde, İnceoğlu s.141 ve dn.18'de yer alan yazar.

Yatırımcıların alım ya da satım emri verme yükümlülüğü bulunmadığı, dolayısıyla bu sözleşmenin yatırımcılar bakımından bir kök yüküm getirmediği açık olmakla birlikte; yatırım kuruluşlarına müşteri emrinin gereğini yerine getirme yükümlülüğü yükleyip yüklemediği hususu açık değildir. Keza bu düzenlemelere bakıldığında, yatırım kuruluşlarının müşteri emirlerini haklı bir sebep göstermek suretiyle yerine getirmemelerinin mümkün olduğu görülmekte; öte yandan, genel faaliyet ilkesi olarak müşteri emrini en iyi şekilde yerine getirme ile özen ve sadakat borcu yükümleri her koşulda yatırım kuruluşu bakımından geçerli olmaktadır.

Uygulamada yatırım kuruluşlarınca hazırlanan çerçeve sözleşmelere bakıldığında yatırım kuruluşunun müşteri emrinin gereğini yerine getirme zorunluluğu olmadığı yönünde hükümlere yer verildiği görülmektedir. Bu hususlar birlikte değerlendirildiğinde, kanımızca salt alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesi, yatırım kuruluşuna bireysel sözleşme yapma yükümlülüğü yüklememektedir. Ancak, piyasa bozucu işlem şüphesi, sermaye piyasası suçlarının gerçekleştirildiğine yönelik şüpheler ya da olağanüstü piyasa koşulları vb. olarak sayılabilecek haklı sebep halleri dışında yatırım kuruluşunun müşterinin emrini yerine getirmesi zorunludur. Ne var ki bu zorunluluk, çerçeve sözleşmenin bir gereği değil; III-39.1 sayılı Tebliğ'de düzenlenen genel faaliyet ilkesi olarak müşteri emrini en iyi şekilde yerine getirme ile özen ve sadakat borcundan kaynaklanmaktadır²⁷⁴. Dolayısıyla yatırım kuruluşunun çerçeve sözleşme imzaladığı bir yatırımcının emrini haklı sebep olmaksızın yerine getirmemesi halinde, yatırım kuruluşu hakkında SPK tarafından yaptırım uygulanabilecektir. İdari yaptırımın tesis açısından, müşteri emrini

²⁷⁴ Yatırım kuruluşlarının müşteri emrini yerine getirme zorunluluğu bulunduğuna yönelik aksi görüş için bkz. İnceoğlu s.141; bu zorunluluğun çerçeve sözleşmeden kaynaklanan bir kök yüküm olduğu yönündeki görüş için bkz. Çetin/Töremiş s.88.

reddetmeyi gerektirecek haklı sebebin varlığını değerlendirecek olan, bir kamu otoritesi olarak SPK olacaktır.

İdari yaptırımın, emri haklı sebep olmaksızın yerine getirilmeyen yatırımcının zararını tazmin etmesi mümkün olmamaktadır. Çerçeve sözleşmenin taraflara kök yüküm yüklediğini savunanlara göre, bireysel sözleşmeyi yapmaktan kaçınan yatırım kuruluşu aleyhine yatırımcının dava açma ve yatırım kuruluşunu bireysel sözleşme yapmaya zorlama imkanı bulunmamaktadır. Kök yüküm yüklediğini savunan diğer görüşe göre ise, müşteri emrinin yerine getirilmemesi halinde, akdin müspet ihlali olacağından, yatırımcının yatırım kuruluşunu emri kabul etmeye zorlama imkanı ve hatta aynen ifayı isteme hakkı bulunmaktadır²⁷⁵. Kanımızca, dikkat edilmesi gereken nokta, çerçeve sözleşmenin içeriğinde bireysel sözleşme yapma yükümlülüğü öngörülmesi halinde, müşteri emrini yerine getirmeyen yatırım kuruluşunun sözleşmeye aykırı davranmış olacaktır. Çerçeve sözleşmede bu yönde bir zorunluluk öngörülmediği ve uygulama sıklıkla karşılaşılan halde ise, yatırım kuruluşu gibi sermaye piyasalarında aracılığı meslek edinen bir kuruluşun, bu mesleğini ifa etmeye yönelik çerçeve sözleşme imzaladıktan sonra müşteri emrini haklı sebep olmaksızın reddetmesi, sözleşmeye aykırılık değilse de, hakkın kötüye kullanımı teşkil edecektir. Yatırımcının zararını tazmin açısından, somut olayda müşteri emrini reddetmeyi gerektirecek haklı sebebin varlığını değerlendirecek olan ise yargı makamlarıdır.

²⁷⁵ İnceoğlu, s.142.

III. ALIM SATIM ARACILIĞI SÖZLEŞMELERİNDE GENEL İŞLEM ŞARTLARI

Finansal hizmetler alanında piyasanın hızına ayak uydurabilmek hızlı karar alma ve harekete geçmeyi gerektirdiğinden, bu alanda hizmet sunanlarca her sözleşmede kullanılmak üzere tek taraflı olarak oluşturulan, kullanıma hazır sözleşme hükümleri önem kazanmaktadır. Sözleşme görüşmeleri normal koşullar altında tarafların eşitliği ilkesi ile bağlantılı olarak karşılıklı müzakere ve uzlaşmayı gerektirmekteyse de, yatırım kuruluşlarının her bir müşterisi ile çerçeve sözleşme hükümlerini müzakere etmesi uygulamada mümkün olmamaktadır. Bu nedenle tıpkı bankacılık sözleşmelerinde olduğu gibi, alım satım aracılığı çerçeve sözleşmelerinde de yatırım kuruluşlarınca hazırlanıp, her müşteriye müzakere etmeme kaydıyla sunulan hükümler bulunmaktadır. Bu hükümler, borçlar hukuku kapsamında “*genel işlem şartı*” adını alırken, tüketici hukuku bağlamında “*haksız şart*” olarak karşımıza çıkmaktadır. Keza bu hükümleri genel işlem şartı kapsamına sokan temel konu bunların taraflar arasında pazarlık konusu edilmemiş olmasıdır²⁷⁶.

TBK'nın 20 nci maddesinde genel işlem şartları, “*bir sözleşme yapılırken düzenleyenin, ileride çok sayıdaki benzer sözleşmede kullanmak amacıyla, önceden, tek başına hazırlayarak karşı tarafa sunduğu sözleşme hükümleri*” olarak tanımlanmıştır²⁷⁷. Yani, rasyonalizasyon ve standardizasyon amaçları ile, aynı konulara ilişkin pek çok kişiyle ileride yapılması planlanan sözleşmelerin şartları, önceden bir taraflı olarak hazırlanmakta ve herhangi bir müzakere imkanı kalmaksızın karşı tarafın önüne konmaktaysa, bir genel işlem şartı söz konusu

²⁷⁶ Atamer, Y.: “*Yeni Borçlar Kanunu'na Göre Genel İşlem Şartları*”, Türk Hukukunda Genel İşlem Şartları Sempozyumu, BTHAE, Ankara 2012, s.13.

²⁷⁷ Tanımda yer alan “*tek başına*”, “*önceden*” gibi kavramların yerindeliği ile tanımın lafzına yönelik eleştiriler için bkz. Akçaal, M.: “*Borçlar Kanununun Genel İşlem Koşullarına Dair Hükümleri Hakkında Bir İnceleme*”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XVIII, Y. 2014, Sa. 1.

olmaktadır²⁷⁸. Sermaye piyasası uygulamasında da standart hale getirilmiş olan alım satım aracılığı sözleşmelerinde, SPK Tebliğlerine aykırı olmamak kaydıyla, yatırımcının temerrüdü durumunda yatırım kuruluşunun tahsilat imkanını kolaylaştıran, yatırım kuruluşlarına sözleşmeyi tek taraflı olarak sona erdirmeye hakkı veren, delil ikame yükünü yatırımcı aleyhine değiştiren ve yatırım kuruluşuna emirleri kabul etmeme imkanı sağlayan bir çok hüküm bulunmaktadır. Bu sözleşmenin kurulması esnasında, içeriği hakkında pazarlık etme imkanını haiz olmayan yatırımcılar da sermaye piyasalarında alım satım işlemi yapabilmek için çerçeve sözleşmedeki bu genel işlem şartlarını kabul etmek durumu ile karşı karşıya kalmaktadırlar²⁷⁹. Piyasadaki bilgi asimetrisini lehlerine yönetebilen ve ekonomik anlamda da güçlü konumda olan yatırım kuruluşlarının tek taraflı olarak yatırımcılara dayattıkları genel işlem şartlarına karşın yatırımcıların korunması bu bakımdan önem arz etmektedir.

TBK bağlamında alım satım aracılığı sözleşmesinde yer alan hükümlerin genel işlem şartı olarak nitelendirilmesi onun geçersiz sayılmasına yol açmamaktadır. Zira finansal hayatın gerektirdiği standardizasyon ve hızlı hareket ihtiyacı, çoğu durumda yatırımcılarla yatırım kuruluşlarının müzakere imkanını ortadan kaldırdığından, piyasadaki optimizasyonu sağlamak amacıyla, tüm genel işlem şartlarının geçersiz olduğu kabul edilmemiş; yürürlük, yorum ve içerik denetimini geçemeyen genel işlem şartlarının uygulanmaması esası kabul edilmiştir.

Bu kapsamda, yürürlük denetimi uyarınca, yatırımcının menfaatine aykırı genel işlem koşullarının sözleşmenin kapsamına girmesi, sözleşmenin yapılması sırasında yatırım kuruluşunun yatırımcıya bu hükümlerin varlığı hakkında bilgi vermesine ve

²⁷⁸ Kocayusufpaşaoğlu, s.226.

²⁷⁹ Aydın, S.: “Alım Satım Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi”, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C.V. S.1., 2008, s.102.

içeriklerini öğrenme imkanı sunmasına ve yatırımcının açıkça bu koşulları kabul etmesine bağlı olup; aksi takdirde yatırımcı aleyhine bu hükümler sözleşmeye yazılmamış sayılacaktır²⁸⁰. Ayrıca, sözleşmenin niteliğine ve işin özelliğine tamamen yabancı şaşırtıcı şartlar da yürürlük denetimini geçemeyecektir.

Yürürlük denetimini geçerek sözleşmenin içeriğine dahil olduğu belirlenen genel işlem koşullarının yorum yoluyla denetlenmesi, TBK'nın 23 üncü maddesinde düzenlenmiştir. Söz konusu hüküm gereğince, genel işlem koşullarında yer alan bir hükmün, açık ve anlaşılır olmaması veya birden çok anlama gelmesi hâlinde, düzenleyenin aleyhine ve karşı tarafın lehine yorumlanması gerekmektedir.

Nihayet, çerçeve sözleşme içinde yer alan genel işlem koşullarına dürüstlük kuralına aykırı olarak, yatırımcının aleyhine ve onun durumunu ağırlaştırıcı nitelikte hükümler konulamayacak; genel işlem koşullarında yer alan anlamı açık olmayan koşullar yatırımcının lehine yorumlanamayacağı gibi, yatırım kuruluşuna tek taraflı olarak yeni düzenleme yetkisi veren sözleşme hükümleri de yazılmamış sayılacaktır.

Alım satım aracılığı sözleşmesindeki bu hükümlerin haksız şart niteliğinin incelenmesi için tüketici mevzuatının da değerlendirilmesinde fayda vardır. TKHK m. 5'de, TBK'dan daha geniş bir bakış açısıyla "*haksız şart*" kavramı benimsenmiş; bu Kanun'da konu bakımından sadece genel işlem şartları değil, daha geniş çerçevede müzakere edilmeyen sözleşme hükümleri ele alınmıştır. TKHK'nın 5 inci maddesinin birinci fıkrasına göre, "*haksız şart*"; tüketiciyle müzakere edilmeden sözleşmeye dahil edilen ve tarafların sözleşmeden doğan hak ve yükümlülüklerine dürüstlük kuralına aykırı düşecek biçimde tüketici aleyhine dengesizliğe neden olan sözleşme şartlarıdır. TKHK, TBK'dan farklı olarak, çok sayıda kullanım amacıyla

²⁸⁰ TBK'nın bu hükmüyle "*yazılmamış sayılma*" şeklinde yeni bir geçersizlik türü öngörülmekte olup; doktrinde bununla yokluk yaptırımın kastedildiği genel kabul görmektedir. Bu konuda görüşler ve aksi yönde hükümsüzlük görüşü için bkz. Akçaal, dn.19'da yer verilen yazarlar.

hareket edilmesini zorunlu bir unsur olarak düzenlememiş; standart sözleşmede yer alsın almasın, müzakere edilmeden sözleşmeye dahil edilen her türlü sözleşme şartı haksız şart kabul edilmiş ve böylece tüketicilere, diğer genel işlem şartları muhataplarına kıyasla daha geniş bir koruma sağlanmıştır²⁸¹. Buradan çıkarılabilecek diğer bir sonuç ise, karşı tarafı tüketici olan standart sözleşmelerdeki kayıtların, genel işlem şartı niteliğini taşımakla birlikte, zaten müzakere edilmeyerek sözleşmeye dahil edildiklerinden, haksız şart kavramının ve dolayısıyla tüketici mevzuatının kapsamına girmesidir. Yatırımcıların da tüketici niteliğini haiz olduğu gözetildiğinde, tüketici mevzuatında yer alan haksız şartlara ilişkin hükümlerin alım satım aracılığı çerçeve sözleşmelerinde uygulama alanı bulacağı açıktır. Kaldı ki, TKHK'nın 5 inci maddesinin beşinci fıkrasında *“Faaliyetlerini, kanun veya yetkili makamlar tarafından verilen izinle yürütmekte olan kişi veya kuruluşların hazırladıkları sözleşmelere de niteliklerine bakılmaksızın bu madde hükümleri uygulanır.”* düzenlemesi yer almakta olup, yatırım kuruluşlarının da Kurulumuzca verilen izinle faaliyet yürütmekte oldukları dikkate alındığında, yatırım kuruluşları tarafından hazırlanan sözleşme hükümlerinin de TKHK'nın 5 inci maddesi hükümlerine tabi olduğu görülmektedir.

Çerçeve sözleşmelerde yer alan genel işlem koşullarına ilişkin sermaye piyasası mevzuatında da önemli bir hüküm bulunmaktadır. Bir nevi idari ön denetim niteliğindeki bu hüküm, III-39.1 sayılı Tebliğ'in 26 ncı maddesinin beşinci fıkrasında yer almakta olup; buna göre, *“çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşuna tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan ve emirlerin ispatının müşteriye*

²⁸¹ Küçükdağlı, A.: Genel İşlem Şartları ve Yargısal Yoldan Denetimi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2014, s.43.

yüklenmesine ilişkin hükümlere” yer verilmesi yasaktır. Görüldüğü üzere, genel işlem şartlarına yönelik özel hukuk yaptırımları TBK ve TKHK’da düzenlenmiş; idari yaptırım bakımından hükümler ise sermaye piyasası mevzuatında yer almıştır.

Söz konusu Tebliğ hükmü uyarınca, yatırım kuruluşlarınca çerçeve sözleşmelere konulacak hükümlerin; (1) sermaye piyasası mevzuatına aykırı olması²⁸², (2) müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici olması, (3) yatırım kuruluşuna tek taraflı olağanüstü haklar sağlaması (4) emirlerin ispatını müşteriye yüklemesi durumlarından birinin varlığı²⁸³ söz konusu ise, bu çerçeve sözleşmeyi hazırlayan yatırım kuruluşu bakımından idari yaptırım uygulanması gündeme gelecektir.

Genel işlem şartlarının önceden idari makam olarak SPK tarafından denetlenmesi KOCAYUSUFPAŞAOĞLU tarafında idari ön denetim olarak adlandırılmış; bu denetimin bazı aşırı ve haksız hükümlerin daha uygulamaya girmeden tasfiyesini sağlayabileceğinden, belirli sınırlar içinde olsa bile yarar sağlayabileceği; geçen genel işlem şartlarının idari ön denetimden geçmesinin bunların yargısal denetimi bakımından bir engel teşkil etmeyeceği ifade edilmiştir²⁸⁴. Gerçekten de faaliyetin yürütülmesi sürecinde, henüz bir zarar ortaya çıkmadan yatırımcıyı korumayı amaçlayan bir *ex ante* kural olarak çerçeve sözleşmedeki haksız hükümlere ilişkin bu düzenleme ile ihtiyatlı ve önleyici bir düzenleme anlayışının benimsendiği söylenebilecektir.

²⁸² “Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümlerin yer alamayacağı”na ilişkin hükmün gereksiz bir tekrardan ibaret olduğu, zira sermaye piyasası mevzuatının genel olarak emredici hükümlerden oluşması dolayısıyla hukukun genel prensipleri uyarınca, sözleşmede yer alan bir kayıt, emredici kurallara, ahlaka, kişilik haklarına ve kamu düzenine aykırı ise geçersiz olacağı yönünde eleştiri için bkz: Aydın, s.107.

²⁸³ Söz konusu hükümde yer alan şartların birbirinden bağımsız olarak sermaye piyasası mevzuatına aykırılık teşkil ettikleri gözetilerek, bu koşulların birlikte değil, ayrı ayrı varlıkları halinde de idari yaptırım uygulanması gündeme gelebilecektir.

²⁸⁴ Kocayusufpaşaoğlu, s.239.

IV. ARACILIK SÖZLEŞMELERİNİN HÜKÜMLERİ

A. Alım Satım Aracılığında Tarafların Yükümlülükleri

1. Yatırım Kuruluşunun Yükümlülükleri

a. İşi müşteri talimatlarına uygun yapma

TBK'nın 505 inci maddesi, vekilin vekalet verenin talimatlarına uyma borcunu düzenlemekte olup; bu borç vekalet ilişkisini karakterize eden esaslı unsurlardan biridir. TBK'nın söz konusu hükmü uyarınca talimata uyma yükümlülüğünün istisnası, vekalet verenden izin alma imkanının bulunmaması ve bilseydi vekalet verenin izin vereceği açık olan haldir²⁸⁵. Aksi halde talimata uymama bir sözleşme ihlali olacak ve vekil, vekalet verenin zararın tazminle yükümlü olacaktır.

Sermaye piyasası düzenlemelerinde ise müşterinin talimatı aleyhinde hareket etme bir mevzuat ihlali olarak karşımıza çıkmaktadır. Halka arza aracılık sözleşmelerine ilişkin açıklamalarımızda, bu aracılık sözleşmelerinde yatırım kuruluşunun sorumluluğunun yatırımcılara da karşı olması dolayısıyla, kamunun tam ve doğru aydınlatılması için, halka arz edenin koşulsuz tam talimatı altında iş görmesinin söz konusu olmadığından bahsedilmiştir. Oysa alım-satım aracılığında, çerçeve sözleşme kapsamında bireysel sözleşmelerin gerçekleştirilmesi, müşterilerin tam talimatı altında olmakta; müşterinin verdiği emirde yer alan fiyat, lot ve al-sat bilgisinin yatırım kuruluşunca koşulsuz şekilde yerine getirilmesi gerekmektedir. Keza bu kural, III-39.1 sayılı Tebliğ'in 56 ncı maddesinin birinci fıkrasının (j)

²⁸⁵ Her iki koşulun birlikte bulunması gerektiği yönünde bkz. Gümüş, s.156.

bendinde “*aracı kurumlar*”²⁸⁶...*müşteri talimatı olmaksızın müşteri hesabına işlem yapamaz.*” şeklinde varlık bulunmaktadır.

Bu kurala hizmet eden diğer bir düzenleme de aynı maddenin (1) bendindeki “*Portföy yöneticiliği faaliyeti saklı kalmak üzere, yöneticileri ve merkez dışı örgütleri dahil tüm çalışanları aracılığıyla müşterilerinden sermaye piyasası aracı alım satım emri verme, ordino ve diğer belgeleri imzalama, nakit ve sermaye piyasası aracı yatırma ve çekme, virman işlemi yapma gibi geniş yetkiler içeren vekaletname alarak veya bu sonucu doğuracak şekilde ya da müşterinin bu yöndeki sözlü yetkisine istinaden müşteri adına veya hesabına işlem yapamaz.*” hükmünde karşımıza çıkmaktadır. Uygulamada özellikle müşteri temsilcileri ile çalışan yatırımcıların, bu temsilciyle olan kişisel yakınlıkları ve güven ilişkileri kapsamında, kendilerinin bilgisi olmaksızın da işlem yapabilecekleri yönünde sözlü yetki verdiklerine sıklıkla rastlanmakla birlikte; bireysel portföy yöneticiliği sözleşmesi imzalanmaksızın bu tür işlemlerin yapılması, müşteri talimatı olmadan işlem yapmak anlamına gelecektir. Zira alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesini takiben münferit işlem kurulabilmesi için, müşterilerin açık şekilde sermaye piyasası aracı, lot, fiyat ve işlem yönü bilgisi vermek suretiyle iradelerini yatırım kuruluşuna yansıtmaları, diğer bir deyişle vekalet sözleşmesinden kaynaklanan talimat verme yetkilerini kullanmaları gerekmektedir.

Talimat olmaksızın işlem yapmama yanında, müşterinin talimatının herhangi bir suretle değiştirilmesi, diğer müşteriler ya da yatırım kuruluşunun kendisi lehine işlem yapılması da mevzuata aykırılık teşkil edecektir.

²⁸⁶ Hükümde “*aracı kurumlar*” ifadesi kullanılmakla birlikte, söz konusu maddenin son fıkrasında bankaların da (j) bendine tabi olduğu belirtilmiştir.

b. İşin müşteri menfaatine yapılması borcu ile dürüstlük, özen ve sadakat yükümlülükleri

Yatırım kuruluşlarının varlık sebeplerinden en önemlisi, çerçeve sözleşme kapsamında bir vekil olarak, aracılık faaliyetlerini her zaman müşteri menfaatine olarak gerçekleştirmekle yükümlü olmalarıdır. Sermaye piyasası mevzuatının yatırımcının korunması ve piyasanın etkinleştirilmesi şeklinde iki zıt eksenle seyreden amacı, çoğu zaman daha zayıf konumda bulunan yatırımcının menfaati lehine seyretmektedir.

Bu kapsamda, yatırım kuruluşlarının müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümü ile özen ve sadakat borcunu her daim gözetmeleri gerekmektedir. Müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümü, AB Hukukunda “*best execution*” olarak karşımıza çıkan ilkenin Türk Hukukuna yansımalarıdır. MiFID II’nin 27 nci maddesi uyarınca, yatırım kuruluşları bakımından müşteri emrini en iyi şekilde yerine getirme yükümlülüğü, müşteri emrinin yatırımcı bakımından olabilecek en iyi sonucu yaratacak borsaya, olabilecek en iyi fiyattan ve minimum masrafla iletilmesine karşılık gelmekte; bu kapsamda yatırım kuruluşlarının müşterinin özellikleri, emre konu sermaye piyasası aracının fiyatı, işlem maliyetleri, hız ve emrin gerçekleşme olasılığı gibi birçok faktörü göz önünde bulundurarak emri gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Ülkemizde ise tek bir organize borsa olarak Borsa İstanbul bulunduğundan, yatırım kuruluşlarının gözetmesi gereken faktörler son derece sınırlı olmakla birlikte, müşteri emrinin olabilecek en hızlı şekilde piyasaya iletilmesi ve onun lehine sonuç verecek şekilde emir girilmesinin sağlanması yine yatırım kuruluşlarının sorumluluğunda olmaktadır.

Bunun yanında, yatırım kuruluşları, sermaye piyasalarında yetki belgesi olarak faaliyet gösterme inhisarını sahip birer yatırım kuruluşu olmanın gerektirdiği mesleki özene ve sadakat borcuna uygun hareket etmekle yükümlüdür. Zira yatırımcılar bir güven ilişkisi içerisinde, varlıklarını yatırım kuruluşlarına emanet ettiklerinden, güvene karşı özen ve sadakat gösterilmesi esas olmaktadır. İşin gerektirdiği mesleki özenden kasıt ise, yatırım kuruluşunun kendi özel durumunu ya da herhangi bir subjektif etkiyi nazara almaksızın hareket etmektir²⁸⁷.

TBK kapsamında, vekilin özen borcundan doğan sorumluluğunun belirlenmesinde, benzer alanda iş ve hizmetleri üstlenen basiretli bir vekilin göstermesi gereken davranış esas alınmaktadır (TBK md. 506). Keza III-39.1 sayılı Tebliğ'in 21 inci maddesinde de mesleki özen ve titizlik ilkesi hükme bağlanmış olup; gerekli özen ve titizliğin asgari sınırı, çerçeve sözleşmeye, yatırım hizmet ve faaliyetleriyle ilgili ikincil düzenlemelere, TSPB düzenlemelerine ve yatırım kuruluşun kendi iç düzenlemeleriyle belirlediği standartlara uyulması olarak belirlenmiştir. Özen borcunun konusunu hayat deneyimlerine ve işlerin normal akışına göre gerekli girişim ve davranışlarda bulunmak; başarılı sonucun gerçekleşmesini engelleyici durumlardan kaçınmak teşkil etmektedir²⁸⁸. Dolayısıyla yatırım kuruluşları, bünyelerinde çalıştırdıkları personelin seçiminden, müşterinin en doğru şekilde bilgilendirilmesine, müşterinin hak ve yararını zedeleyici işlemlerden kaçınılmasına, komisyon kazanmak amacıyla müşteriye gereksiz işlem yaptırılmamasına kadar, birçok yükümlülüğü basiretli tacir olarak yerine getirmek ve sürekli şekilde gözetmek durumundadırlar.

²⁸⁷ Sümer, s.99.

²⁸⁸ İnceoğlu, s. 152.

Sadakat yükümü de özen yükümlülüğünden çok bağımsız olmayıp; müşterinin yararına davranışlarda bulunmak ve kendi çıkarları yerine müşterinin menfaatlerini üstün tutmak anlamına gelebilmektedir. Keza sadakat yükümlülüğü, verilmiş olan talimatların müşterinin amacına ve menfaatine uygun olduğunun denetlenmesi anlamına da gelmektedir²⁸⁹.

III-39.1 sayılı Tebliğ'in 11 ve 12 nci maddelerinde çıkar çatışmalarının önlenmesine ve politika oluşturulmasına yönelik detaylı hükümlere yer verilmiş olup; yatırım kuruluşunun faaliyetlerini sunarken, müşterinin çıkarlarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek, adil ve dürüst davranması gerektiği hükme bağlanmıştır. Dolayısıyla yatırım kuruluşları, müşterileri arasında ayırım gözetmeksizin, hepsinin menfaatine hareket ederek, hepsine eşit derece dürüst davranmakla yükümlü olacaktır.

c. Hesap verme ve bilgilendirme

Vekilin hesap verme yükümlülüğü, vekalet akdinin önemli bir parçasını teşkil etmekte ve TBK'nın 508 inci maddesinde "*Vekil, vekâlet verenin istemi üzerine yürüttüğü işin hesabını vermek ve vekâletle ilişkili olarak aldıklarını vekâlet verene vermekle yükümlüdür.*" şeklinde hüküm altına alınmaktadır.

Yatırım kuruluşunun sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan hesap verme yükümlülüğü ise, sermaye piyasalarında şeffaflığın sağlanmasını ve bilgi asimetrisinin en aza indirilmesini teminen, yatırımcının bilgilendirilmesi ilkesinden doğmaktadır.

²⁸⁹ İnceoğlu, s.154.

Esasen yatırım kuruluşlarının bilgilendirme yükümlülükleri, çerçeve sözleşme imzalanmasından önce başlamakta; III-39.1 sayılı Tebliğ'in 25 inci maddesinde, müşteri ile çerçeve sözleşme imzalamadan önce yatırım kuruluşunun sermaye piyasası işlemlerine ve araçlarına ilişkin riskleri açıklayıp; Tebliğ ekinde standardize edilmiş risk bildirim formunu imzalatmakla yükümlü olduğu hüküm altına alınmaktadır. Burada yatırım kuruluşunun bir "*culpa in contrahendo*" sorumluluğu bulunduğundan söz edilebilecektir. *Culpa in contrahendo* sorumluluğu, sözleşme görüşmeleri sırasındaki kusurlu davranışı ifade etmekte; sözleşme görüşmelerinde tarafların birbirlerini aydınlatma yükümlülükleri bu kapsama girmektedir²⁹⁰.

Ancak yatırım kuruluşlarının esas bilgilendirme yükümlülükleri, çerçeve sözleşmenin imzalanmasından sonra hesap ekstresi gönderme ve işlem sonuçları hakkında bilgi verme olarak karşımıza çıkmakta olup; SPK'nın III-45.1 sayılı Tebliği bu hususta detaylı düzenlemelere yer vermektedir. Bu kapsamda, yatırım kuruluşunun aylık dönemler itibariyle yatırımcının tercih ettiği yoldan hesap ekstresi göndermesi ve sermaye piyasası aracının ne olduğuna bağlı olarak değişen şekilde işlem sonuç formu gibi günlük bilgileri de sağlaması gerekmektedir.

d. Elde edilen varlıkları teslim etme

TBK uyarınca, vekilin, kendi adına ve vekâlet veren hesabına gördüğü işlerden doğan üçüncü kişilerdeki alacağı, vekâlet verenin vekile karşı bütün borçlarını ifa ettiği anda, kendiliğinden vekâlet verene geçecek; müvekkil adı ve hesabına

²⁹⁰ Oğuzman/Öz, s.37.

gerçekleştirdiği işlemler ise doğrudan temsil kapsamında müvekkilin malvarlığında hak ve borçlar yaratacaktır.

Bu durum alım satım aracılığı bakımından da geçerli olmakla birlikte, yatırım kuruluşunun takas işlemlerinin gerçekleştirilmesini sağlayarak, yatırım kuruluşu havuz hesabında bulunan hak ve varlıkları, yatırımcının bireysel hesabına aktarması gerekmektedir²⁹¹. Diğer bir deyişle, Borsa'da işlem gören sermaye piyasası araçlarının teslimi borcu yatırım kuruluşları tarafından kıymetlerin yatırımcı hesabında tutulması veya yatırımcının isteği ile başka hesaba virmanlaması söz konusu olmaktadır²⁹².

e. Yatırımcı varlıklarının saklamasını yapma

TBK'nın 504 üncü maddesi "*Vekâletin kapsamı, sözleşmede açıkça gösterilmemişse, görülecek işin niteliğine göre belirlenir. Vekâlet, özellikle vekilin üstlendiği işin görülmesi için gerekli hukuki işlemlerin yapılması yetkisini de kapsar.(...)*" hükmünü haiz olup; şüphesiz vekalet ilişkisinin sınırları Kanun ile belirlenmiş değildir. Dolayısıyla vekalet ilişkisinin niteliğine göre iş görmenin kapsamı değişecektir.

Sermaye piyasalarında alım satım aracılığında yatırım kuruluşlarının borçlarından belki de en önemlisi, müşterilerinin sermaye piyasası araçlarının saklamasını yapmalarıdır. Bu yükümlülük SPK düzenlemelerinden kaynaklanmakta ve bu sebeple çerçeve sözleşmelerin içeriğine dahil olmaktadır.

²⁹¹ Takas işleminin detayları için bkz: Altıncı Bölüm, IV.B.

²⁹² Çetin/Töremiş, s.97.

Saklama hizmeti, 6362 sayılı Kanun'un tanımlar kısmında, “*Sermaye piyasası faaliyetleri sebebiyle veya emanetçi sıfatıyla veya idare etmek için veya teminat olarak veya her ne nam altında olursa olsun, sermaye piyasası faaliyetleriyle ilişkili olarak kayden veya fiziken tevdi veya teslim edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin hizmetler*” olarak tanımlanmış bir yatırım hizmet ve faaliyetidir. III-37.1 sayılı Tebliğ'in 59 vd. maddelerinde daha detaylı düzenlemeye kavuşturulan saklama hizmeti, sınırlı ve genel saklama olarak ikiye ayrılmakta; sınırlı saklama yatırım kuruluşlarının kendi müşterilerinin sermaye piyasası araçlarına ilişkin kayıtların tutulması iken; genel saklama müşterisi olmayanların da saklamasının yapılmasıdır.

Öte yandan, merkezi saklama kuruluşu olan MKK nezdinde de tüm yatırımcıların hak sahipliği bilgileri yatırımcı bazında saklanmakla birlikte, güvenilirliği teminen adeta çifte kayıt sistemi öngörülmüş ve MKK yanında yatırım kuruluşlarınca da saklama yapılması zorunlu tutulmuştur.

f. Sır saklama

Kanunda açık bir hüküm bulunmamakla birlikte, doktrinde vekalet sözleşmelerindeki karşılıklı güven ilişkisi sebebiyle ve sadakat borcunun bir sonucu olarak vekilin müvekkilin sırlarını saklı tutmakla yükümlü olduğu kabul edilmektedir²⁹³.

III-39.1 sayılı Tebliğ'in “Sır saklama ilkesi” başlıklı 23 üncü maddesinde, aracı kurumların, personelinin ve aracı kuruma dışardan hizmet verenlerin, yatırım hizmet

²⁹³ İnceoğlu, s.166.

ve faaliyetleri dolayısıyla müşteriler hakkında öğrendikleri sırları açıklaması, bu sırları kendilerinin ve üçüncü kişilerin menfaatine kullanması yasaklanmıştır²⁹⁴.

Müşterinin mali durumu, yatırım tercihleri ya da sermaye piyasasında işlem yapma sıklığı gibi durumların da müşteri sırrı kapsamında sayılması gerekmekte; keza aksi durumda özellikle büyük yatırımcıların bu tür bilgilerinin, yatırım kuruluşu ya da personeline lehe kullanılması mümkün olmaktadır²⁹⁵.

2. Yatırımcının Yükümlülükleri

a. Ücret, Komisyon ve Masrafların Ödenmesi

Vekalet sözleşmesi kural olarak ücret karşılığında yapılan bir hizmet ifasını kapsamamakla birlikte, sözleşmede kararlaştırılması ya da teamülün gerektirmesi halinde ücret ödemenin kararlaştırılması mümkündür. Alım satım aracılığı faaliyetinin, ticari ve mesleki bir faaliyet olarak yatırım kuruluşlarınca yapılması da bu faaliyet dolayısıyla teamül gereği ücrete hak kazanıldığının kabulünü gerektirmektedir. Zira yatırım kuruluşları, tacir sıfatını haiz olduklarından, yaptıkları masrafları talep edebilecekleri gibi, sözleşmede ücret kararlaştırılmamış olsa dahi ücrete hak kazanacaklardır²⁹⁶. Kaldı ki çerçeve sözleşmede de yatırım kuruluşuna ücret, komisyon, ve swap²⁹⁷ gibi çeşitli masraf kalemleri ödeneceği kararlaştırılmaktadır.

²⁹⁴ Kamuyu aydınlatma amacıyla mevzuat gereği yapılan ilan ve duyurular, idari inceleme ve soruşturma hallerinde yetkililere bilgi verilmesi sır saklama yükümlülüğünün istisnasıdır.

²⁹⁵ İnceoğlu, s.166.

²⁹⁶ Çetin/Töremiş, s.98, dn.39; Arkan, S.: Ticari İşletme Hukuku, BTHAE, 24. Bası, Ankara, 2018, s.156 vd.

²⁹⁷ Swap kaldıraçlı işlemlerde, pozisyonun kapatılmayarak bir sonraki güne taşınması halinde, aracı kurum tarafından talep edilen gecelik döviz taşıma maliyeti olarak ifade edilebilir.

III-39. sayılı Tebliğ'in 25 inci maddesinde, işlemlere ilişkin her türlü komisyon, ücret ve vergi tutar veya oranlarının, risklerin bildirilmesi yükümlülüğü kapsamına müşterilere açıklanmasının esas olduğu ifade edilmiştir. Bu kapsamda ücretler hakkında bilgi sahibi olan yatırımcının, aldığı hizmet karşılığında vekili konumundaki yatırım kuruluşunun masraflarını ödemesi gerekmektedir. Ücret kalemlerinin ise, özen ve sadakat borcu çerçevesinde ve piyasa koşullarına uygun olarak belirlenmesi önem arz etmektedir.

b. Menkul kıymetin ve/veya nakdin teslimi

Borsa işlemlerinde emirlerin eşleşmesini takiben, tarafların menkul kıymeti ya da nakdi teslim etme yükümlülüklerinin yerine getirilmesi gerekmektedir. Yatırım kuruluşu, takas işlemlerinde yatırımcıyı temsilen bu yükümlülüklerin yerine getirilmesini sağladığından, yatırımcının hesabında işlem konusu sermaye piyasası aracının ve/veya yeterli nakdin bulundurulması esastır. Aksi halde yatırımcının temerrüdü ortaya çıkacaktır. Esasen bu yükümlülüğün, vekilin yaptığı masrafları ödeme ve onu borçtan kurtarma yükümlülüğü ile bağlantısının kurulması da mümkündür.

B. Halka Arza Aracılıkta Tarafların Yükümlülükleri

1. Yatırım Kuruluşunun Yükümlülükleri

a. Halka arzı sadakat ve özenle gerçekleştirme

Esasen halka arza aracılık faaliyetinin yürütülmesi sırasında yatırım kuruluşlarının ifa yükümlülüklerine, çalışmamızın “*Halka Arza Aracılık Faaliyetinin Yürütülmesine İlişkin Usul ve Esaslar*” başlığı altında yer verilmekle birlikte; bu bölümde sözleşmeden kaynaklı genel yükümlülüklerle değinilmesi söz konusu olacaktır.

Halka arz sürecinin yürütülmesi ve satışın gerçekleştirilmesi, tüm halka arza aracılık türlerinde temel amacı teşkil etmektedir. Yatırım kuruluşlarının halka arz edilen tüm sermaye piyasası araçlarının satılmasını garanti etmesi söz konusu olmamakla birlikte, azami özen ve sadakati göstererek halka arz sürecini yönetme yükümlülükleri söz konusudur.

Halka arza aracılığın iş görme sözleşmesi niteliğinden kaynaklanan sadakat yükümü, alım satım aracılığından bir nebze farklılaşmaktadır. Sadakat borcu kural olarak, vekaletin ifası sırasında müvekkilin menfaatlerinin sözleşme ile güdülen amaç doğrultusunda korunması, müvekkilin yararına olan davranışlarda bulunulması ve ona zarar verici davranışlardan kaçınılması yükümlülüğü olarak tanımlanmaktadır²⁹⁸. Ancak halka arza aracılığın mutlak şekilde halka arz edenin talimatı altında çalışma yükümlülüğünü vermemesi ve yatırım kuruluşunun yatırımcılara karşı kamunun aydınlatılması yükümlülüğünü haiz olması, bu sözleşmeden kaynaklanan sadakat yükümünü kendine özgü hale getirmektedir.

²⁹⁸ İnceoğlu, s.101.

Özen borcu ise, vekilin iş görme ile hedef tutulan sonuca ulaşılması için hayat deneylerine ve işlerin normal akışına göre gerekli girişim ve davranışlarda bulunması ve başarılı sonucu engelleyecek davranışlardan kaçınması olarak tanımlanmaktadır²⁹⁹. Örneğin, yatırım kuruluşunca fiyat tespitinin en optimal ve piyasa koşullarına şekilde yapılması özen borcunun bir ifası olarak kabul edilmelidir. Zira halka arz edilecek sermaye piyasası aracının fiyatının çok yüksek tespiti halinde, ilk etapta halka arz eden lehine başarılı bir izlenim yaratılabilecekse de, piyasa gerçeklerine uygun olmayan fiyatın hızlı düşüşü, tam tersi bir tesir yaratacaktır. Keza olması gereken düşük fiyat tespiti de halka arz edenin gerçek durumunu yatırımcılara yansıtmayacağından, sermaye piyasası aracının değerinin gerçek değerini bulmasını zorlaştıracaktır. Fiyatın belirlenmesi, fiyat tespiti denilen birçok karmaşık işlemi gerektirmektedir. Bu kapsamda, yatırım kuruluşlarının basiretli bir tacirin göstereceği özenin de ötesinde hareket etmesi gerektiği kabul edilmektedir³⁰⁰.

b. Organizasyonel işlemleri yürütme ve danışmanlık verme

III-37.1 sayılı Tebliğ'in 51 inci maddesinin üçüncü fıkrasında, yatırım kuruluşlarının halka arz sürecinde vermesi gereken çeşitli danışmanlık ve organizasyonel hizmetlere yer verilmiştir. Bunlar, izahnamenin onayı için sunulacak bilgi ve belgelerinden hazırlanarak SPK'ya sunulması, talep toplanması, satışın organize edilmesi, reklam ve organizasyon işlemlerinin yürütülmesi şeklinde sıralanabilecektir. Tercih edilmesi gereken finansal enstrümanın tespiti, ihracın büyüklüğünün, ihraç olunacak sermaye piyasası aracının satış zamanlamasının

²⁹⁹ Ayoğlu, s. 260.

³⁰⁰ İnceoğlu, s.101.

belirlenmesi gibi son derece hassas ve teknik finansal konularda, piyasa koşullarına hakim uzman kuruluşlar olarak ihraççılara danışmanlık hizmeti verilmesi bu kapsamdadır³⁰¹. Halka arzın başarısını etkileyecek önemli faktörler olarak bu işlemlerin gerçekleştirilmesi, yatırım kuruluşlarının halka arza aracılık sözleşmesinden kaynaklanan asli borçlarını tayin etmektedir.

c. Halka arz edenin talimatlarına uyma

Halka arz eden yatırım kuruluşunun talimatlara uyma borcu, vekalet sözleşmesine ilişkin TBK hükümlerinden doğmakla birlikte, belirtildiği gibi bu sözleşmenin talimatlarla mutlak bağlılık içermemesi dolayısıyla klasik anlamda iş görme sözleşmelerinden ayrışması söz konusu olmaktadır. Bu nedenle talimatlara uyma borcunun sınırının dikkatli ve dar çizilmesi gerekmektedir³⁰². Zira SPK düzenlemelerinde halka arzların mümkün olduğunca şeffaf ve güvenilir yapılmasını ve böylece satın alacak yatırımcıların korunmasını teminen, aracılık eden yatırım kuruluşuna emredici nitelikte çeşitli yükümlülükler verilmiştir. Sadece fiyatın belirlenmesi aşamasında değil, satış yönteminin seçilmesinden, resmi merciler nezdinde yapılması gereken çalışmalara kadar birçok alanda halka arz eden kuruluşun talimat iradesi sınırlandırılmış durumdadır³⁰³. Hatta doktrinde, halka arza aracılık sözleşmesine konulacak hükümlerle ihraççı ortaklığın talimat verme yetkisinin sınırlandırılabilceği, hatta tamamen ortadan kaldırılabilceği savunulmaktadır³⁰⁴.

³⁰¹ Ayoğlu, s.246.

³⁰² İnceoğlu, s.104-105.

³⁰³ İnceoğlu, s.104.

³⁰⁴ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.88.

d. Satılmayan kısmı satın alma

Yatırım kuruluşunun yüklenim aracısı olması durumunda doğan bu borç, sözleşmeye karakteristik özelliğini vermektedir. Yüklenimli aracılık türlerine özgü bir borç olan satın alma, en iyi gayret aracılığında söz konusu olmamaktadır.

III-37.1 sayılı Tebliğ'in aracılık yüklenimine ilişkin tanımları uyarınca, gerek bakiyeyi gerek tümünü yüklenimde yatırım kuruluşunun sermaye piyasası aracının bedelini tam ve nakden ödemesi esastır. Dolayısıyla para dışında herhangi bir menfaat sağlanması yoluyla ödeme yapılamayacağı gibi, halka arz edenden olan alacaklarının mahsup edilmesinin de kabulünün mümkün olmayacağı öne sürülmektedir³⁰⁵. Ancak doktrinde aksi yönde düşünenler de mevcuttur. AYOĞLU³⁰⁶, 2499 sayılı mülga Kanun'un 7 nci maddesinde³⁰⁷ tam ve nakden ödeme kuralına tabi tutulmuş sermaye piyasası araçları bakımından, yatırım kuruluşlarının da tam ve nakden ödemeye tabi olacaklarını; diğer hallerde yatırım kuruluşlarına bu yükümlülüğün verilmemesi gerektiğini savunmaktadır. Ayrıca yazar tarafından, yatırım kuruluşlarının halka arza aracılık sözleşmesinden doğan alacakları ile bu sözleşmeden doğan yükümlülükleri gereğince satın almak durumunda buldukları sermaye piyasası araçlarının bedelini ödeme yönündeki borçlarını takas etmelerine herhangi bir engel bulunmadığı yönünde görüş bildirilmiştir³⁰⁸. Keza MANAVGAT ve ÜNAL tarafından da yatırım kuruluşlarının, tam ve nakden

³⁰⁵ İnceoğlu, s.111.

³⁰⁶ Ayoğlu, s.254.

³⁰⁷ Söz konusu hüküm, 6362 sayılı Kanun'un 12 nci maddesine tekabül etmekte olup; söz konusu maddede ihraç olunan payların bedellerinin tamamen ve nakden ödenmesinin şart olduğu düzenlenmiştir.

³⁰⁸ Ayoğlu, s.256.

ödemek durumunda buldukları sermaye piyasası araçlarının bedeli ile, halka arza aracılık sözleşmesinden doğan ücret ve masraflara ilişkin alacaklarını takas edebilecekleri yönünde görüş bildirilmiştir³⁰⁹.

2. Halka Arz Edenin Yükümlülükleri

a. Aracılık ücretini ödeme

Halka arza aracılık sözleşmelerindeki karşılıklılık ilişkisi, yatırım kuruluşunun satışa aracılık ve yüklenim edimleri ile ihraççının (ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibinin) ücret ödeme ve sermaye piyasası araçlarının mülkiyetini nakletme yönündeki edimleri arasında mevcut bulunmaktadır³¹⁰. Bu sözleşmeye niteliğine uygun düştüğü ölçüde vekalet akdine yönelik hükümlerin uygulanacağı gözetildiğinde, halka arza aracılığı bir ticari ve mesleki faaliyet olarak gerçekleştiren yatırım kuruluşlarına ücret ödenmesi, tıpkı alım satım aracılığında olduğu gibi teamül gereği olmaktadır.

III-37.1 sayılı Tebliğ'in 54 üncü maddesinde de, yatırım kuruluşlarının halka arza aracılık faaliyetine ilişkin sunulan hizmetler karşılığında alınan ücretler dışında menfaat sağlayamayacağı hükmüne yer verilmiş; dolaylı olarak halka arzın ücret karşılığı yapıldığı ifade edilmiştir.

³⁰⁹ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.90; Ünal, s.288.

³¹⁰ Ayoğlu, s.237.

b. Sermaye piyasası aracının mülkiyetini nakletme

Yüklenimli aracılık sözleşmelerine özgü olan bu yükümlülük, tümünü yüklenimde satıştan önce; bakiyeyi yüklenimde ise satışın tamamlanmasından sonra, yükümlülüğe konu sermaye piyasası araçlarının mülkiyetinin yatırım kuruluşuna nakledilmesini içerir. Esasen bu yükümlülüğün halka arz eden bakımından bir hak niteliği de mevcuttur. Zira satın alma taahhüdüne konu sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşuna nakli, çoğu durumda halka arz edenin de menfaatine olmakta; böylece elde satılmayan sermaye piyasası aracı kalması rizikosunu bertaraf edilmektedir. Ancak mevcut durumda sermaye piyasası aracının değerinin düşük olması ve ileride fiyatının yükselmesi dolayısıyla kar elde etme şansının kalmayacak olması dolayısıyla, halka arz edenin devirden kaçınması gibi bir durum ortaya çıkabilecektir. Bu sebeple mülkiyeti devrin halka arz edenin bir yükümlülüğü olarak ele alınmasında yarar vardır. Keza bakiyeyi yüklenim aracılığının satılmayan sermaye piyasası aracı kalması şeklindeki geciktirici şarta bağlı bir alım satım akdi yönü de olduğu gözetildiğinde, bu geciktirici şartın hukuk alanında oluşması ile, halka arz eden ortaklığın sermaye piyasası araçlarının mülkiyetini yatırım kuruluşuna nakletme borcunun muaccel olması söz konusudur.

C. Konsorsiyum Sözleşmesinde Yükümlülükler

1. İç İlişkide Yatırım Kuruluşlarının Yükümlülükleri

a. Konsorsiyum liderinin iç yükümlülükleri

Konsorsiyumlar, üstlenilen riskin tek bir yatırım kuruluşunun sermayesine yarattığı yükün büyüklüğü başta olmak üzere, çeşitli ekonomik ve operasyonel sebeplerle, halka arzlar bakımından uygulamada sıklıkla karşımıza çıkmaktadır.

Aracılık konsorsiyumu sözleşmelerinde ortak özellik, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca bir “*konsorsiyum lideri*” içermesidir. III-37.1 sayılı Tebliğ md.56 ve II-5.2 sayılı Tebliğ md.28 uyarınca, halka arzın aracılık konsorsiyumu eliyle yürütülmesi halinde, konsorsiyum üyesi yetkili yatırım kuruluşlarından en az biri konsorsiyum lideri olarak belirlenecektir. Dolayısıyla, TBK’nın adi ortaklık ilişkisinde yönetimi düzenleyen 625 inci maddesinin birinci fıkrasındaki, yönetimin sözleşme ile bir ya da birden çok ortağa bırakılması hali dışında tüm ortaklara ait olduğu kabulü, konsorsiyum sözleşmesinde bir lider ya da eş liderler belirlenmesi şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

Konsorsiyum sözleşmesi, halka arz eden ortaklıkla yatırım kuruluşları arasında imzalanan halka arza aracılık sözleşmesinden farklı bir sözleşme olup; III-37.1 sayılı Tebliğ’in 57 nci maddesinde düzenlenen bu sözleşme, üye yatırım kuruluşları arasında imzalanmaktadır. Konsorsiyum sözleşmesinde bulunması gereken asgari unsurlar, Tebliğ’in mezkur hükmü kapsamında SPK tarafından belirlenmiştir. Buna göre³¹¹, ihraççı ortaklığı, konsorsiyum liderini ve varsa eş lideri, diğer konsorsiyum üyelerini ve temsilcileri gerçek kişileri tanıtıcı bilgiler; halka arza konu sermaye piyasası araçlarına ilişkin detaylar, aracılığın yüklenim içerip içermediği, satışa

³¹¹ Bkz: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/24> (Erişim tarihi: 04.04.2019)

ilişkin esaslar vb. hususların yanında en önemlisi konsorsiyum üyelerinin hak ve yükümlülükleri bu sözleşmede bulunması gereken asgari unsurlardandır. Dolayısıyla, konsorsiyum üyelerinin her birinin yüklenim tutarları ve oranları, konsorsiyum lideri ile üyelerin yatırım kuruluşunun hak, taahhüt ve yükümlülükleri, varsa tarafların birbirlerine verdikleri garantiler, ilan ve reklamların hangi yatırım kuruluşunca yapılacağı ve iç ilişkide sorumluluğun ne şekilde paylaşılacağı hususlarının konsorsiyum sözleşmesinde yer alması zorunludur.

Konsorsiyum liderinin en temel sorumluluğu, konsorsiyumun sözleşmeye uygun şekilde yürütülmesinin sağlanması; aksi halde kusuruna ve durumun gereklerine göre zararlar kendisine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olmasıdır. Konsorsiyum üyeleri arasında imzalanan sözleşmede, eş lider belirlenmesi durumunda bunların her birinin ve her halükarda konsorsiyum liderinin görev ve sorumluluklarının açık şekilde belirlenmesi esas olduğundan, diğer üyelerin de aldığı karar ile yönetim sevk ve idaresi konsorsiyum liderine bırakılmaktadır. Bu nedenle konsorsiyum lideri, iç ilişkide diğer üyelere karşı, bu konsorsiyumun halka arz edenin ihtiyaçlarına, halka arza aracılık sözleşmesine ve konsorsiyum üyeleri arasında imzalanan konsorsiyum sözleşmesine uygun yürütülmesinden sorumlu olacaktır. Keza TBK'nın adi ortaklıkta özen borcunu düzenleyen 628 inci maddesinde, her ortağın ortaklık işlerinde kendi işlerinde olduğu ölçüde çaba ve özen göstermekle yükümlü olduğu ifade edildiğinden, konsorsiyum liderinin yönetim işlerinde diğer üyelere karşı özen borcu bulunmaktadır.

Konsorsiyum lideri ABD Hukukunda da halka arz işlemlerinin yürütülmesinde başı çekmekte; *due diligence* işlemlerinin halka arz eden nezdinde gerçekleştirilmesi

ve pazarlamaya yönelik *roadshow* faaliyetlerinin yapılmasında en büyük pay konsorsiyum liderine düşmektedir.

Ülkemiz mevzuatında konsorsiyum liderinin halka arz sürecinde operasyonel sorumlulukları da dikkat çekicidir. Öncelikle izahnamenin imzalanması, satış sonunda yatırımcılara dağıtım listelerinin konsolide edilmesi, doğru dağıtım yapılmasında sorumluluğun üstlenilmesi, talep toplama süresi sonunda yatırımcı listesi oluşturulması, yatırımcılara teslimde sorumluluğun üstlenilmesi, talep listesinin korunması ve saklanması gibi halka arz süreci bakımından son derece elzem yükümlülükler, konsorsiyum lideri üzerinde kalmaktadır.

Bu bakımdan konsorsiyumun iç ilişkisinin yönetiminde yegane söz sahibinin konsorsiyum lideri olduğu, diğer üyelerin yönetime doğrudan müdahale hakları bulunmadığı kabul edilmekte³¹²; yalnızca satış ve yüklenim aşamalarında devreye giren diğer üyelerin yanında, SPK başvuru süreçleri dahil halka arz sürecini fiilen yürüten yatırım kuruluşu konumundaki liderin seçiminin halka arz sürecinin başarısı için hayati olduğu ifade edilmektedir³¹³.

Yönetim yetkisinin mutlak surette lidere devri, doğal olarak bir hesap verme yükümlülüğünü de beraberinde getirmektedir. TBK'nın 631 inci maddesinde hükme kavuşturulan her bir ortağın ortaklık işlerini inceleme hakkı, yönetim yetkisini haiz konsorsiyum lideri için bir hesap verme sorumluluğu olarak görünüm almaktadır. Buna göre her bir konsorsiyum üyesi ortaklığın işleyişi hakkında bilgi alma, defter ve kayıtlarını inceleme, bunlardan örnek alma ve mali durumu hakkında özet çıkarma hakkını haizdir.

³¹² Kara, s.335.

³¹³ Ayoğlu, s. 289.

Adi ortaklık hükümlerine tabi olan konsorsiyum sözleşmelerinde, yönetim yetkisini haiz olan liderin bu yetkisinin, TBK md. 629 kapsamında kaldırılıp kaldırılamayacağı hususu tartışmaya açıktır. Mezkur hükme göre ortaklık sözleşmesinde verilen yönetim yetkisi, sözleşmede bu yetkinin kaldırılamayacağı yazsa bile, haklı bir sebebin varlığı halinde diğer ortaklarca kaldırılabilir ya da sınırlandırılabilir. Hükümün son fıkrasında haklı sebep halleri “*özellikle yönetici ortağın görevini aşırı ölçüde ihmal etmesi veya iyi yönetim için gerekli olan yeteneği kaybetmesi durumları*” olarak sınırlı sayıya tabi olmaksızın hükme bağlanmıştır. Konsorsiyum liderinin yetkisinin kaldırılmasına ilişkin olarak mülga TBK md.529 bağlamında doktrinde çeşitli tartışmalar bulunmakta olup; kimi yazarlar, konsorsiyum ilişkilerinin ve liderin halka arzın salahiyeti bakımından büyük önemi dolayısıyla, yönetim yetkisinin liderin elinden alınmasının sakıncalı olduğunu, kimileri tersine ise yönetim yetkisini önemli derecede ihmal eden bir liderin görevinin elinden alınmamasının halka arz bakımından önemli sorunlar yaratacağını, bir diğer görüş ise sahip olduğu önem dolayısıyla halka arz konsorsiyumlarında TBK md. 629 kapsamında yönetim yetkisinin liderin elinden alınması prosedürünün uygulanmaması gerektiğini savunmaktadır³¹⁴.

Kanımızca her ne kadar belirli bir sermaye piyasası aracının halka arzına yönelik geçici bir ortaklık ilişkisi de içerse ya da halka arzın salahiyeti için lider değişikliğinin operasyonel sorunlar yaratabileceği öne sürülebilecekse de, TBK'nın adi ortaklıklarda yönetim yetkisinin alınmasına ilişkin 629 uncu madde hükümünün konsorsiyumlar bakımından uygulanmaması için bir sebep bulunmamaktadır. Zira söz konusu hükümün konulmasındaki amaç, adi ortaklık ilişkisinde yönetim yetkisini

³¹⁴ Tartışmalar için bkz: Kara, s.335 vd.; Ayoğlu, s.291 vd.

haiz olan ortağın bu görevini önemli derecede ihmal etmesi gibi, ortaklığın devamını tehlikeye sokan herhangi bir arızanın ortadan kaldırılmasına ve ortaklığın amacını gerçekleştirmesine yöneliktir. Adi ortaklık hükümlerine tabi olan konsorsiyum ilişkilerinde de bu tür sorunlar ortaya çıkabileceğinden, görevini önemli derece ihmal ederek halka arzı tehlikeye atan bir liderin, TBK md.629 kapsamında diğer ortaklarca yönetimden alınması gerekebileceği açıktır.

b. Konsorsiyum üyelerinin iç yükümlülükleri

Konsorsiyum ilişkisinde yönetim yetkisinin, TBK m.629 uyarınca öngörülen yönetimin azli istisnası saklı olmak kaydıyla, mutlak surette konsorsiyum liderine verilmesi, bu ilişkinin halka arzın daha hızlı ve etkin şekilde yürütülmesine katkıda bulunacak şekilde kurumsallaşmasını ve hızlanmasını sağlayabilecektir. Zira liderin yetki ve sorumluluklarının, üyelerden büyük oranda ayrışması ve operasyonel süreçlerde yetkinin konsorsiyum sözleşmesi ile en baştan lidere bırakılmış olması, karar alma ve uygulama mekanizmasının etkili olmasına hizmet edecektir. Dolayısıyla, konsorsiyum ilişkisinde yönetim yetkisinin devrinin anlam kazanması bakımından, üyelerin yükümlülüklerinin başında liderin talimatlarına uymak gelmektedir.

Konsorsiyum ilişkisinde öne çıkan diğer bir husus, TBK md. 626'da düzenlemeye kavuşturulan rekabet yasağıdır. Söz konusu hüküm uyarınca, ortaklar, kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine olarak, ortaklığın amacını engelleyici veya zarar verici işleri yapamazlar. Bu yasağın halka arz konsorsiyumu bakımından değerlendirilmesinde, ihraç edilen sermaye piyasası aracının satışı döneminde,

konsorsiyum üyesi yatırım kuruluşlarından birinin elinde bulunan ve ihraççı ortaklığın daha önce ihraç etmiş olduğu aynı sermaye piyasası aracının büyük miktarlarda borsada satışa konu edilmesi ve böylece halka arzda fiyatın düşmesine sebep olunması gibi bir durum, rekabet yasağına örnek gösterilebilecektir³¹⁵. Ayrıca, aynı dönemde birden fazla halka arz konsorsiyumuna üye olunmasının rekabet yasağı bağlamında değerlendirilmesi de mümkün olabilecektir³¹⁶.

Böyle bir rekabet yasağı ihlalinde, konsorsiyum ilişkisinin haklı sebeple feshi³¹⁷ yolunun mümkün olduğu savunulabileceği gibi; somut olayın özelliklerine bakarak konsorsiyumun kendi doğası bakımından değerlendirme yapmanın daha doğru olduğu da öne sürülen görüşlerdendir³¹⁸. Kanımızca da bu hususa ilişkin doktrinde öne sürülen görüşler birbirinden çok farklılık arz etmemekte olup; TBK'nın adi ortaklık hükümleri her halükarda konsorsiyum ilişkisinin doğasına uygun düştüğü ölçüde uygulama bulacağından, ilişkinin somut olaydaki özelliklerinin gözetilmesi suretiyle rekabet yasağının varlığının kabulü daha doğru olacaktır.

Konsorsiyum üyelerinin maddi yükümlülüklerinin başında ise şüphesiz konsorsiyum sözleşmesinde belirlenen yüklenim oranlarında bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi gelmektedir. Zira konsorsiyumların varlık sebebi, özellikle yüklenimli halka arzlarda, satılmayan sermaye piyasası aracının satın alınması yükümlülüğünün tek bir yatırım kuruluşunda kalmasının ve bu durumun yatırım kuruluşu sermayesi nezdinde taşıyamayacağı bir risk teşkil etmesinin önüne geçmektir. Üyelerin bu yükümlülükleri yalnızca halka arz edene değil, birbirlerine

³¹⁵ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.99.

³¹⁶ Ayoğlu, s. 294.

³¹⁷ Manavgat, Aracı Kurumlar, s.100.

³¹⁸ Ayoğlu, s.295.

karşı da önemli bir sorumluluk teşkil etmekte; aksi durum konsorsiyum sözleşmesinin ihlali anlamına gelmektedir. Zira bir üyenin yükümlülüğünü ihlal ederek yüklenimde bulunmaktan imtinası halinde halka arz sözleşmesi bakımından konsorsiyum yükümlülüğünü yerine getirilmemiş olacaktır.

2. Dış İlişkide Yatırım Kuruluşlarının Yükümlülükleri

a. Konsorsiyum üyelerinin dış yükümlülükleri

Yüklenim aracılığı içeren bir konsorsiyum ilişkisini adi ortaklıktan ayıran en temel unsurun, üyelerin her birinin halka arz eden müşterilerine karşı, kendi yüklenim oranlarında münferiden sorumlu olmaları; her birinin tüm yüklenim tutarında müteselsilen sorumluluklarının söz konusu olmamasıdır. Konsorsiyum üyelerinin dış ilişkide halka arz edene karşı sorumluluklarının niteliği ise, halka arza aracılık sözleşmesinde belirleneceğinden, bu sözleşmeye, yatırım kuruluşlarının yükledikleri oranda münferiden sorumlu oldukları ifadesinin eklenmesi gerekmektedir³¹⁹.

Yatırım kuruluşlarının yüklenimleri oranında münferiden değil, müteselsilen sorumlu oldukları bir durumda, teknik anlamda bir konsorsiyum sözleşmesinin değil, tam anlamıyla bir adi ortaklık ilişkisinin doğduğundan söz edilebilecek; hizmet ifası niteliğindeki edimin bölünmezliğinden ötürü üyelerin müteselsil sorumluluğunu doğuran en iyi gayret temalı konsorsiyum ilişkileri buna örnek olarak verilebilecektir.

³¹⁹ Aksi halde iki veya daha fazla kimsenin, içlerinden yalnız biri veya hepsi için ticari mahiyeti haiz bir iş dolayısıyla diğer bir kimseye karşı müştereken borç altına girmeleri durumunda, aksi kararlaştırılmış olmadıkça müteselsilen sorumlu kabul edileceklerini öngören TTK md. 7/I hükmü devreye girecek; yüklenim konsorsiyumu üyesi yatırım kuruluşlarının halka arz edene karşı müteselsil sorumlulukları söz konusu olacaktır. Ayoğlu, s. 298.

b. Konsorsiyum liderinin dış yükümlülükleri

Konsorsiyum liderinin en temel yükümlülüğü, konsorsiyumun halka arza aracılık sözleşmesine uygun şekilde temsilidir. Ülkemiz sermaye piyasası mevzuatı uyarınca, konsorsiyumu SPK nezdindeki başvuru süreçleri başta olmak üzere, halka arzın her aşamasında temsil eden ise üyelerin tümü değil, konsorsiyum lideri ve varsa eş liderdir. Zira izahnamenin de konsorsiyum lideri tarafından imzalanması, liderin temsil yetkisinin en önemli görünümülerindendir. Liderin temsil yetkisini, adi ortaklık hükümlerinin getirdiği özen borcu çerçevesinde yerine getirmekle yükümlü olduğu izahtan varestedir.

Temsil yetkisi ile bağlantılı olarak, konsorsiyum lideri ve eş liderin halka arzın bir çok aşamasında şahsi sorumlulukları söz konusudur. II-5.2 sayılı Tebliğ'in 28 inci maddesinde, konsorsiyum liderinin konsorsiyumun sözleşmeye uygun şekilde yürütülmesinden kusuruna ve durumun gereklerine göre, zararlar kendisine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olduğu; yine aynı maddede, liderin halka arz fiyatı ve üzerindeki fiyatlardan gelen yatırımcı taleplerini, halka arzın bitimiyle birlikte özel durumların açıklanması kapsamında kamuya duyurabilecekleri ve bu duyurunun doğruluğundan durumun gereklerine göre, zararlar kendisine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olduğu; aynı Tebliğ'in 19 uncu maddesinde liderin sermaye piyasası araçlarının dağıtımının izahnameye uygun yapılmasından kusuruna ve durumun gereklerine göre, zararlar kendisine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olduğu düzenlenmektedir. 6362 sayılı Kanun'un 10 uncu maddesinde ise liderin en önemli

sorumluluğu düzenlenerek, izahnamenin gerçeği yansitmamasından, bu belgeyi imzalayan konsorsiyum liderinin sorumluluğunun bulunduğu hükme bağlanmaktadır.



SONUÇ

Yatırım hizmet ve faaliyetlerinden çalışmamızın konusunu teşkil eden aracılık faaliyetlerinin hukuki niteliklerinin belirlenmesi, bu faaliyetleri sunan yetkili yatırım kuruluşları ile, hizmet alan yatırımcı ya da ihraççıların arasındaki ilişkilerde doğacak olası uyuşmazlıklarda uygulanacak özel hukuk hükümlerinin belirlenmesi için elzemdir.

Sermaye piyasası araçlarını ihraç ederek sermaye piyasasının bir parçası olmak isteyen anonim ortaklıkların, bu amaçları doğrultusunda, SPK nezdindeki başvuru süreçlerinin yönetilmesi, izahname hazırlanması, fiyat tespiti yapılması, organizasyon ve pazarlama işlemlerinin yapılması, satışın gerçekleştirilmesi ve satış sonrası fiyat istikrarının sağlanması gibi hizmetleri yatırım kuruluşundan temin etmeleri halka arza aracılık faaliyetlerinin ortak iş görme edimleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Halka arza aracılık faaliyetleri bu ortak iş görme edimlerinin gerçekleştirilmesinin ardından, sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşunca satın alınıp alınmamasına göre türlere ayrılmaktadır. İhracın halka arza aracılık hizmeti alınmaksızın yapılamaması, halka arza aracılığın ve bu hizmeti sunan yatırım kuruluşları ile ihraççılar arasındaki ilişkilerin önemini artırmaktadır. Yetkili yatırım kuruluşu halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında hizmet sunduğu müşterisi ihraççıya olan edim borçlarının yanında, sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan birçok yükümlülüğü de yerine getirmektedir.

ABD sermaye piyasalarında “*underwriting*” olarak düzenlenen yüklenim aracılığı ile “*best effort*” olarak kavramlaştırılan en iyi gayret aracılığı faaliyetleri, kanuni bağlamda 1940 tarihli Yatırım Tavsiyesi Kanunu’nda düzenlenmiş; SEC ve

öz düzenleyici kuruluşlar da usul ve esasları genişletmiştir. ABD’de halka arza aracılık yalnızca yetkilendirilmiş yatırım bankaları tarafından yerine getirilebilen bir faaliyettir. AB Hukukuna bakıldığında, 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi’nde, MiFID II Direktifi’na yapılan atıflarla düzenlenen halka arza aracılık faaliyeti, üye ülkelerde ihraç kurallarını yeknesaklaştırmak üzere genel bazı kurallara tabi kılınmıştır.

Yatırım kuruluşunun sunduğu halka arza aracılık hizmetinin kapsamı, hukuki nitelik açısından belirleyici olan unsurdur. Halka arza aracılık hizmetinin herhangi bir yüklenimde bulunmaksızın, en iyi gayret aracılığı şeklinde sunulması, satış sürecine kadarki iş görme edimlerinin yerine getirilmesi, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satış süresi içinde satışa sunulması ve satılmayan kısmın ihraççıya iade edilmesi faaliyetlerini içermektedir. En iyi gayret aracılığı faaliyeti, Türk Hukukundaki özel borç ilişkilerinden “*vekilin, vekalet verenin bir işini görmeyi veya işlemini yapmayı üstlendiği sözleşmeler*” olarak tanımlanan (TBK md.520) vekalet ve “*komisyoncunun ücret karşılığında, kendi adına ve vekalet verenin hesabına kıymetli evrak ve taşınurların alım veya satımını üstlendiği sözleşme*” olarak düzenlenen (TBK md.523) alım-satım komisyonculuğu sözleşmeleri ile benzerlik göstermektedir. Zira en iyi gayret aracılığının temelinde yatırım kuruluşunun ücret karşılığında, ihraççının halka arz işlemlerini gerçekleştirme edimi yatmaktadır. Bu aracılık türünün hukuki niteliğinde belirleyici olan ise, bu iş görme edimlerinin uygulamada her durumda ihraççı nam ve hesabına gerçekleştirilmesi olmaktadır. Bu kapsamda en iyi gayret aracılığının bir vekalet sözleşmesi olduğu ve bu aracılık hizmetinin alınması kapsamında olası uyuşmazlıklara vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması gerektiği değerlendirilmektedir.

Yüklenim içeren halka arza aracılık türlerinden ilki, tümünü yüklenim aracılığı olup; bu faaliyette yatırım kuruluşu, en iyi gayrette olduğu gibi iş görme edimlerini yerine getirdikten sonra, satışın başlamasından hemen önce tüm sermaye piyasası araçlarını bedelini tam ve nakden ödemek suretiyle ihraççıdan satın almakta ve daha sonra kendi nam ve hesabına yatırımcılara satmaktadır. Bu aracılık türünde farklı türden edimlerin bulunması, tek bir kanuni tipin kapsamına alınmasını güçleştirdiğinden, karma sözleşmeler bağlamında yaklaşılması gerekmektedir. Buna göre yatırım kuruluşunun tüm halka arza aracılık türlerinde bulunan ortak iş görme edimlerini gerçekleştirmesine yönelik hizmetleri vekalet sözleşmesi niteliğini haizken, satıştan önce sermaye piyasası araçlarını satın alması, klasik anlamda bir alım-satım sözleşmesi içermektedir. Dolayısıyla tümünü yüklenim aracılığı sözleşmesinin hukuki niteliği, vekalet ve alım-satım sözleşmelerinin kanunen öngörülmemiş bir biçimde birleşmesinden oluşan bir karışık muhtevalı sözleşme olup; bu sözleşmeden kaynaklanan uyuşmazlıklarda vekalet ve alım satım ilişkilerine ilişkin TBK hükümlerinin kıyasen uygulanmasının yerindelik teşkil ettiği değerlendirilmiştir.

Bakiyeyi yüklenim aracılığı ise, halka arza aracılığın gerektirdiği iş görme edimlerinin sunulmasının ve ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satışa sunulmasının ardından, satılmayan sermaye piyasası aracı kalması durumunda, bunların bedelinin tam ve nakden ödenmek suretiyle yatırım kuruluşu tarafından satın alınması edimlerini içermektedir. Doktrinde bakiyeyi yüklenimin bir vekalet akdi ve yüklenim ediminin ise vekalet akdine eklenen bir yan edim olduğu yönünde görüşler bulunmaktaysa da, bakiyeyi yüklenim aracılığına adını ve karakterini veren “*satılmayan sermaye piyasası aracı kalması durumunda yatırım kuruluşunca satın*

alınması” ediminin yalnızca bir yan edim olarak değerlendirilmesinin mümkün olmadığı; bu edimin taraflardan en az biri açısından sözleşmenin kuruluş sebebi haline getirilen bir sübjektif esaslı unsur teşkil ettiği; bu sübjektif esaslı unsurda yer alan *“satılmayan sermaye piyasası aracı kalması”* şeklindeki geciktirici şartın hukuk aleminde gerçekleşmesi durumunda yatırım kuruluşunun satın alma borcunun muaccel olacağı; dolayısıyla bu şartın bakiyeyi yüklenim aracılığı sözleşmesinin hüküm ve sonuçlarını doğurmasını sağlayan bir tamamlayıcı unsur niteliğini taşıdığı değerlendirilmiştir. Geciktirici şarta bağlı borçlandırıcı işlemde alacak, şartın gerçekleşmesiyle kesin olarak doğacak; alacaklı şart gerçekleştikten sonra borcun ifasını talep edebilecektir. Bakiyeyi yüklenimde taraf iradeleri gelecekte gerçekleşmesi şüpheli bir olgu olarak *“halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının yatırımcılarca satın alınmaması”* şartını, alım-satım sözleşmesinin geciktirici şartı haline getirmektedir. Bu geciktirici şartın gerçekleşmesine kadarki süreçte, yatırım kuruluşu vekalet akdinden kaynaklanan iş görme edimlerini yerine getirmekte, satış sürecinin tamamlanmasının ardından elde satılmayan sermaye piyasası aracı kalması durumunda, taraflarca en başta sözleşmenin tamamlayıcı unsuru haline getirilen geciktirici şart gerçekleşince sözleşme hüküm ve sonuçlarını doğurmaktadır. Hüküm ve sonuçların doğmasından kasıt ise, sözleşmenin taraflarının borçlarının muaccel olması; yani, yatırım kuruluşunun satılmayan sermaye piyasası araçlarının bedelini ihraççıya ödeyerek satın alma, ihraççının ise bu sermaye piyasası araçlarını yatırım kuruluşuna teslim etme borcunun doğmasıdır. Dolayısıyla bu aracılık türünde, vekalet sözleşmesiyle geciktirici şarta bağlı alım-satım sözleşmesinin, tarafların açık iradesiyle tek bir sözleşme haline getirilmesi, edimler arasında doğrudan bir ekonomik ilişki doğarak bunların tek bir akit şeklinde öngörülmesi, bu

iki sözleşmenin edim borçlarının kanunen öngörülmemiş şekilde bir bütünlük içine sokulması söz konusu olduğundan; bakiyeyi yüklenim aracılığının vekalet ve geciktirici şarta bağlı alım satım sözleşmelerinden oluşan bir karışık muhtevalı sözleşme olduğu; bakiyeyi yüklenim sözleşmesine uygulanacak hükümlerin kıyasen uygulama görüşü çerçevesinde değerlendirilmesi gerektiği; böylece bu sözleşmede çıkacak bir uyuşmazlıkta TBK'nın vekalet sözleşmesi ile alım-satım sözleşmesine ilişkin hükümlerinden taraf iradelerine en uygun olanların uyuşmazlığın özelliklerine göre sözleşmeye uygulanmasının yerinde olduğu sonucuna varılmaktadır.

Alım satım aracılığı faaliyetleri ise halka arza aracılık sözleşmelerinden tamamen bağımsız ve ayrı bir inceleme konusu yapılmış; bu faaliyetler için imzalanması gereken çerçeve sözleşme ile daha sonra bu çerçeve sözleşmeye uygun olarak ifa edilecek bireysel sözleşmelerin hukuki nitelikleri ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Öncesinde ise ABD ve AB sermaye piyasası hukuklarında alım satım aracılığı faaliyetlerinin neye karşılık geldiğine değinilmiştir.

ABD Hukukunda sermaye piyasası araçlarının ikincil piyasalarda işlem görmesine ilişkin esaslar 1934 tarihli Menkul Kıymetler Alım Satım Kanunu ile düzenlenmekte; ABD borsalarında işlem yapma yetkisini haiz olan alım satım aracıları, temel olarak "*broker*" ve "*dealer*" olarak ele alınmaktadır. Kanuni düzenlemeler uyarınca *broker*, müşterileri hesabına menkul kıymet alım satımını ticari bir faaliyet olarak yapan gerçek ya da tüzel kişi; *dealer* ise bir *broker* aracılığıyla ya da doğrudan kendi nam ve hesabına ticari amaçla menkul kıymet alım satımı faaliyetini gerçekleştiren gerçek ya da tüzel kişidir. Uygulamada her iki aracılık türünü de yerine getirerek *broker/dealer* unvanını haiz olan yatırım kuruluşlarının ya da gerçek kişilerin, SEC'den yetki belgesi alması gerekmektedir.

AB Hukukunda ise alım satım aracılığı, oldukça yakın bir tarihte 2018 yılı Ocak ayında tüm üye ülkeler nezdinde yürürlüğe giren MiFID II Direktifi ile düzenlenmektedir. Müşteri emirlerinin alınması ve iletilmesi, müşteri emirlerinin gerçekleştirilmesi ve müşteri emirlerinin kendi hesabından gerçekleştirilmesi olarak üçlü yapıda düzenlenen alım satım aracılığı, yatırım kuruluşlarınca yerine getirilebilmektedir. Bu aracılık türünün gerçekleştirildiği çok taraflı alım satım sistemlerinin ülkemizdeki tek borsalı fiili duruma nazaran çeşitlilik arz etmesi de AB nezdindeki aracılık faaliyetlerini dikkat çekici kılmakta; “*regulated market*”, “*multilateral trading facility*”, “*organized trading facility*” ve “*systemic internaliser*” olarak düzenlenen bu sistemlerin her biri ayrı ayrı detaylı düzenlemelere tabi kılınmaktadır.

Öncelikle, SPK’nın ikincil düzenlemeleri uyarınca, yatırım kuruluşları tarafından müşterileriyle işlem yapmaya başlamadan önce, sunulacak faaliyet ve hizmete ilişkin imzalanması zorunlu olan, yatırım kuruluşuyla müşterileri arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin yani bireysel sözleşmelerin esasını oluşturan alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinin hukuki niteliği incelenmiştir. Yatırım kuruluşlarının bu çerçeve sözleşmeden kaynaklanan, sermaye piyasası araçlarının mali ve yönetsel haklarının kullanımı, müşteri bakiyesinin değerlendirilmesi, saklama yapılması, müşteriye düzenli olarak hesap ekstresi gönderilmesi ve tabi ki müşteri emirlerinin gereğinin yerine getirilmesi suretiyle münferit işlemlerin gerçekleştirilmesi gibi birçok yükümlülüğü bulunduğu; bunların yanında müşteri emirlerinin kabulünü içeren bireysel sözleşmelerin gereklerinin yatırım kuruluşlarınca yerine getirildiği; yatırım kuruluşunun bu hizmetleri karşılığında ücrete hak kazandığı; bu iş görme

edimlerinin bireysel sözleşmenin emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ya da portföy aracılığı olmasına göre değişmek suretiyle, yatırımcı nam ve hesabına, kendi namı ve yatırımcı hesabına ya da kendi nam ve hesabına görülebileceği; çerçeve sözleşmede yer alan edimlerin ve bu sözleşmenin unsurlarının vekalet sözleşmesinden herhangi bir şekilde ayrılmadığı ve bu kapsamda alım satım aracılığı çerçeve sözleşmesinin hukuki niteliğinin bir vekalet akdi olduğu değerlendirilmiştir.

Çerçeve sözleşmede belirlenen temel esaslara uygun olarak kurgulanan bireysel sözleşmeler ise emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ve portföy aracılığı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, bir yatırım kuruluşunun sözleşme akdedilmesine aracılık edilmesi ve sözleşme yapmak isteyen tarafların komisyon karşılığında bir araya getirilmesi hizmetlerini içeren emir iletimine aracılık, hizmet ediminin içeriğine ve bu hizmetin kime sunulduğuna göre değişen bir hukuki nitelendirmeye sahiptir.

Emir iletimine aracılığın yalnızca sözleşme akdedilmesine aracı olunması ve komisyon karşılığında sözleşme imzalamak isteyen tarafların bir araya getirilmesi faaliyetinden ibaret olduğu durumda emir iletimine aracılık faaliyeti, yalnızca III-37.1 sayılı Tebliğ'in 11 inci maddesinin ikinci fıkrasında sayılan hizmetleri kapsıyor ve müşteri emirlerinin iletilmesini içermiyorsa, lehine faaliyet gösterilen kuruluş ile emir iletimine aracı kuruluş arasında TTK'nın 102 nci maddesinde, *“Ticari mümessil, ticari vekil, satış memuru veya işletmenin çalışanı gibi işletmeye bağlı bir hukuki konuma sahip olmaksızın, bir sözleşmeye dayanarak, belirli bir yer veya bölge içinde sürekli olarak ticari bir işletmeyi ilgilendiren sözleşmelerde aracılık etmeyi veya bunları o tacir adına yapmayı meslek edinen kimse”* şeklinde

düzenlenen acentelik sözleşmesinin varlığından söz edilmesi gerekmektedir. Sözleşme yapılmasına aracılık ile sınırlı bir emir iletimine aracılık hizmeti veren yatırım kuruluşu ile müşterisi arasındaki ilişkiye bakıldığında ise, bu kuruluşun müşterisini lehine faaliyet gösterilen kuruluş ile komisyon karşılığı bir araya getirip, sözleşme imzalanmasına vesile olması, TBK'nın 520 nci maddesinde *“simsarın taraflar arasında bir sözleşme kurulması imkanının hazırlanmasını veya kurulmasına aracılık etmeyi üstlendiği ve bu sözleşmenin kurulması halinde ücrete hak kazandığı sözleşme”* şeklinde düzenlenen simsarlık sözleşmesi ile örtüşmektedir.

Emir iletimine aracı kuruluşun tek yükümlülüğünün sadece müşteri ve lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşunu sözleşme yapmak üzere bir araya getirmek olmadığı ve müşteri emirlerinin iletiminin söz konusu olduğu halde ise emir iletimine aracı, sözleşme için tarafları bir araya getirdikten sonra, sürekli bir borç ilişkisi kapsamında, lehine faaliyet gösterilen yatırım kuruluşuna karşı, müşteri emirlerini iletmekle yükümlenmiştir. Bu halde, emir iletimine aracılık yapan yatırım kuruluşu ile lehine emir iletimine aracılık faaliyeti yapılan yatırım kuruluşu arasındaki ilişkinin iç ilişkide vekalet, dış ilişkide ise doğrudan temsil olduğu sonucuna varılmaktadır. Yine bu türden bir emir iletimine aracılıkta emir iletimine aracılık eden kuruluşun bireysel sözleşmelerde müşterisi nam ve hesabına hareket etmekte olduğu gözetildiğinde, bu sözleşmelerin bir vekalet akdine karşılık gelmesi; iç ilişkide vekalet, dış ilişkide ise doğrudan temsil hükümlerinin uygulanması söz konusu olacaktır.

Alım satım aracılığının diğer bir türü olan işlem aracılığının kanuni tanımında, *“sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına ya da kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi”* düzenlemesi yer almaktadır. Bu

aracılığın her durumda müşteri hesabına gerçekleştirildiği gözetildiğinde, kimin namına yapıldığının belirlenmesi hukuki niteliğine etki etmektedir. Teorik olarak işlem aracılığının müşteri nam ve hesabına gerçekleştirilmesi mümkünse de, SPK'nın II-13.1 sayılı Tebliği hükümleri, MKK İş ve İşlem Kuralları ile takas esasları incelendiğinde, alım-satım işlemlerinin gerçekleştirilmesini takiben hak sahipliklerindeki değişikliklerin yani takasın gerçekleştirilmesinde, işleme konu sermaye piyasası aracının bir noktada anonimleşmesinin söz konusu olduğu; emirleri ilgili piyasaya iletilen yatırımcıların hangi yatırımcıların mülkiyetindeki sermaye piyasası aracını satın aldığı ya da hangi yatırımcıya mülkiyetlerinde bulunan sermaye piyasası araçlarını sattıklarını bilme imkanları bulunmadığı; sermaye piyasası araçlarının misli eşya niteliğinin de bu durumu desteklediği; dolayısıyla, uygulamada esas olarak işlem aracılığı faaliyetinin yatırım kuruluşu namına ve yatırımcı hesabına gerçekleştirildiği tespit edilmiştir. Bu kapsamda, işlem aracılığı faaliyetinin TBK'nın 523 üncü maddesinde düzenlenen alım-satım komisyonculuğu sözleşmesi niteliğini taşıdığı; yine TBK uyarınca bu ilişkiden kaynaklanan uyuşmazlıklarda vekalet sözleşmesine ilişkin hükümlerin uygulanması gerektiği değerlendirilmiştir.

Alım satım aracılığının son türü ise, 6362 sayılı Kanun'da "*sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı*" olarak karşımıza çıkan portföy aracılığıdır. Bu aracılık türünde portföy aracısının kendi namına ve müşterisi hesabına hareket ederken sermaye piyasası araçlarına ilişkin emri kendi malvarlığından karşılaması söz konusu olmamakta; portföy aracılığı yapan yatırım kuruluşu, müşteri emrini yerine getirirken bizzat kendi nam ve hesabına işlem yapmakta; ayrıca portföy aracısı olan yatırım kuruluşunun müşteriye hesap verme,

saklama yapma, özen borcu ve çıkar çatışmalarını önleme gibi yükümlülükleri, portföy aracılığı içeren bireysel sözleşmeden değil, vekalet sözleşmesi niteliğini haiz olduğu sonucuna varılan çerçeve sözleşmeden kaynaklanmakta olduğundan, portföy aracı yatırım kuruluşunun işlemleri kendi malvarlığından yerine getiren bir alım satım komisyoncusu olduğu sonucuna varılamamaktadır. Yatırımcı çerçeve sözleşme ile sermaye piyasası araçlarının alım satımı konusunda yatırım kuruluşuna yetki vermekte; aracı kurum da temsilci sıfatıyla bu sermaye piyasası işlemlerine ilişkin olarak bireysel sözleşmeleri üçüncü kişilerle kurmak yerine, kendi malvarlığından satmakta ya da satın almakta; bu durumda yatırımcı ile yatırım kuruluşu arasında bir alım satım ilişkisi kurulmakta olduğu değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

Kitaplar ve Makaleler

Adıgüzel, B.: “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 3, 2017.

Aggarwal, R.J./ Purnanandam A.K./ Wu, G.: “Underwriters Manipulation in Initial Public Offerings”, University of Minnesota, 2006.

Akcaal, M.: “Borçlar Kanununun Genel İşlem Koşullarına Dair Hükümleri Hakkında Bir İnceleme”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XVIII, Y. 2014, Sa. 1.

Aktürk, İ.Y.: “Tüzelkişi Tacirin Tüketici Sıfatı”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XX, Y.2016, Sa.2.

Antalya, G.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Birinci Cilt, Beta Yay., 2.Bası, İstanbul, 2013.

Arkan, S.: Ticari İşletme Hukuku, BTHAE, 24. Bası, Ankara, 2018.

Aslan, A.G.: “Yatırım Danışmanlığı Faaliyetinde Analistlerin Rolü, Çıkar Çatışmaları, Düzenlemeler ve Türkiye için Öneriler”, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2004.

Atamer, Y.: “Yeni Borçlar Kanunu’na Göre Genel İşlem Şartları”, Türk Hukukunda Genel İşlem Şartları Sempozyumu, BTHAE, Ankara, 2012.

Aydın, S.: “Alım Satım Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi”, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C.V. S.1., 2008.

Ayhan, H.E.: Borsada Hisse Senedi Alım Satım Sözleşmesi ve Hakkın İntikali, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2008.

Ayoğlu, T.: Sermaye Piyasası Hukuku'nda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Doktora Tezi, 2006.

Barlas, N.: “Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmenin Özellikleri”, Prof.Dr.Erdoğan MOROĞLU'na Armağan, İstanbul, 1999.

Barr, S./ Jackson, E.H./ Tahyar, M.E.: Financial Regulation: Law and Policy, Second Edition.

Berzek, A.N.; “Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, Reha Poroy'a Armağan, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, İstanbul, 1995.

Busch, D.: “MiFID II and MiFIR: Stricter rules for the EU financial markets”, Law and Financial Markets Review, 2017, Vol. 11, Nos. 2-3, 126-142. (Financial Markets)

Busch, D.: “MiFID II: Stricter conduct of business rules for investment firms”, Capital Markets Law Journal, 2017. (Investment Firms)

Busch, D.: “Product governance and product intervention under MiFID II/MiFIR”. (Product Governance)

Cox, J./ Hillman, R.W./ Langevoort, D.C.: Securities Regulation, Aspen Casebook Series, 8th Edition.

Crockett, A./ Harris, T./ Mishkin, F.S./ White, E.N. : “Conflict of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?”, ICMB Geneva Reports on the World Economy 5.

Çetin, N.: “Bankaların Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri”, Prof.Dr.Seza REİSOĞLU Armağanı, Bankacılık Enstitüsü Yay., 2016 (Bankalar).

Çetin, N.: “Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C.XV, Sa.1, 2011

(Yatırımcının Korunması).

Çetin, N./Töremiş, H.E.: “Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satıma Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XII, 2008.

Danilov, A.: “Initial Public Offering:The EU Prospectus Regime”, University of Amsterdam, Financial Law, Market Regulation and Behavior, 2016.

Enriques, L./Gargantini, M.: “The Expanding Boundaries of MiFID’s Duty to Act in the Client’s Best Interest: The Italian Case”, The Italian Law Journal No 2, 2017.

Goldschmidt, D. J., “IPO in United States”, Initial Public Offerings Law Review Second Edition.

Gordon, J.D.: “Defining a Common Enterprise in Investment Contracts”, Ohio State Law Journal, Vol:72, 2011.

Gorman, C.M.: “Are Chinese Walls Best Solution to Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers?”, Fordham University School of Law, 2001.

Gümüş, M. A.; Borçlar Hukuku Özel Hükümler Cilt II, Vedat Yay., 3. Bası, İstanbul, 2014.

Hebb, G.M./ Fraser, D.R.: “Conflict of Interest in Commercial Bank Security Underwritings: Canadian Evidence” Journal of Banking and Finance, 2002.

Hutter/Kaulamo: “Initial Public Offerings in Germany”, Initial Public Offerings Law Review.

İnceoğlu, M.M.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Seçkin Yay., Ankara, 2004.

İşgüzar, H.: Tek Satıcılık Sözleşmesi, Ankara 1989.

Kara, M.S.: “Aracılık Konsorsiyumu”, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.23, Sa.1,2015.

Kaymaz, A.İ.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması, Doktora Tezi, İstanbul, 2010.

Keskin, A.D.: Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği, Doktora Tezi, Ankara, 2007.

Kocayusufpaşaoğlu/Hatemi/Serozan/Arpacı: Borçlar Hukukuna Giriş, Hukuki İşlem, Sözleşme, Birinci Cilt, Filiz Kitapevi, 7.Bası, İstanbul, 2017.

Konishi, A./Dattatreya, R.E.: The Handbook of Derivative Instruments, Irwin Professional Publishing, Second Edition.

Krahnen, J.P./ Noth, F./ Schüwer, U.: “Structural Reforms in Banking: The Role of Trading”, Journal of Financial Regulation, 2017, 3, 66-88.

Kuntalp, E.: Karışık Muhtevalı Akit, BTHAE, 2. Bası, Ankara, 2013.

Küçükdağlı, A.: Genel İşlem Şartları ve Yargısal Yoldan Denetimi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2014.

Küçükgüngör, A.: “Banka Hukukunda Hakim Ortak ve Hakim Ortakların Hukuki Durumu”, BATİDER, C.XXVI, Sa.31.

Manavgat, Ç.: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016 (Halka Arz).

Manavgat, Ç.: “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesine Göre Kaydi Sistemin Esasları”, AÜHF Dergisi, C.50. S.2., 2001.

Manavgat, Ç.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yay., Ankara, 1991 (Aracı Kurumlar).

Moloney, N.: EC Securities Regulation, Oxford EC Law Library, Second Edition.

Mujalovic/Halhuber/Briggs: “Going Public in the USA, An Overview of the

regulatory framework and capital markets process for IPOs”, Global Legal Insights Initial Public Offerings, 2018, Second Edition.

Oğuzman, M.K./Öz, M.T.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Birinci Cilt, Vedat Yay., 13.Bası, İstanbul, 2015.

Özer, I.: “Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunmayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme”, BATİDER, C.XXXIV, Sa.11, 2018.

Özer, M.: “2011-2013 Döneminde Gerçekleştirilen Halka Arzların İşlem Görülen Pazarlar İtibarıyla Fiyat Analizi, Düşük Fiyatlamının Nedenleri ve Uzun Dönem Performansı Etkileyen Unsurlar, Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, SPK Yeterlilik Etütleri, Ankara, 2014.

Seçer, Ö.: Alım Satım Komisyonculuğu Sözleşmesi, Vedat Yay., İstanbul, 2013.

Seyhun, N.: “Insider Trading and the Effectiveness of Chinese Walls in Securities Firms”, Journal of Law, Economics and Policy, Vol 4:2, 2008, 369-408.

Sirmen, L.: Türk Özel Hukukunda Şart, BTHAE, Ankara, 1992.

Sümer, A.: Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, Alfa Yay., İstanbul, 2001.

Şen Doğramacı, H.: Çerçeve Sözleşmeler, Doktora Tezi, 2010.

Tekinalp, Ü.: “Joint Venture”, Prof. Dr. Yaşar Karayalçın’a 65. Yaş Armağanı, Ankara, 1988 (Joint Venture).

Tekinalp, Ü.: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul, 1982 (Sermaye Piyasası).

Tınıç, S. M., “Etkin ve Akışkan Menkul Değerler Piyasası Geliştirmenin Stratejisi: Rekabet mi, Kamu Düzenlemesi mi?”, SPK Yayın No:6, "Türk Sermaye

Piyasasında Son Gelişmeler", İzmir, 1985.

Turanboy, A.: "2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 4487 sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi", AÜHF Dergisi, C.48, S.1, 1999.

Ünal, O.K.: Aracı Kurumlar, Yaklaşım Yay. Ankara, 1997.

Üzeler, R.S.: "Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu", Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2014.

Yanlı, V.: "Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları", BATİDER, Cilt:32, Sayı:3, 2016.

Yavuz, C./Acar, F./Özen, B.: Borçlar Hukuku Dersleri Özel Hükümler, Beta Yay., 14.Bası, İstanbul 2016.

Raporlar ve Rehberler

SEC, Investor Publications, "Guide to Broker-Dealer Registration",
<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/divisionsmarketregbdguidehtm.html>

FSB, "Report on Implementing OTC Derivatives Markets Reforms", 2010,
https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf

IOSCO, "Consultation Report on Conflict of interest and associated conduct risks during the equity capital raising process", CR01/2018, Şubat 2018,
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD593.pdf>.

ESMA, "Guidelines on MiFID II Product Governance Requirements",
<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43->

