

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

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KAYDÎ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINI
KONU EDİNER AYNÎ TEMİNATLAR**

BATUHAN AKKUŞ

2501181314

**TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. BİLGEHAN ÇETİNER**

İSTANBUL-2020

ÖZ

**KAYDÎ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINI
KONU EDİNER AYNÎ TEMİNATLAR**

Batuhan AKKUŞ

Dünya ekonomisindeki küreselleşme ve liberalleşme harekâtı sermaye piyasalarındaki işlem hacmini artırmış ve bu piyasalarda kaynak değış tokuşunu sağlayan finansal varlıkları çeşitlendirmiştir. Finans düzenindeki bu tırmanış geleneksel elde tutma sisteminde kırtasiye krizine yol açmış ve netice itibariyle sermaye piyasası araçlarının doğrudan elektronik ortamda ihraç edilip bunlara ilişkin hukukî işlemlerin bilgisayar ortamında gerçekleştirildiğı bir sistem yaratılmıştır. Malî piyasalardaki risk yönetiminde en etkin araç olan finansal teminatlar da geliştirilen bu yeni teknolojik altyapıda finans dünyasının ihtiyaçlarına cevap verebilir nitelikte AB direktiflerinde ve uluslararası konvansiyonlarda düzenlenmiştir. Bu çalışmada uluslararası normatif düzene paralel bir biçimde kaleme alınan Sermaye Piyasası Kanunu m. 47 hükmünün medenî hukuk açısından hukukî çerçevesi çizilecektir. Anılan hüküm, kaydî değerler üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde Merkezî Kayıt Kuruluşu'na yapılan bildirim esas alan Sermaye Piyasası Kanunu m. 13/V hükmü ile birlikte değerlendirilmeye muhtaçtır. Aynı kaydî değer üzerinde merkezî kayıt sistemi dâhilinde ve haricinde hak iktisap edilmesinin mümkün olduğu bir sermaye piyasasında; finansal teminat sözleşmelerinin kuruluşu, icrası ve üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi bakımlarından bütün yönleriyle değerlendirilmesi büyük öneme sahiptir.

Anahtar Kelimeler: sermaye piyasası, kaydî sistem, kaydî hak, menkul kıymet, finansal teminat, alacak ve hak rehni.

ABSTRACT

**COLLATERAL SECURITIES ON DEMATERIALIZED
INSTRUMENTS OF THE CAPITAL MARKET**

Batuhan AKKUŞ

The globalization and liberalization operations in the world economy have increased the transaction volume in capital markets and have diversified the financial assets that have provided fund exchange in these markets. This escalation in the financial system has led to the paper crisis in the traditional holding system. As a result, a new system has been created in which capital market instruments are now issued directly in an electronics-based environment while legal transactions related to these instruments are carried out in a computer-based environment. Financial collaterals, which are the most effective tools for risk management in financial markets, have been developed in EU directives and international conventions that can satisfy the needs of the financial system in this new technological infrastructure. In this study, the legal framework of Article 47 of the Capital Markets Law, which was drafted in parallel with the international normative regulations, will be drawn in terms of civil law. The aforementioned provision needs to be evaluated together with Article 13/V of the Capital Markets Law, which is based on the notification made to the Central Securities Depository in asserting the rights on dematerialized instruments against third parties. It is of utmost importance that financial collateral agreements are evaluated in all aspects in terms of establishment, execution and claiming against third parties in a capital market where rights can be acquired both within and outside the central registry system on the same dematerialized instrument.

Keywords: capital market, book-entry system, dematerialized instruments, securities, financial collaterals, pledge on claims and rights.

ÖNSÖZ

İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı bünyesinde yüksek lisans tezi olarak hazırlanan bu çalışmada; kaydı sermaye piyasası araçlarının Sermaye Piyasası Kanunu madde 47 hükmü uyarınca teminat sözleşmelerine konu edilmesi incelenmiştir. İlâveten, kaydı sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde Merkezî Kayıt Kuruluşu'na yapılacak bildirim tarihini esas alan anılan kanunun madde 13/V hükmünün hukukî çerçevesi de devir ve teminat işlemleri ekseninde medenî hukuk bakış açısıyla ortaya konmuştur.

Konunun seçilmesinden tezin savunulmasına kadar olan süreçte sorularımı cevapsız bırakmayarak ilgi ve desteğini esirgemeyen, kürsüsünün bir mensubu olmaktan onur duyduğum sayın hocam Prof. Dr. Halûk Nami Nomer'e; akademik hayata ilk adımımı atarken beni yüreklendiren ve nihayet jüride yer almayı kabul ederek beni onurlandıran kıymetli hocam Prof. Dr. Şebnem Akipek-Öcal'a; tezin danışmanlığını üstlenerek asistanlığımın ilk gününden itibaren kıymetli görüşleriyle yolumu aydınlatan, hoşgörüsü ve bilgisini paylaşmadaki cömertliği ile yalnızca bu teze değil, aynı zamanda akademik serüvenimde hazırlayacağım bütün çalışmalara peşinen katkı sağlayan değerli hocam Prof. Dr. Bilgehan Çetiner'e ve elbette bugünlere gelmemde en büyük pay sahibi sevgili aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Batuhan Akkuş

Beyazıt, 2020

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	II
ABSTRACT	III
ÖNSÖZ.....	IV
KISALTMALAR CETVELİ	VIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA KAYDÎ DEĞERLERİN İŞLEYİŞİ

I. SERMAYE PİYASASI VE ARAÇLARI	7
A. Sermaye Piyasasının Finans Sistemindeki Yeri.....	7
B. Birincil ve İkincil Sermaye Piyasaları.....	11
C. Sermaye Piyasası Araçları.....	12
1. Genel Olarak.....	12
2. Türleri	14
a. Menkul Kıymetler	14
b. Diğer Sermaye Piyasası Araçları	16
i. Genel Olarak.....	16
ii. Türev Araçlar.....	17
iii. Yatırım Sözleşmeleri.....	18
II. ARACILI ELDE TUTMA SİSTEMİ.....	20
A. Genel Olarak	20
B. Sistemin Esasları	24
1. Hareketsizleştirme veya Kaydileştirme	24
2. Merkezî Saklama	26
3. Aracılı Yapı	29
4. İşlemlerin Elektronik Ortamda (Kayden) Yapılması	30
C. Sistemde Sermaye Piyasası Araçları Üzerindeki Hak Sahipliğinin Hukukî Kaynağı.....	31
1. Doğrudan Hak Sahipliği	31
2. Dolaylı Hak Sahipliği	33
III. KAYDÎ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI ÜZERİNDE HAK SAHİPLİĞİ.....	34
A. Kaydileştirme Sürecinin Tarihsel Gelişimi.....	34

B. Merkezî Kayıt Sistemi.....	37
C. Merkezî Kayıt İşleminin Hukukî Niteliği/Etkisi.....	38
D. MKK'ya Bildirim ve Hukukî Sonuçları	41
1. Genel Olarak.....	41
2. Bildirimin Konusu: Haricî Tasarruflar	44
3. Bildirimin Kaydî Değer Üzerindeki Mevcut Haklara Etkisi.....	46
a. Genel Olarak.....	46
b. Farazî Olay Örgüleri	47
i. Temlik Edilmiş Kaydî Değerin Tekrardan Temlik Edilmesi	47
ii. Kaydî Değerin Önce Rehin Verilip Sonra Temlik Edilmesi	48
iii. Kaydî Değerin Önce Temlik Edilip Sonra Rehin Verilmesi	49
iv. Rehin Verilmiş Kaydî Değerin Tekrardan Rehin Verilmesi	50
4. Bildirimin İşlevini Yerine Getirebilmesinde İyiniyetin Rolü.....	50
E. Kaydî Sermaye Piyasası Araçlarının Hukukî Niteliği.....	53

İKİNCİ BÖLÜM

KAYDÎ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINI KONU EDİNER TEMİNAT SÖZLEŞMELERİNİN KURULUŞU

I. FİNANSAL TEMİNATLARA İLİŞKİN HUKUKÎ DÜZENLEMELER 58

A. Avrupa Birliği Direktifleri ve Uluslararası Konvansiyonlar	58
1. Genel Olarak.....	58
2. Avrupa Birliği Direktifleri.....	59
a. Mutabakat Kesinliği Direktifi	59
b. Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi.....	60
3. Uluslararası Konvansiyonlar	62
a. Hague Menkul Kıymetler Konvansiyonu.....	62
b. UNIDROIT Aracılığa Konu Menkul Kıymetlere İlişkin Maddî Kurallar Konvansiyonu	63
B. Ulusal Düzenlemeler.....	65

II. KAYDÎ DEĞERİ KONU EDİNER TEMİNAT SÖZLEŞMELERİNİN TÂBİ OLDUĞU ORTAK ESASLAR 67

A. Sözleşmenin Tarafları Bakımından.....	67
B. Sözleşmenin Konusu Bakımından	68
C. Temeldeki Hukukî İlişkinin Niteliği Bakımından.....	70
D. Sözleşmenin Hukukî Niteliği Bakımından	72
E. Merkezî Kayıt Talebinin/MKK'ya Bildirimin Tasarruf İşlemi İçerisindeki Yeri	77
F. Sözleşmenin Şekli ve Muhtevası Bakımından	80

III. KAYDÎ DEĞERİ KONU EDİNER TEMİNAT SÖZLEŞMELERİNİN TÜRLERİ 81

A. Yasal Dayanak	81
B. Kaydî Değerin Teminat Alana Devredildiği Teminat Sözleşmeleri	82

1. Teminatın Hukukî Niteliği	82
2. Kaydî Değerin Devri	91
a. Genel Olarak.....	91
b. Kaydî Değerin Düzensiz Rehin Kapsamında Devri.....	97
C. Kaydî Değerin Teminat Verende Bırakıldığı Sözleşmeler	98
1. Teminatın Hukukî Niteliği	98
2. Teminatın MKK Kayıtlarına Yansıtılması	99

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KAYDÎ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINI KONU EDİEN TEMİNAT SÖZLEŞMELERİNİN HÜKÜMLERİ

I. KAYDÎ DEĞERİN KULLANILMASI	101
A. Kaydî Değerin Teminat Alana Devredildiği Sözleşmelerde	101
B. Kaydî Değerin Teminat Verende Bırakıldığı Sözleşmelerde.....	101
1. Kullanım Yetkisinin Anlamı	101
2. Kullanım Yetkisinin Teminatın Hukukî Niteliğine Etkisi	104
3. Kaydî Değer Üzerinde Art Rehin Tesis Edilmesi	109
4. Kaydî Değer Üzerinde Alt Rehin Tesis Edilmesi	112
II. KAYDÎ DEĞERİN İADESİ.....	115
A. İadenin Yöntemi.....	115
B. İadeye Alternatif Yollar	117
1. Genel Olarak.....	117
2. İfa Uğruna Eda Yetkisi Tanınması.....	118
3. İfa Yerine Eda Yetkisi Tanınması	119
III. ALACAĞIN KAYDÎ DEĞERDEN KARŞILANMASI.....	121
A. Alacağın Teminattan Karşılmasını Hızlandıran İmkânlar	121
1. Genel Olarak.....	121
2. Re'sen Satış Yetkisi.....	122
3. Değerini Borçlunun Yükümlülüklerine Mahsup Etmek Suretiyle Kaydî Hakkı Nihai Olarak Edinme Yetkisi	124
B. Alacaklıya Tanınan İmkânlara İlişkin Getirilen Kanunî Sınırlamalar	125
1. Kaydî Değerin Vade Tarihindeki Değerinin Esas Alınması	125
2. Arta Kalan Değerin İadesini Öngören Hükümün Lex Commissoria Yasağı Bakımından Değerlendirilmesi.....	126
IV. YENİDEN YAPILANDIRMA VE TASFİYE KARARLARININ TEMİNAT SÖZLEŞMESİNE ETKİSİ.....	128
SONUÇ.....	134
KAYNAKÇA	142

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: adı geçen eser
a.g.m.	: adı geçen makale
Art.	: Article/Artikel
A.Ş.	: Anonim Şirket
ATM	: Automatic Teller Machine (Otomatik Vezne Makinesi)
AÜHFD	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
AYM	: Anayasa Mahkemesi
BankD	: Bankacılar Dergisi
BEG	: Bundesgesetz vom 3. Oktober 2008 über Bucheffekten (Bucheffektengesetz) (SR 957.1)
BGB	: Bürgerliches Gesetzbuch für das deutsche Reich vom 18.8.1896 (Alman Medenî Kanunu)
BİAŞ	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
BK	: Berner Kommentar
BSK	: Basler Kommentar
bkz.	: bakınız
DEÜHFD	: Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
Doc.	: Document
E.	: Esas
EC	: European Commission
Ed.	: Edited
eSerPK	: 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu
ff.	: fort folgende
GÜHFD	: Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
hrsg.	: herausgeber
İBD	: İstanbul Barosu Dergisi
İİK	: 2004 sayılı İcra ve İflâs Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
inc.	: inceleyiniz

İÜHFM	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
K.	: Karar
karş.	: karşılaştırınız
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
LHD	: Legal Hukuk Dergisi
MKK	: Merkezî Kayıt Kuruluşu
MÜHFHAD	: Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi
MüKo	: Münchener Kommentar
N./Nr.	: Numara/No
OJ	: Official Journal
OR	: schweizerisches Obligationenrecht vom 30.03.1911 (SR 220) (İsviçre Borçlar Kanunu)
S.	: Sayı
SEC	: United States Securities and Exchange Commission (ABD Sermaye Piyasası Kurumu)
Syst. Teil	: Systematischer Teil
SerPK	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SK	: J. von Staudingers Kommentar
SR	: Systematische Sammlung des Bundesrechts
T.	: Tarih
Takasbank	: İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMK	: 4721 sayılı Türk Medenî Kanunu
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
Vol.	: Volume
ZGB	: schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10.12.1907 (SR 210) (İsviçre Medenî Kanunu)
ZK	: Zürcher Kommentar

GİRİŞ

I. SUNUŞ ve KONUNUN SINIRLANDIRILMASI

Bu çalışmanın konusu, Sermaye Piyasası Kanunu¹ (SerPK) m. 13/V ile m. 47 hükümlerinin hukukî çerçevesinin medenî hukukun temel ilkeleri ışığında çizilmesidir. Çalışma bu yönü ile bir yandan eşya hukukunu diğer yandan da sermaye piyasası hukukunu ilgilendirmektedir. Hattâ Merkezî Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izlenen sermaye piyasası araçlarının hukukî niteliğinin tespiti noktasında konunun kıymetli evrak hukuku ile de yakın bir ilişkisi olduğu söylenebilir. Ancak hemen belirtelim ki, kaydî sermaye piyasası araçlarının hukukî niteliği tartışmasında vardığımız sonuç açısından, anılan hükümlerin kapsam ve içeriği çalışmamızda saf bir medenî hukuk bakış açısıyla ortaya konmuştur. Sermaye piyasalarının ihtiyaçları doğrultusunda kaleme alınan hükümlerin temelinde güdülen amacın saptanabilmesi adına da gerektiği ölçüde sermaye piyasası hukuku ve iktisat teorisi kaynaklarına başvurulmuştur.

Finansal teminatlar; finansal varlık ödeme ve mutabakat sistemlerindeki kredi riski yönetiminde büyük öneme sahiptir. Finansal araçların istikrar ve güven içerisinde işleyişi, malî piyasalardaki kredi riskinin bertaraf edilmesi veya azaltılması yoluyla mümkündür. Finansal işlemlerin son yarım asırlık süreçte sınır ötesi hacminin ve çeşitliliğin artması sebebiyle, sistemik riskin yönetilmesi daha da önem kazanmış ve bunun bir yöntemi olarak finansal teminatların kullanımı yaygınlaşmıştır. Ekonomi politikalarında izlenen küreselleşme ve liberalleşme harekâtı, sermaye piyasalarının teknolojik altyapısının geliştirilmesine sebep olmuştur. Finansal varlık ticaretinin bu yeni sistemde daha hızlı ve güvenli bir biçimde gerçekleştirilebilmesi adına uluslararası platformda yeknesak bir hukukî düzenin kapıları aralanmıştır. Nitekim finans sisteminin işleyişinde etkin bir role sahip finansal teminatlar, yeknesak hukukî düzenin bir parçası olarak birçok AB direktifi ve uluslararası konvansiyonlarda düzenlenmiştir. Çalışmamızda finansal teminatlara ilişkin bu uluslararası

¹ 6362 sayılı kanun, RG. T. 30.12.2012, S. 28513.

düzenlemelerin genel yapısı ayrı başlıklar hâlinde ele alınacak; tıpkı kanun koyucu gibi, kaydı sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerine ilişkin hukukî çerçevenin finans sektörüyle uyumlu bir biçimde oluşturulabilmesi adına çalışmanın bütününde uluslararası normatif düzenden yararlanılacaktır. İlâveten, yeri geldikçe İsviçre hukukundaki konuya ilişkin kanunî düzenlemeler de mukayeseli bir biçimde değerlendirilecektir.

Finansal teminatlara ilişkin olarak pozitif hukukumuzdaki düzenlemelere bakıldığında ikili bir yapı görülmektedir. Bunlardan birincisi, SerPK m. 46 uyarınca yatırım kuruluşlarının Sermaye Piyasası Kurulu, merkezî takas ve saklama kuruluşları ile borsa ve teşkilâtlanmış pazarlara tevdi edecekleri teminatlar ile yatırımcıların yatırım kuruluşlarına tevdi edecekleri teminatlardan oluşmaktadır. Yine, borsa ve merkezî takas kuruluşlarına, üye kurumları tarafından SerPK m. 73/II ve 77/II hükümleri uyarınca tevdi edilen teminatlar da bu yapıya dâhil edilebilir. Teminat amacıyla tevdi olarak nitelendirilebilecek bu türden teminatlarda, alacaklının alacağını güvence altına almaktan ziyade; yatırımcıların, ilişki hâlinde bulundukları ve hizmet aldıkları sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleri sırasında gerçekleşen fiillerden veya bu kurumların iflâsı veya aczi gibi durumlarda alacaklarını elde edememelerinden kaynaklanan zararlarını tazmin etme amacı güdülür. Dolayısıyla, sermaye piyasası aracının teminat verilmesine yol açan temeldeki hukukî ilişkinin ancak bir sermaye piyasası faaliyeti olması hâlinde birinci yapı kapsamındaki bir teminattan bahsedilebilecektir.

Finansal teminatlara ilişkin öngörülen ikinci yapı ise, SerPK m. 47 uyarınca kaydı sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmeleridir. Bu türden teminatlar; sermaye piyasası kurumları ve onların faaliyetlerinden bağımsız olarak, temeldeki hukukî ilişkinin niteliğine bakılmaksızın, konusunu münhasıran kaydı sermaye piyasası araçlarının oluşturduğu teminat ilişkileridir. Meselâ iki tacir arasındaki borç ilişkisini kaydı sermaye piyasası aracı ile güvence altına alan sözleşmeler bu ikinci yapıya dâhildir. Bu bağlamda, çalışmamızın konusunu da sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle tevdi edilen sermaye piyasası araçları değil; tarafları ve temeldeki borç ilişkisi ne olursa olsun konusunu münhasıran bir kaydı sermaye piyasası aracının oluşturduğu teminat sözleşmeleri oluşturmaktadır. Ancak

yeri geldikçe SerPK m. 47 ile düzenlenen teminat sözleşmelerinin SerPK m. 46 ile olan ilişkisinin ortaya konması açısından birinci yapıya dâhil edilen tevdi niteliğindeki teminatlar da gerektiği ölçüde araştırılacaktır.

Kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerini düzenleyen SerPK m. 47 konuya ilişkin ilk özel kanun hükmü niteliği taşır. Hükme ilk bakışta, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi² ve UNIDROIT Konvansiyonu³ ile paralel bir biçimde kaleme alındığı dikkat çekmektedir. Özellikle teminat konusunun alacaklıya devredilebilmesi imkânı, teminatın kolay ve hızlıca paraya çevrilmesi ile finansal aracın tedavül yeteneğinin iflâs sürecinden etkilenmemesi bakımından hukukumuzda önemli yenilikler getirildiği görülmektedir. Esasında bu yeniliklerden önce de eSerPK⁴ döneminde kaydî sermaye piyasası araçları Türk Medenî Kanunu⁵ (TMK) taşınır rehni hükümleri uyarınca yahut inançlı işlem yoluyla yaygın olarak teminat verilmekteydi. Ancak klâsik düzenin sermaye piyasasının dinamiklerine ayak uydurma noktasında yetersiz kalması, yabancı yatırımcıların finansal araçları konu edinen teminatlara uygulanacak hukuk olarak Türk hukukunu tercih etmemelerine yahut genel olarak yatırımlarını Türkiye pazarından sakınmalarına yol açmaktaydı. Bu anlamda, finansal teminat sözleşmelerinin; kuruluşu, icrası ve üçüncü kişilere etkisi gibi bütün yönleriyle küresel finans düzeninin ihtiyaçlarına cevap verebilir nitelikte ulusal mevzuatta düzenlenmesi Türk hukuku ve ekonomisi açısından büyük öneme sahiptir.

Çalışmanın birinci bölümünde, kaydî sermaye piyasası araçlarının aracılı elde tutma sistemindeki işleyişi kapsamında hukukî nitelikleri ve bu sistemdeki merkezî kayıtların hak sahipliklerine olan etkisi incelenecektir. İkinci bölümde, teminat sözleşmelerinin hukukî niteliği, türleri ve özellikle sahipliğin alacaklıya geçirildiği sözleşmelerin ifası açısından kaydî değerın ikincil piyasalardaki devrinin ne şekilde

² Directive 2002/47/EC. of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L 168/43.

³ UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, Geneva 2009.

⁴ 2499 sayılı mülga kanun, RG. T. 30/7/1981, S. 17416.

⁵ 4721 sayılı kanun, RG. 8.12.2001, S. 24607.

gerçekleştirildiği açıklanacaktır. Üçüncü ve son bölümde ise, teminat sözleşmesinin hükümleri incelenecektir.

II. TERMİNOLOJİ SORUNU

Müşterek hukuk öğretisinden beri süregelen hak üzerinde hak (*Recht am Recht*) kavramı ile ilgili tartışmalar, kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen aynî teminatları da yakından ilgilendirmektedir. Maddî varlığa sahip olmayan hakların üzerinde aynî hak kurulabilmesi her ne kadar Pandektistler tarafından şüphe ile karşılanırsa da günümüz Türk-İsviçre ve Alman pozitif hukuklarında hakların üzerinde rehin (TMK 954/I; ZGB⁶ Art. 899/I; BGB⁷ §1273/I) ve intifa (TMK m. 794/I; ZGB Art. 745/I; BGB §1068/I) gibi sınırlı aynî hakların kurulabilmesi ve hattâ hakların taşınmaz rejimine tâbi olması (TMK m. 704 ve 998/I; ZGB Art. 655/II ve 943/I) tereddütsüz bir biçimde kabul edilmektedir⁸. Türk kanun koyucusu da Medenî Kanun'un Eşya Hukuku adını taşıyan dördüncü kitabının ikinci kısmında “Sınırlı Aynî Haklar” başlığı altında alacak ve diğer haklar üzerinde rehin kurulmasını düzenlemiş ve kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmeleri bakımından da özel nitelikteki SerPK m. 47 hükmünü ihdas etmiştir. İsviçre hukukunda ise, kaydî hak teminatı mehz ZGB Art. 901'e eklenen üçüncü fıkra uyarınca münhasıran özel nitelikli bir kanuna (BEG⁹) tâbi kılınmıştır¹⁰.

Kaydî sermaye piyasası araçlarının hukukî niteliği konusunda vardığımız sonuç bakımından, bu çalışmanın kapsamı da esasında hak üzerinde kurulan bir hakkın (teminat) hukukî neticelerini ortaya koymaktan ibarettir. Ancak konuya ilişkin gerek pozitif düzenlemelerimizde gerekse öğretilerde yer alan bilimsel çalışmalarda kaydî sermaye piyasası araçlarının -mülkiyetinden- bahsedilmesi bir kavram karmaşasına

⁶ Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10.12.1907 (SR 210) (İsviçre Medenî Kanunu).

⁷ Bürgerliches Gesetzbuch für das deutsche Reich vom 18.8.1896 (Alman Medenî Kanunu).

⁸ Robert Haab, August Simonius, Werner Scherrer, Dieter Zobl, **Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch, IV. Band: Das Sachenrecht, 1. Abteilung: Das Eigentum, Art. 641-729 ZGB**, 2. Auflage, Zürich 1977 (Kısaltılmışı: ZK-ZGB-Haab), Einl. N. 40 ff.

⁹ Bundesgesetz vom 3. Oktober 2008 über Bucheffekten (Bucheffektengesetz) (SR 957.1).

¹⁰ Thomas Bauer, **Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Zivilgesetzbuch II, Art. 457-977 ZGB, Art. 1-61 SchlT ZGB** (hrsg. Heinrich Honsell, Nedim Peter Vogt, Thomas Geiser), 4. Auflage, Helbing Lichtenhahn Verlag, Basel 2011 (Kısaltılmışı: BSK-ZGB-Bauer), Art. 901, N. 9.

yol açmaktadır. Kaydî sermaye piyasası aracı edinen kişiler, esasında finansal aracın sahibine bahşettiği haklar ve yüklediği borçlara bir bütün olarak sahip olur. Bu noktada finansal varlık devir işlemlerinde de devredilen hak sermaye piyasası aracının üzerindeki mülkiyet hakkı değil; sermaye piyasası aracının bizzat kendisidir.

Bu çerçevede, kaydî sermaye piyasası araçlarını senedinden koparılmış nisbî nitelikteki haklar bütünü olarak kabul etmek suretiyle; -kanun koyucu ve öğretinin aksine- bu hakların “sahiplerini” ifade etmek için “mâlik” terimini kullanmayı biz uygun görmedik. Zira aksi yönde bir tutum, maddî varlığa sahip olmayan hakların eşya hukuku anlamında şey niteliğine sahip olduğu anlamına gelir. Kıymetli evrak unsurunun bertaraf edilmemesi hâlinde dahi sermaye piyasası aracının üzerinde kurulan hakların -*Recht am Recht*- niteliği taşıdığının bilinciyle; çalışmamızın bütününde kaydî hakların üzerinde mülkiyet hakkı yerine “hak sahipliği” terimi tercih edilmiştir. Yine aynı yaklaşımla kaydî sermaye piyasası araçlarını ifade etmek üzere “kaydî hak” yahut “kaydî değer” terimleri de çalışmada kullanılmış ve finansal aracın alacaklıya devri bakımından teminat sözleşmelerinin türleri “kaydî değer/hak sahipliğinin” teminat alana devredildiği ve teminat verende bırakıldığı şeklinde adlandırılmıştır.

Terminolojiye ilişkin olarak açıklanması gereken bir diğer husus “finansal teminat” kavramı ile hangi teminatların kastedildiğidir. Finansal teminat terimi ile anlaşılması gereken; teminat konusunun bir finansal varlık olduğu ve bu teminat ilişkisinin pozitif hukukta -özel olarak- düzenlendiğidir. Teminatın konusunu oluşturabilecek finansal varlıklar sermaye piyasası araçları olabileceği gibi para piyasası araçları da olabilir. Ancak hangi malî aracın özel nitelikteki hükümler uyarınca bir finansal teminata konu edilebileceği hukuk politikası tercihidir. Bir finansal varlık türü, kanun koyucu (veya sair ikincil mevzuat) tarafından finansal teminatın konusu olarak tayin edilmemesine rağmen bir teminat hakkının konusunu oluşturuyorsa; teknik anlamda bir finansal teminattan değil, genel hükümler uyarınca tesis edilmiş bir teminattan bahsedilir.

Finansal teminatların konusunu oluşturabilecek varlıklar, konuya ilişkin AB direktifleri ve uluslararası konvansiyonlarda birbirinden farklı olarak belirlenmiştir. Örneğin UNIDROIT Konvansiyonu m. 31/I hükmünde finansal teminatın konusu

aracılı menkul kıymetler olarak belirlenmiş iken; Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 4(a) hükmünde teminatın konusu nakit ve kredi sözleşmelerinden doğan alacakları da kapsayacak şekilde daha geniş bir kapsamda tayin edilmiştir. Türk hukuku bakımından ise, sermaye piyasası araçlarının bir finansal teminatın konusunu oluşturması; yukarıda birinci yapı olarak açıklanan ve teminat amacıyla tevdi olarak nitelendirilen teminatlarda ya da SerPK m. 47 kapsamında akdedilen teminat sözleşmelerinde mümkündür. Dolayısıyla SerPK m. 47 uyarınca tesis edilen teminatların incelendiği bu çalışmada, kaydı sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminatlar finansal teminatların bir alt türü olarak değerlendirilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA KAYDÎ DEĞERLERİN İŞLEYİŞİ

I. SERMAYE PİYASASI VE ARAÇLARI

A. Sermaye Piyasasının Finans Sistemindeki Yeri

Gelişmiş veya gelişmekte olan bütün ekonomilerde, gelirinden tasarruf eden kişiler ile götüğü ticarî amaç için finansman ihtiyacında bulunan kişiler birbirleriyle karşılıklı bir iktisadî pozisyonda bulunur¹. Tasarruf sahiplerinin sağlayabileceği fon² arzı, öz sermayesi planladığı ticarî amaç için yeterli olmayan ve bu sebeple finansmana erişmek isteyen iktisadî birimlerin fon talebini karşılar. Söz konusu döngüde sadece kaynak ihtiyacı çeken iktisadî birim finanse edilmez; aynı zamanda tasarruf sahiplerinin de gelir elde etmesi sağlanarak elindeki birikim en etkin şekilde değerlendirilmiş olunur. Günümüz itibarıyla tasarruf sahiplerinin elindeki birikimi tek başına değerlendirmesi rasyonel bir yol olarak düşünülemez³.

¹ Vural Günel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, 2. Baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 5, Ankara, 1987, s. 1; Zühtü Aytac, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Olgaç Matbaası, Ankara, 1988, s. 1 vd.; Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Kırıl Matbaası, İstanbul, 1989, s. 17; Mustafa Birol Çapanoğlu, **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları**, Beta, İstanbul, 1993, s. 3; Oğuz Kürşat Ünal, **Aracı Kurumlar**, Yaklaşım Yayınları, Ankara, 1997 (Kısaltılmışı: Ünal, **Aracı Kurumlar**), s. 27; Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası: 1. Cilt Taraflar**, Beta, İstanbul, 1999, s. 69-70; Cemal Küçüksözen, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 131, Ankara, 1999, s. 1; Faruk Acar, "Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi", **Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Prof. Dr. Vecdi Aral'a Armağan**, Kocaeli 2001, ss. 317-336, s. 317; Ali Paslı, "Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı", **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan**, C. 2, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2007, s. 1514.

² Hukukî değil de iktisadî bir terim olan fon kavramı, para veya paraya çevrilebilir nitelik taşıyan her tür iktisadî değeri ifade eder. Bu noktada fon, taraflarını kaynak fazlası olan iktisadî birimler ile kaynak ihtiyacında bulunan iktisadî birimlerin oluşturduğu alışveriş ilişkisinin yegane ögesidir. Mustafa Çeker, **Hukukî Yönüyle Banka Mevduatı**, Karahan Kitabevi, Adana, 2004, s. 11; Paslı, **a.g.m.**, s. 1514, dn. 2.

³ Bu durumun altında yatan sebep ise gelirinin bir kısmını tüketmekten imtina eden ve bunun bir karşılığı olarak da elindeki birikimi en az riskle ve fakat en çok getiriyle değerlendirmeyi arzulayan tasarruf sahiplerinin sektördeki iktisadî, siyasî ve sosyal dalgalanmaları yakından takip edebilecek düzeyde teknik bilgi ve zamana sahip olmayışıdır. Bkz. Ayşe Nur Berzek, "Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti", **Prof. Dr. Reha Poroy'a Armağan**, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1995, s. 51; Burçak Yıldız Destanoğlu, **Yatırım Fonu Katılma Belgeleri**, BTHAE., Ankara, 2004, s. 1; Paslı, **a.g.m.**, s. 1514.

Malî piyasanın bu mekanizması, makro düzeyde tek başına bir anlam ifade etmeyen tasarruf damlalarının adeta bir göl oluşturarak büyük ölçekli işletmelerin finansman ihtiyacını karşılamasını sağlar. Öte yandan malî piyasa, fon fazlası olan kesimin enflasyonist ortamdaki satın alma gücünü korur ve hattâ artırır. Tasarruf sahipleri ile finansman ihtiyacında bulunanlar arasındaki bu devinim, atıl kalan fonların işin uzmanlarınca en etkin şekilde değerlendirilmesine imkân vermesi sebebiyle ülke ekonomisinin de bel kemiğini oluşturur⁴.

Fon arzı ile talebinin karşılaştığı mekân malî piyasadır (finans sistemi, *financial system*)⁵. Malî piyasa, tasarruf sahiplerinin elinde atıl vaziyette bulunan fon fazlalığının, planladıkları yatırımı gerçekleştirebilmek için buna ihtiyaç duyanlara aktarıldığı bir köprü işlevi görür. Bu köprüdeki fon akışı, fon talebinde bulunan iktisadî birimlerce çıkarılan malî piyasa araçları ile sağlanır. Söz konusu aracın niteliği de o piyasanın türünü belirler. Bu noktada malî piyasayı sahip oldukları araçların niteliğine göre para piyasası (*money market*) ve sermaye piyasası (*capital market*) oluşturur.

⁴ Malî piyasanın önemi ve işlevi hakkında detaylı bilgi için bkz. Gürgân Çelebican, **Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler ve Türk Bankacılığı**, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1974, s. 8-9; Aytaç, **a.g.e.**, s. 2; Karslı, **a.g.e.**, s. 20 vd.; Şinasi Kara, **Sermaye Piyasası**, Doyuran Matbaası, İstanbul, 1990, s. 4 vd.; Selami Şengül, **Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2002, s. 5-6; Mustafa Sencer Kara, **Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması**, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2006, s. 13; Mehmet Yazıcı, **Bankacılığa Giriş**, 3. Baskıdan Tıpkı 4. Baskı, Beta, İstanbul, 2016, s. 18-19; Yılmaz Aydın, “Finansal Piyasalar”, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar** (Ed. Aysel Gündoğdu), Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016, s. 50-51; İlhan Ege, Önder Ege, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2017, s. 22-23; Burak Adıgüzel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2018, s. 3-4.

⁵ İtalyanca “*Piazza*” ve Farsça “*Bazar*” kelimelerinden türetilmiş ve dilimizde “Pazar” terimi ile de ifade edilen piyasa (*market*), en genel anlamıyla, mal ve hizmet mübadelesinin, başka bir deyişle, herhangi bir şekilde birbiriyle iletişim halinde bulunan alıcı ve satıcıya ait arz-talebin karşılaştığı organizasyondur. Günümüz teknolojisinin eriştiği gelişmişlik seviyesinin neticesinde alıcı ve satıcıya ait arz talebin birbirini karşılayabilmesi internet, telefon veya faks ortamında mümkün olduğundan, piyasa terimi karşımıza soyut bir kavram olarak çıkar. Bunun bir yansıması olarak piyasanın sahne olduğu alışverişin konusunun türüne göre üç farklı piyasa türü mevcuttur. Piyasada üretilmiş mal ve hizmetlerin değişimi yapılıyor ise *ürün piyasası*; iş gücü ve emek gibi üretim faktörleri değerlendiriliyor ise *emek (faktör) piyasası*; tasarrufların yatırıma aktarılması amacıyla malî hak ve borçlar edinilip fon transferi gerçekleştiriyorsa ise *malî piyasa* söz konusu olur. Ürün piyasası ile faktör piyasaları *reel piyasayı*; malî piyasa ise *finans sistemini* oluşturur. Bkz. ve karş. Hamdi Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992, s. 1; Çapanoğlu, **a.g.e.**, s. 3; Ünal, **Aracı Kurumlar**, s. 27; Yazıcı, **a.g.e.**, s. 17-18; Veliye Yanlı, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta, İstanbul, 2005, s. 5; M. S. Kara, **a.g.e.**, s. 5-6; Paşlı, **a.g.m.**, s. 1513-1514; Namık Kemal Gökalp, **Sermaye Piyasalarında Halka Arz**, Beta, İstanbul, 2014, s. 5; Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 1 vd.

Klasik iktisat öğretisinde, para piyasası ile sermaye piyasası vade unsuru ile ayrıştırılır⁶. Buna göre para piyasasındaki fon akışı kısa vadeli veya vadesiz iken; sermaye piyasasındaki orta veya uzun vadeli⁷. Teorik açıdan kolaya kaçan bu ayrım, modern finans sisteminde birbiriyle iç içe geçmiş vaziyette bulunan malî piyasaların ayrıştırılmasında yetersiz kalır. Hangi nicelikteki sürenin kısa (veya uzun) vade olarak nitelendirileceği hususu ülkelerin sahip olduğu malî piyasanın ve bu piyasada rol alan malî kurumların finans gücüne göre değişkenlik arz ettiğinden⁸, para piyasası ile sermaye piyasası arasında vade unsuruyla kalın bir çizgi çizmek mümkün değildir⁹.

Malî piyasayı ayrıştırmak için gözetilen diğer bir kriter piyasadaki fon akış yöntemidir¹⁰. Buna göre fon, para piyasasında dolaylı bir şekilde akarken; sermaye piyasasında doğrudan akar. Para piyasasında tasarruf sahipleri elindeki birikimi para

⁶ eSerPK'nın gerekçesinde sermaye piyasası “orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların menkul kıymetlerin alım satımı suretiyle tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasını sağlayan ortamın, başka bir ifade ile yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurum ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlarından oluşan modern finansman sisteminin adıdır.” şeklinde tanımlanmıştır. Tanımda kısa vadeli fonlar sermaye piyasasının dışında bırakılarak finans piyasası vade unsuru ile ayrıştırılmıştır. Para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki farkı vade unsuruyla açıklayan klasik görüşler için bkz. Karşlı, **a.g.e.**, s. 17; Yasaman, **a.g.e.**, s. 5; Çapanoğlu, **a.g.e.**, s. 5; Asuman Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, BTHAE, Ankara 1998, s. 73; Şengül, **a.g.e.**, s. 5; Tekin Memiş, Gökçen Turan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Güncellenmiş 3. Baskı, Seçkin Yayıncılık, s. 27.

⁷ Finansmana erişmek isteyen iktisadî birimler günlük, aylık veya mevsimlik geçici nakit ihtiyaçlarını para piyasasından temin eder. Başka bir ifadeyle, para piyasasından işletmelerin dönen varlıklarının finansmanı amacıyla fon alımı yapılır. Bu nedenle para piyasasında repo, döviz, altın, tahvil (kısa vadeli), kredi kartı, banka mevduatı ve kambiyo senetleri gibi likidasyonu yüksek piyasa araçları kaynak değiş tokuşunu sağlar. Sermaye piyasasında ise genellikle uzun soluklu sabit yatırımların ve işletmenin birincil işlemlerini destekleyen duran varlıkların finansmanı sağlanır. Buradaki kaynak değiş tokuşu ise başta menkul kıymetler olmak üzere türev araçlar, yatırım sözleşmeleri ve diğer sermaye piyasası araçları vasıtasıyla sağlanır.

⁸ Gelişmemiş ülkelerde çok kısa süreler içerisinde kredi işlemi yapabilecek uzman kurumlar olmadığından kısa vadenin azamî süresi gelişmiş ülkelere nazaran daha uzundur. Gürgân Çelebican, “Bankalarla İlişkisi Bakımından Sermaye Piyasası”, **BATİDER**, C. 3, S. 4, s. 690.

⁹ Aynı yönde bkz. Aytaç, **a.g.e.**, s. 5; Tanör, **a.g.e.**, s. 3; M. S. Kara, **a.g.e.**, s. 12; Paşlı, **a.g.m.**, s. 1517.

¹⁰ Tasarruf sahipleri para piyasasında pasif bir konumda iken, sermaye piyasasında aktif bir konumdadır. Tasarruf sahipleri, sermaye piyasasındaki doğrudan ilişkide tarafına sunulan piyasa araçlarını bizzat kendisi seçer ve sağladığı fonun ne şekilde değerlendirildiğini takip eder. Para piyasasında ise tasarruf sahipleri aktardıkları fonun ne şekilde değerlendirildiği ile ilgilenmez. Zira bu piyasadaki ilişki dolaylıdır ve tasarruf sahiplerinin tek muhatabı bankadır. Tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasındaki aktif konumu, bu kişilerin para piyasasındaki yatırımcılara nazaran daha geniş yelpazede bilgilendirilmesi ve korunması gereğini işaret eder. Küçüksözen, **a.g.e.**, s. 7 vd.; Şengül, **a.g.e.**, s. 6; M. S. Kara, **a.g.e.**, s. 12; Ege, Ege, **a.g.e.**, s. 21; Memiş, Turan, **a.g.e.**, s. 29.

piyasası aracı karşılığında bir bankaya yatırır; söz konusu banka da bu birikimi fon ihtiyacında bulunan kesime aktarır. Fon fazlalığına sahip kesim ile fon ihtiyacında bulunan kesim bir banka aracılığıyla dolaylı bir şekilde buluşturulur. Bu piyasada, arz ve talebi dolaylı olarak karşılaştıran iki kesim birbirinin borçlusu ve alacaklısı konumunda değildir. Fon akışını sağlayan banka fon fazlalığına sahip kesime karşı borçlu konumunda iken; fon ihtiyacında bulunan kesime karşı ise alacaklı konumundadır. Sermaye piyasasında ise arz ve talebi karşılaştıran iki kesim arasında doğrudan bir ilişki söz konusudur¹¹. Bu iki kesimi buluşturan bir aracı kuruluş mevcut olsa bile nihaî alacaklı ve borçlu bizzat arz ve talebin öznelere aittir.

Fon arz ve talebinin para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki kaygan zeminde mekik dokuması¹², bazı malî kurumların (örneğin bankaların) her iki piyasada birden faaliyette bulunması ve bir piyasada yaşanan gelişmenin domino etkisiyle diğer piyasayı da etkilemesi¹³ gibi sebeplerle malî piyasa; fonların iktisadî aktörler arasında kısa, orta veya uzun vadeli devingen bir süreçte aktığı ve birbirinden bağımsız parçalara bölünemeyen bağdaşık bir finans ağıdır. Finans sisteminin ihtiva ettiği bu homojen yapı karşısında, para piyasası ile sermaye piyasasını herhangi bir kriter uyarınca kalın çizgiler ile ayırtırmak mümkün değildir.

Sermaye piyasasının özgül yapısı, sahne olduğu fon akışının sermaye¹⁴ stokunda marjinal bir artış meydana getirmesinde kendini gösterir. Zira sermaye

¹¹ Sermaye piyasasındaki doğrudan ilişki, fon noksanı bulunan kesimin fon temin eden kesime doğrudan müracaat etmesini sağladığından; her iki kesim de dolaylı ilişkinin zorunlu öznesi konumundaki banka tarafından getirilen ilâve malî yüklerden kurtulmuş olur. Ş. Kara, **a.g.e.**, s. 36. Sermaye piyasasında doğrudan ve dolaylı hak sahipliği yaklaşımlarına ilişkin açıklamalar için bkz. Birinci Bölüm/II/C.

¹² Fon arz eden tasarruf sahipleri benimsedikleri iktisadî politika neticesinde birikimlerini para piyasasında ve/veya sermaye piyasasında değerlendirebilir. Aynı şekilde fon talep eden bireysel veya kurumsal yatırımcılar her iki piyasadan da kaynak temin edebilir. Yine bir iktisadî birim uzun soluklu yatırımlarını finanse etmek amacıyla kısa vadeli piyasa araçları ihraç edebilir. Bunun neticesinde bir piyasadan talep ve temin edilen fonun, diğer piyasanın arz konusunu teşkil etmesi mümkün hale gelir. Örneğin, bir halka açık anonim ortaklığın ihraç ettiği hisse senedini edinen birey, bundan elde ettiği geliri banka mevduat hesabına yatırarak kısa vadede yeni bir gelir elde edebilir. Aytaç, **a.g.e.**, s. 5; M. S. Kara, **a.g.e.**, s. 12; Paşlı, **a.g.m.**, s.1517.

¹³ Meselâ para piyasasında gerçekleşen bir faiz artışı, sermaye piyasasındaki faiz oranlarında da bir yükselmeye neden olur.

¹⁴ İktisadî anlamda sermaye, malvarlığının yeni bir servet edinimi için kullanılan kısmını ifade eder. Bu bakımdan her sermaye bir servet teşkil ederken, her servet bir sermaye teşkil etmez. Başka bir deyişle, sermaye, malvarlığının tüketime değil de üretime yönelen kısmıdır. Mehmet Yazıcı,

piyasasının esas işlevi planladığı amacı gerçekleştirmek için öz sermayesi yeterli olmayan iktisadî birimlere sermaye sağlamaktır¹⁵. Bir piyasadaki temin edilen fon, yeni bir sermaye oluşturacak biçimde kullanılmıyorsa o piyasanın sermaye piyasası işlevi söz konusu değildir. Öte yandan para piyasasında gerçekleşen bir tedavül silsilesi yeni bir sermaye oluşturuyorsa, bu takdirde sermaye piyasasına hizmet eden bir para piyasasından bahsedilir¹⁶.

B. Birincil ve İkincil Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasası çalışma biçimi ve işlevi bakımından birincil ve ikincil sermaye piyasası şeklinde tasnif edilir¹⁷. Birincil piyasada tasarruflar doğrudan yatırıma kanallı edildığından sermaye üretme işlevi tamdır. Fon noksanı bulunan kesim sermaye piyasası araçlarını ihraç eder ve tasarruf sahipleri bu araçlar üzerinde hak sahibi kılınır. Fon noksanı bulunan kesim tarafından güdülen ticarî amaç için gerekli sıcak para esasen birincil piyasadaki temin edilir.

Birincil piyasada ilk defa ihraç edilen piyasa araçları, ikincil piyasada ihraççı kesimden kopuk bir vaziyette tedavül eder¹⁸. İkincil piyasada fon noksanı bulunan

Sermaye Piyasası ve Denetimi, Met-Er Matbaası, İstanbul, 1987, s. 22, Çapanoğlu, **a.g.e.**, s. 4; M. S. Kara, **a.g.e.**, s. 4; Pashı, **a.g.e.**, s. 1517 dn. 7.

¹⁵ Sermaye piyasasının, yatırımların finanse edilmesi noktasında banka kredilerine nazaran daha güçlü bir yapıya sahip olduğu hakkında N. Füsün Nomer-Ertan, “Die Entwicklung des türkischen Kapitalmarktrechts und dessen Stellung in unserem Rechtssystem”, **Annales de la Faculté de Droit d’İstanbul**, C. 48, S. 65, ss. 171-191, s. 172.

¹⁶ Pashı, **a.g.m.**, s. 1517.

¹⁷ Kara, **a.g.e.**, s. 36 vd.; Yasaman, **a.g.e.**, s. 6; Ünal, **Aracı Kurumlar**, s. 27; Tanör, **a.g.e.**, s. 4; Küçüksözen, **a.g.e.**, s. 5; M. S. Kara, **a.g.e.**, s. 13 vd.

¹⁸ İkincil piyasadaki tedavül “borsa” veya “tezgâh üstü (*over-the-counter*) piyasa”da gerçekleşir. Borsa, piyasa araçlarının örgütlenmiş merkezî bir ortamda tedavül ettirildiği, hukuk kuralları ile kontrol ve denetim altına alınmış ve fizikî olarak mevcut bir piyasadır. Borsa, hukuken düzenlendiği için salt iktisadî anlamdaki piyasadaki ayrıdır. Piyasa araçlarının güven içinde ve sürekli vaziyette tedavülünü temin eden borsada sadece kote edilmiş ve rayiç bedeli belirlenmiş araçlar işlem görebilir. Ayrıca, alım satım işlemlerinin borsa üyeleri vasıtasıyla gerçekleştirilmesi zorunludur. Yatırımcıların borsada aracısız bir tedavül silsilesi gerçekleştirmesi mümkün değildir. Tezgâh üstü piyasalar ise, borsanın aksine hukuken düzenlenmemiş, fizikî bir yapıya sahip olmayan, merkezî olarak örgütlenmemiş ve sadece borsaya kote edilmemiş piyasa araçlarının tedavül ettirildiği borsa dışı piyasalardır. Hukukî denetim ve gözetimden yoksun tezgâh üstü piyasalarda yatırımcıların korunması söz konusu değildir. Ancak tezgâh üstü piyasalar, borsaya kote edilemeyecek değerdeki piyasa araçlarının tedavülüne imkân vermesi nedeniyle küçük ölçekli işletmelerin finansman ihtiyacını karşılar ve onların büyüyerek borsada araçları işlem görebilir hâle gelmesinin önünü açar. Tezgâh üstü piyasalar, yatırımcı bakımından önemini ise bu kişilerin gerçek değerinden çok daha düşük bir bedelle piyasa araçları üzerinde hak sahibi olabilmelerinde gösterir. Zira borsanın aksine tezgâh üstü piyasalarda araçların rayiç bedeli belirlenmemiştir. Füsün Arda, “Sermaye Piyasasının

kesime sıcak para girişı gerçekleşmediğinden, bu piyasa sermaye üretme işlevinden yoksundur. Ancak ikincil piyasa, sermaye üretme potansiyeli bakımından önemini daha önceden ihraç edilmiş piyasa araçlarının el değıştirmesine imkân vermesinde gösterir. Birincil piyasada ihraç edilen piyasa araçları ikincil piyasada alım-satıma konu edilerek mevcut araçların likidasyonu sağlanır. Tasarruf sahipleri, edineceğı piyasa aracını kolayca nakde çevirme imkânının bilinciyle birincil piyasaya fon arz eder. Bu imkânın yokluğu tasarruf sahiplerinin elindeki birikimi sermaye piyasasından sakınması ile sonuçlanır. İşte piyasa araçlarının el değıştirmesine imkân tanıyan ikincil piyasa, dolaylı da olsa birincil piyasada gerçekleşen sermaye artışına katkıda bulunur. Bu nedenle ikincil piyasada gerçekleşen her bir dalgalanma birincil piyasayı da domino etkisiyle aynı yönde etkiler. İkincil piyasa, birincil piyasanın sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde işlemlerini güvence altına alan, sermaye piyasası açısından varlığı zorunlu¹⁹ bir piyasadır²⁰.

C. Sermaye Piyasası Araçları

1. Genel Olarak

Malî piyasalarda fon transferinin sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilebilmesi tasarruf sahiplerini alacaklı, yatırımcıları ise borçlu kılan hukukî enstrümanların/araçların varlığına bağıdır. Bu zaruret, tasarruf sahiplerinin fon noksanı bulunan kesime sağladıkları kaynak arzının neticesinde, aralarındaki transfer

Bankacılık Sistemine Etkileri”, **BATİDER**, C. IX, S. 2, ss. 407-450.s. 417; Karşı, **a.g.e.**, s. 26; Ünal, **Aracı Kurumlar**, s. 37 vd.; Yasaman, **a.g.e.**, s. 6; Çapanoğlu, **a.g.e.**, s. 129; Tanör, **a.g.e.**, s. 7; Küçüksözen, **a.g.e.**, s. 7-8; Şengül, **a.g.e.**, s. 9; M. S. Kara, **a.g.e.**, s. 16 vd.; Aydın, **a.g.e.**, s. 54-55; Ege, Ege, **a.g.e.**, s. 29.

¹⁹ İkincil piyasada tasarruf sahipleri istediğı şirketin piyasa aracını edinebilir ve elindeki piyasa aracını satabilir. Birincil piyasada ise sadece ihraççı şirketlerin piyasa araçları satın alınabilir. Aracın, aracılık faaliyeti kapsamında satın alınması bunun birincil piyasadan temin edildiğı gerçeğini değıştirmez. İkincil piyasadan yoksun bir finans sisteminde, yatırımcıların elindeki piyasa aracını paraya çevirebilmeleri ancak vadenin geldiğı tarihte ihraççı şirkete başvurmaları hâlinde mümkündür. Bunun neticesi ise sonsuz vadeli kabul edilen hisse senetlerinin hiçbir zaman paraya çevrilememesinde kendini gösterir. Karşı, **a.g.e.**, s. 26; M. S. Kara, **a.g.e.**, s. 15; Ege, Ege, **a.g.e.**, s. 29.

²⁰ Gelişmiş finans sistemlerinde borsada işlem yapmanın getirdiğı ilâve malî yükten kurtulmak amacıyla yeni piyasa türleri ortaya çıkmıştır. Üçüncül ve dördüncül adı verilen bu piyasalar, teşkilatsız bir yapı niteliğinde olup ikincil piyasanın birer türü olarak kabul edilir. Üçüncül piyasada borsa kotuna alınmış araçlar bir komisyoncu vasıtasıyla ve bloklar hâlinde borsa dışında alım satıma konu edilir. Dördüncül piyasada ise, borsada alıcı ve satıcıyı bir araya getiren aracı kuruluşlar devre dışı bırakılarak aracısız bir tedavül silsilesi sağlanır. Küçüksözen, **a.g.e.**, s. 8; Ege, Ege, **a.g.e.**, s. 29.

ilişkinini simgeleyen bir belge/değer üzerinde hak sahibi olma arzularının tabiî bir sonucudur²¹. Fon transfer sürecinin zaruri ögesi olan bu belgeler/değerler, malî araç (piyasa aracı, finans aracı) olarak adlandırılır ve işlem gördükleri piyasaya göre de tasnif edilir. Bu bakımdan, para piyasası araçları para piyasasındaki, sermaye piyasası araçları ise sermaye piyasasındaki fon akış sürecini tamamlayan malî araçlardır.

Sermaye piyasası araçları, sermaye piyasasında işlem gören araçların bütününe kapsayan bir üst kavramdır. Çok sayıda çeşidi olan bu araçların, piyasa etkinliğinin sağlanabilmesi bakımından birtakım ortak iktisadî nitelikleri haiz olmaları gerekir²². Bunların en başında, araçların sahibinin satın alma gücünü yansıtabilecek ve ona ilâve bir satın alma gücü yaratabilecek iktisadî güçte olması gelir. Bu kapsamda, hangi türden olursa olsun bütün sermaye piyasası araçlarının üzerinde ihraççısından bağımsız olarak tasarruf sahibi lehine mülkiyet hakkı (hak sahipliği) kurulabilmesi ve bunun da her an devredilebilmesi hayati önem taşır. Özellikle tedavül yeteneğinden yoksun piyasa araçlarının varlığı, tasarruf sahiplerinin birikimlerini finans sisteminden sakınmalarıyla sonuçlanır. Zira kendi mülkiyetinde bulunsaydı bile bunun ikincil piyasada paraya çevrilmesinden endişe duyan tasarruf sahiplerinin, birincil piyasaya kaynak sunmaları neticesinde girmiş oldukları haklı beklenti karşılanmamış olur.

Küçük tasarrufların büyük yatırımlara dönüştürüldüğü sermaye piyasası, sahip olduğu araçların çeşitliliği ve güvenilirliği ile paralel olarak işlevini yerine getirir. Bu piyasayı düzenleyen hukuk kuralları da gelişim ve değişim hâlindeki iktisadî yaşamda meydana gelen uygulamaları takip eden bir nitelik arz eder. Bu kapsamda, sermaye piyasası araçlarının piyasadaki fon akışını gerçekleştirebilmesi, ancak modern iktisadî ihtiyaçlara uygun bir hukukî altyapı ile mümkündür. Nitekim SerPK'da uluslararası piyasalar ile uyumu gözetilen bir amaçla²³ sermaye piyasası araçları sadece ismen

²¹ Bkz. Kara, **a.g.e.**, s. 5.

²² Sermaye piyasası araçlarının, ortak iktisadî özellikleri hakkında detaylı bilgi için bkz. Kara, **a.g.e.**, s. 38-39.

²³ **Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638)**, TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, Sıra Sayısı: 337, s. 20-21.

sayılmış²⁴ ve bunlar hakkında detaylı düzenleme yapma yetkisi çıkaracağı tebliğler vasıtasıyla Kurul’a devredilmiştir²⁵.

2. Türleri

a. Menkul Kıymetler

Sermaye piyasasında kaynak değiş-tokuşunu sağlayan esas araç konumunda bulunan menkul kıymetler, ihraççı şirkete karşı sahibine bir ortaklık veya alacak hakkı bahşeden yatırım araçlarıdır²⁶. SerPK m. 3/I-e uyarınca menkul kıymetler; para ve kambiyo senetleri hariç olmak üzere²⁷, “*pay, pay benzeri diğer kıymetler, borçlanma*

²⁴ SerPK m. 3/I (ş) hükmü uyarınca sermaye piyasası araçları “*Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları*” olarak tanımlanmıştır. Söz konusu düzenleme, eSerPK dönemine benzer bir anlayışla sermaye piyasası araçlarını sadece kanunî türleri bakımından açıklamıştır. Bu açıdan iki düzenleme arasında herhangi bir farklılık bulunmasa da mevcut düzenleme ile birlikte sermaye piyasası araçlarının kanunî türleri genişletilmiştir. Böylece “yatırım sözleşmeleri” ile eSerPK döneminde Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri vasıtasıyla “diğer sermaye piyasası araçları” kavramı içerisinde var olan “türev araçlar” SerPK ile kanunî bir sermaye piyasası aracı niteliğine kavuşturulmuştur.

²⁵ Küresel modern finans sistemi içerisinde sermaye piyasasının kendi işlevini yerine getirebilmesi, sahip olduğu araçların iktisadî gelişmelere süratle ayak uydurabilmesine bağlıdır. Bunun için sermaye piyasası araçlarını düzenleyen kanunî düzenlemelerin sadece genel bir çerçeve çizmesi ve ayrıntılı düzenleme yapma yetkisinin piyasayı düzenleyen-denetleyen idarî bir otoriteye devredilmesi gerekir. Zira sürekli gelişim ve değişim hâlinde bulunan piyasanın sahip olduğu araçların regülasyonunu sadece kanun koyucunun yetkisine hasretmek hantal bir yapının oluşmasına neden olur. Nitekim Kurul’un görev, yetki ve sorumluluklarını düzenleyen SerPK m. 128/I-e hükmü uyarınca sermaye piyasası araçlarına ilişkin ayrıntılı usûl ve esasları düzenleme-denetleme yetkisi Kurul’a verilmiştir. eSerPK dönemiyle ilgili benzer bir değerlendirme için bkz. Paslı, **a.g.m.**, s. 1524.

²⁶ Sermaye piyasasında kaynak değiş-tokuşunu gerçekleştirmesi nedeniyle menkul kıymetlerin yatırım aracı niteliğini haiz olması zorunlu bir unsur olup söz konusu yatırım faaliyeti çift yönlüdür. Sermaye piyasaları makro iktisadî bir bakış açısıyla değerlendirildiğinde sadece ihraççı kesimin bir yatırım faaliyetinde bulunduğu düşünülebilir. Ancak ihraççı kesime arz eden tasarruf sahipleri de edindikleri piyasa aracından, aktardıkları değer tümünü kaybetme riski altında, en azından enflasyon oranında bir kazanç sağlama amacıyla bulunmaları sebebiyle yatırımcı niteliğini haizdir. Bu bakımdan yatırım faaliyetinin bu çift karakterli yapısına hizmet etmeyen, başka bir deyişle sadece ikincil piyasada işlem görüp de ihraççı kesime sıcak para girişi sağlamayan piyasa araçları menkul kıymet olabilme yeteneğinden yoksundur. İlâveten, menkul kıymetlerin çift karakterli yatırım fonksiyonu temelinde tanımlanmasının önemi, vade unsurunun dışlanarak kısa vadeli borçlanma araçlarının (finansman bonoları, kâr zarar ortaklığı belgeleri, banka bonoları ve banka garantili bonoları gibi) menkul kıymet kavramının kapsamı altına alınmasında ve sonsuz vadeli (veya vadesiz) hisse senetleri ile yatırım fonu katılma belgelerinin menkul kıymet niteliklerinin vurgulanmasında kendini gösterir. Bkz. Aytaç, **a.g.e.**, s. 47; Yıldız Destanoğlu, **a.g.e.**, s.67; Paslı, **a.g.m.**, s. 1533 vd.

²⁷ Para piyasası aracı niteliğini haiz olmaları nedeniyle nakit para, poliçe, bono ve çek menkul kıymet kavramı dışarıdadır. Ayrıca anılan hükümde, mevduat hesabı sahiplerinin bankaya yatırdıkları mevduatın vadesini ve tutarını gösteren, hamiline yazılı senet ve banka tahvili niteliğini haiz *mevduat sertifikalarının* menkul kıymet kavramı dışarısında tutulmayı dikkat çekicidir. Zira

araçları, menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları” ile bunlara ilişkin “depo sertifikalarından” oluşur²⁸. Günümüz itibariyle tamamı kaydıleştirilen menkul kıymetler, kıymetli evrak niteliğine sahip olmayıp, sahibine bahsettiği alacak ve/veya ortaklık haklarının bizzat kendisinden ibarettir²⁹.

Malî piyasada işlem gören bir aracın menkul kıymet olarak nitelendirilmesinin önemi, SerPK m. 3/I-ş hükmü uyarınca onun doğrudan sermaye piyasası aracı niteliğine bürünmesinde ve dolayısıyla para piyasasından ayrışmasında kendini

mevduat sertifikaları, 1980 sonrası banker krizinin patlak vermesinde etkin rol oynamaları nedeniyle eSerPK m. 3/I-b hükmünde menkul kıymet kavramı dışarısında tutulmuştu. Ancak yürürlükteki SerPK’da böyle bir istisnaya yer verilmediğinden, mevduat sertifikalarının SerPK m. 128/I-e hükmü uyarınca Kurul tarafından öngörülecek ikincil düzenlemeler vasıtasıyla sermaye piyasası aracı olarak işlem görmelerinin önünde hukukî bir engel bulunmadığı söylenebilir. Burak Adıgüzel, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, 2017, 3(1), ss. 1-8, s. 3. Örtülü de olsa aynı sonuca vardığı ileri sürülebilecek bir değerlendirme için bkz. Ali Bozer, Celal Göle, **Kıymetli Evrak Hukuku**, Güncellenmiş ve Genişletilmiş Sekizinci Bası, BTHAE, Ankara, 2018, s. 496, dn. 6.

²⁸ eSerPK m. 3/I-b (29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile değişik) hükmünde menkul kıymetler kanunî unsurları açıkça belirtilerek “*Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evrak*” olarak tanımlanmıştı. Yürürlükte bulunan 6362 sayılı SerPK ise kanunî unsurları ile tanımlama tercihindan kaçınmış, genel nitelikli çerçeve bir kanun olarak menkul kıymetleri sadece türleri bakımından hükme bağlamıştır. Söz konusu düzenleme ABD ve AB hukuklarına uyumu açısından isabetlidir. Bkz. Securities Act of 1933, Section 2 (77b) (a)-1, <https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf> (ET. 19.12.2018); Markets in Financial Instruments (MiFID) - Directive 2004/39/EC, Annex I, Section C, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004L0039-20110104&from=EN> (ET. 19.12.2018). Her ne kadar kanunî unsurları açıkça zikredilmese de menkul kıymetlerin tabiatı gereği söz konusu nitelikleri bünyelerinde ihtiva ettiği/etmesi gerektiği öğretilde hâkimdir. Bkz. Gökhan Aydoğan, **Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller**, İktisadi Araştırma Vakfı Yayınları, İstanbul, 2013 (Kısaltılmışı: Aydoğan, **Tahviller**), s. 43 vd.; Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, Güncelleştirilmiş 14. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2019, N. 1094; Memiş, Turan, **a.g.e.**, s. 62; Adıgüzel, **a.g.m.**, s. 3; Bozer, Göle, **a.g.e.**, s. 497; Gökhan Aydoğan, “Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları”, **BATİDER**, C. 33, S. 4, ss. 231-268 (Kısaltılmışı: Aydoğan, **İhraç**), s. 235. “Kıymetli evrak” ve “şartlarının Kurulca belirlenmesi” nitelikleri ile ilgili bir değerlendirme için bkz. Gökhan Aydoğan, “Yeni Düzenlemeler Işığında Sermaye Piyasası Araçları”, **Eurosian Business Economics Journal**, October 2016, Vol. S2, ss. 177-192 (Kısaltılmışı: Aydoğan, **Yeni Düzenlemeler**), s.183.

²⁹ Menkul kıymet türleri Türk Ticaret Kanunu’nda (6102 sayılı kanun, RG. T. 14.2.2011, S. 27846) anonim ortaklıkların yedinci bölümünde “Menkul Kıymetler” başlığı altında “*Pay Senetleri*”, “*İntifa Senetleri*” ve “*Borçlanma Senetleriyle Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler*” olarak belirtilmiştir. Ancak menkul kıymetlerin esas olarak düzenlendiği mevzuat SerPK ve ilgili ikincil düzenlemeler olduğundan TTK hükümlerinin sınırlayıcı olarak yorumlanmaması isabetli olur. Aydoğan, **Yeni Düzenlemeler**, s. 178. Kaydî sermaye piyasası araçlarının hukukî niteliği hakkında bkz. Birinci Bölüm/III/E.

gösterir³⁰. Öte yandan, söz konusu finansal varlık sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmekle doğrudan Kurul'un denetleme-düzenleme alanına girer ve bu otorite altında ihracı, halka arzı ve tedavülü SerPK ve sair ikincil düzenlemelere tâbi olur³¹.

b. Diğer Sermaye Piyasası Araçları

i. Genel Olarak

Sermaye piyasası sürekli gelişen ve değişen bir yapıya sahip olduğundan, onu düzenleyen hukuk kurallarının da piyasanın ihtiyaçlarına süratle cevap verebilen bir niteliğe sahip olması gerekir. Bu sebeple, SerPK m. 128/1-e hükmünde Kurul'a *“sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ve araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve bunları denetlemek”* yetkisi bahsedilmiştir. İşte “menkul kıymet” kavramı dışında kalan “diğer sermaye piyasası araçları” kategorisinin varlığının önemi, Kurul'un iktisadî yaşamdaki gelişim ve değişimlere cevap verebilen yeni piyasa araçlarını yaratabilmesinde kendini gösterir³².

SerPK m. 3/I-ş hükmünde, türev araçlar ve yatırım sözleşmeleri “diğer sermaye piyasası araçları” kategorisi içerisinde ve fakat kanunî nitelikte birer sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmiştir³³. Şu hâlde sermaye piyasası aracı türleri; menkul

³⁰ Doğan Kütükçü, **Sermaye Piyasası Hukuku**, C. I, Beta, İstanbul, 2004, s. 383; Paslı, **a.g.m.**, s. 1572; Aydoğan, **Yeni Düzenlemeler**, s. 182.

³¹ Buna karşın bir finansal varlığın menkul kıymet olarak nitelendirilmeyip de ona sermaye piyasası aracı niteliği atfedilmesinin önemi azalmış vaziyettedir. Zira eSerPK'da “menkul kıymetler” merkez kavram olarak belirlenmişken, SerPK'da “sermaye piyasası araçları” merkez kavram olarak tercih edilmiştir. Bkz. ve karşı. eSerPK m. 1, 11/III, 16/A, 50/I-a ile SerPK m. 3/I-ç, f, g, ğ, j, p, 4, 13, 136/V. Ayrıca mülga kanun döneminde bir finansal varlığın menkul kıymet olarak nitelendirilmesi, onun m. 3/I-b hükmünde yer alan unsurların tamamını haiz olduğu anlamına gelmekteydi. SerPK'da bu özelliklerden bahsedilmemesi, piyasada işlem gören bir aracın “menkul kıymet” veya “diğer sermaye piyasası aracı” şeklinde bir ayrıma tâbi tutulmasının önemini azaltmıştır. Bu bakımdan, menkul kıymetlerin eSerPK m. 3/I-b hükmündeki unsurlardan hangisini veya hangilerini haiz olduğunun tespit edilmesi noktasında başta ikincil mevzuat olmak üzere yargı kararları ile öğreti büyük önem taşımaktadır. Paslı, **a.g.m.**, s. 1571-1572; Aydoğan, **Tahviller**, s. 42 vd.; Aydoğan, **Yeni Düzenlemeler**, s. 182-183.

³² Her ne kadar yürürlükteki kanunda “menkul kıymet” kavramı yerine “sermaye piyasası aracı” kavramının bir üst kavram olarak kanunun merkezine alınması, sermaye piyasası araçlarının kategorizasyonunu anlamsızlaştırsa da; sermaye piyasasının dinamik yapısı açısından böyle bir ayırım yapılması zarurî ve isabetlidir. Aydoğan, **Yeni Düzenlemeler**, s. 185; Adıgüzel, **a.g.m.**, s. 7; Aydoğan, **İhraç**, s. 237.

³³ Aynı yönde bkz. Aydoğan, **Yeni Düzenlemeler**, s. 184, Aydoğan, **İhraç**, s. 236. Türev araçlar ile yatırım sözleşmelerinin menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçları dışında ayrı birer kanunî kategori teşkil ettiğini kabul eden görüş için bkz. Adıgüzel, **a.g.m.**, s. 2.

kıymetler ve menkul kıymet olmayan diğer sermaye piyasası araçlarından ibarettir. Diğer sermaye piyasası araçları ise türev araçlar ve yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere; Kurul tebliğleri vasıtasıyla piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda üretilmiş kanunî nitelikte olmayan malî araçlardan oluşur³⁴.

ii. Türev Araçlar

Türev araçlar; temel işlevi yatırımcıları tahammül edilebilir bir maliyet karşılığında piyasada öngörülemeyen ve önlenemeyen fiyat dalgalanmalarından korumak olan, tam iki tarafa borç yükleyen sözleşmelerdir³⁵. Bu sözleşmeler, finansal bir varlığın veya malın değerine doğrudan bağlı olmaları sebebiyle, temel alınan finansal varlık veya mal üzerinde hak sahibi olunmadan onunla ilgili hak ve yükümlülüklerin ticaretini mümkün hâle getirir³⁶. Ayrıca türev araçlar, piyasadaki dış kaynaklı finansal risklere karşı bir koruma mekanizması oluşturmasının yanında, kâr elde etme amacıyla piyasadaki riski üstlenme arzusunda olan spekülâtör kesim için de büyük önem arz eder³⁷.

eSerPK döneminde “diğer sermaye piyasası aracı” olarak piyasada işlem gören türev araçlar, SerPK m. 3/I-ş hükmüyle kanunî sermaye piyasası aracı niteliğine

³⁴ Meselâ “ortaklık varantı”, “yatırım kuruluşu sertifikası”, “iskontolu yatırım kuruluşu sertifikası” ve “turbo yatırım kuruluşu sertifikası” türev araç ve yatırım sözleşmeleri dışındaki menkul kıymet olmayan diğer sermaye piyasası araçları olarak kabul edilebilir. Bkz. Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği (VII-128.3), RG. T. 10.09.2013, S. 28761.

³⁵ Türev araçlar, esasında İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra ABD sermaye piyasasında duyulan ihtiyaçlar neticesinde üretilen finansal varlıklardır. Amerikan doları ve altına dayalı para sistemi olarak adlandırılan Bretton Woods Sistemi’nin 1973 yılında patlak vermesi yüzünden oluşan fiyat dalgalanmalarından olumsuz yönde etkilenen yatırımcıların, bu öngörülemeyen fiyat değişimlerinden en az düzeyde etkilenecekleri bir araca sahip olma arzusu türev araçları doğurmuştur. Ticarî yaşamın tabiatı gereği ihtiva ettiği fiyat değişim riskinden korunma ihtiyacı, Bretton Woods Sistemi’ni çökmesiyle birlikte körüklenmiştir. Bkz. A. Kerem Özşahin, **Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999, s. 5; Yusuf Gökhan Penezoğlu, **Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Kazancı, İstanbul, 2004, s. 15 vd.; Damla Gülseren Songur, “Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”, **Prof. Dr. Sarper Süzek’e Armağan**, C. III, Beta, İstanbul 2011, ss. 2911-2944, s. 2934-2935.

³⁶ Adıgüzel, **a.g.m.**, s. 4.

³⁷ Türev araç kullanılarak gerçekleştirilen satış ilişkilerinde; türev aracın dayanağı olan finansal varlığın/malın değeri taraflarca ilişkinin en başında belirlenir. Bu durumda alıcı, fiyat artışı riskini bertaraf ederken; satıcı da fiyat azalışı riskini bertaraf eder. “*Hedging*” olarak adlandırılan bu karşılıklı fayda, türev araçların esas ortaya çıkış sebebinin teşkil eder. Öte yandan, türev araçların piyasada var oluş sebebi bundan ibaret değildir. Zira kâr elde etme amacıyla finansal rizikoyu gönüllü olarak üstlenen spekülâtif kesim, hedging dışında türev araçların önemli bir uygulama alanını oluşturur. Karşı, **a.g.e.**, 203 vd.; Penezoğlu, **a.g.e.**, s. 6; Songur, **a.g.m.**, s. 2935.

kavuşturulmuştur³⁸. Ayrıca kanunun m. 3/I-u hükmünde de nelerin türev araç olduğu sayma yoluyla gösterilmiş³⁹ ve bunların dışında kalan bir finansal varlığın Kurulca türev araç olarak belirlenebileceği ifade edilmiştir.

iii. Yatırım Sözleşmeleri

ABD hukukuna göre yatırım sözleşmelerinin esas işlevi, kanunda açıkça sermaye piyasası işlemi olduğu belirtilmeyen bir projeye/organizasyona/girişime hayat veren ticarî ilişkilerin veya sözleşmelerin sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmesini sağlamaktır⁴⁰. Buradaki etkin kriter, yatırım faaliyetinden elde edilecek gelirin tamamının veya en azından büyük bir kısmının kaynak talep eden

³⁸ Türk mevzuatında türev araçlarla ilgili ilk yasal düzenlemelere Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun'da rastlanır (RG. T. 25/2/1930, S. 1433). 1989 yılından sonraki dönemde ise Türk bankalarının finansal riski bünyesinde şiddetle hissetmesi, 1992 yılında eSerPK m. 22/(j) hükmünde Kurul'a "*Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını, bu araçların işlem göreceği borsalar ve piyasalarda çalışacakların denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usûlleri düzenlemek*" yetkisinin verilmesiyle neticelenmiştir.

³⁹ Hükme göre; vadeli işlem sözleşmeleri, forward sözleşmeleri, opsiyon sözleşmeleri, swap sözleşmeler ve forex (kaldıraçlı işlemler) türev araçları oluşturur. Aydoğan, **Yeni Düzenlemeler**, s. 185. Türev araç ile vadeli işlem kavramlarının eş anlamlı olmadığı; aksine bir anlayışın uluslararası literatür ile bağdaşmayacağı hakkında terminolojik bir değerlendirme için bkz. Penezoğlu, **a.g.e.**, s. 3-4.

⁴⁰ AB düzenlemelerinde sermaye piyasası aracı niteliği taşımayan yatırım sözleşmeleri, ABD mevzuatında sermaye piyasası aracı olarak kabul edilir. Amerikan sermaye piyasası mevzuatında yer alan "sermaye piyasası araçları" listesinde bir tarafta özel olarak ismi belirtilen sermaye piyasası araçları bulunurken; diğer tarafta torba hüküm niteliğindeki genel sermaye piyasası aracı örnekleri bulunur. Bu bakımdan, bir aracın sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmesi için ya bu listenin özel kısmında isminin açıkça belirtilmesi gerekir ya da özelliklerinin torba hükümle uyumu gerekir. Bkz. Securities Act of 1933, Section 2 (77b) (a)-1, <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf> (ET. 27.01.2019); Securities Exchange Act of 1934, Section 3 (78c) (a)-10, <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf> (ET. 27.01.2019).

Torba hükmün temel amacı, her ne kadar muhteva bakımından belirsizlik içerse de, özel olarak ismi belirtilen araçların ismini kullanmaktan kaçınarak sermaye piyasası otoritesinden kurtulmak isteyen kişilere bir set oluşturmaktır. Yine, ismi kanunda özel olarak belirtilse bile, somut olayın şartları bu aracın sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmemesine neden olabilir. Şu hâlde Amerikan kanun koyucusunun esas amacı, gerçekte sermaye piyasası otoritesi altında işlem görmesi gereken her bir projeyi/organizasyonu denetleme ve düzenleme alanına sokmak; bu otorite altında işlem görmesi gerekmeyen muameleleri ise kapsam dışında bırakmaktır. İşte yatırım sözleşmeleri de ABD hukukunda ismi özel olarak belirtilmeyen genel sermaye piyasası araçlarından biridir ve bu araç esas olarak kanunda ismi belirtilmeyen bir muamelenin sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmesine imkân verir. Yatırım sözleşmelerinin Amerikan hukukunda düzenleniş biçimiyle ilgili detaylı bilgi için bkz. Veliye Yanlı, "Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi", **BATİDER**, C. 32, S. 3, ss. 5-35, s. 11 vd.; Adıgüzel, **a.g.m.**, s. 5.

kesim tarafından edinilmesidir⁴¹. Kaynak temin eden kesimin, söz konusu projeye/organizasyona/girişime aktif olarak katılımı bir sermaye piyasası faaliyetinin oluşumuna ve dolayısıyla aradaki ilişkinin/sözleşmenin sermaye piyasası otoritesi altına alınmasına engel teşkil eder⁴².

Türk hukukunda ise yatırım sözleşmeleri SerPK m. 3/I-ş hükmünde kanunî bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmiştir. Ancak kanunda, ne tür bir projeye/organizasyona/girişime hangi koşullar altında hayat veren sözleşmelerin yatırım sözleşmesi olarak kabul edileceği konusunda bir hüküm mevcut değildir. Öte yandan, ABD hukukunda mahkeme kararlarıyla tespit edilen yatırım sözleşmelerinin Türk hukukunda da bu yolla tayin edilebilmesi, yani bir sözleşmenin yatırım sözleşmesi olarak nitelendirilebilmesi ancak proje sahipleri ile tasarruf sahiplerinin aralarındaki ilişkiyi dava konusu etmeleri hâlinde mümkündür⁴³. Bu sebeple, Kurul

⁴¹ Söz konusu kriter, Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu'nun (*U.S. Securities and Exchange Commission - SEC*) Howey şirketine açtığı dava neticesinde Amerikan Yüksek Mahkemesi (*The Supreme Court*) tarafından kabul edilen ve günümüzde bir malî aracın sermaye piyasası aracı olup olmadığının tespitinde kullanılan "Howey Testi"nde kabul edilen bir kriterlerden sadece bir tanesidir. Karara konu olayda, Howey şirketi tasarruf sahiplerinden fon toplamakta ve elde ettiği kazancı onlarla paylaşmaktadır. SEC ise, Howey şirketinin kendi otoritesinden kurtulduğunu ve şirket ile tasarruf sahipleri arasındaki ilişkinin sermaye piyasası işlemi olduğunu ileri sürmektedir. Bkz. *SEC v. W. J. Howey Co.*: Supreme Court of the United States, 328 U.S. 293 (1946). Yüksek mahkeme ise verdiği kararda, yatırım sözleşmesinin sermaye piyasası aracı olabilmesi için, ileride "Howey Testi" olarak da adlandırılacak bir teste tâbi tutulmasına hükmetmiştir. Buna göre şu dört kriteri sağlayan bir projeye hayat veren sözleşme yatırım sözleşmesidir: 1) tasarruf sahibi kişi bir malvarlığı değerini veya hizmeti projeye/organizasyona/girişime yöneltmeli, 2) tasarruf sahiplerinin projenin âkîbetine iştirak etmeleri (yani birisi kazanınca diğeri de kazanmalı veya birisi kaybedince diğeri de kaybetmeli), 3) tasarruf sahiplerinin kazanç elde etme beklentisinde olmaları ve son olarak 4) tasarruf sahiplerinin projeye önemli ölçüde katkı sağlamaması. Yanlı, **a.g.m.**, s. 13 vd.; Adıgüzel, **a.g.m.**, s. 5-6. Bununla birlikte, Yüksek Mahkemenin Howey Testi'nde "projeyi hayata geçiren sözleşmelerin piyasasının olması veya geniş kitle arasında alınıp satılması" gibi bir kriter öngörmemesi de dikkat çekicidir. Nitekim mahkeme sonraki kararlarında, işlemin geniş bir halk kitlesine yayılmış olmasını bir kriter olarak benimsemiştir. Bkz. *Reves v. Ernst&Young* 494 U.S. 56 (1990); *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551 (1982). Ayrıca, yatırım sözleşmesinin tespitinde Howey Testi'ne ek olarak uygulanan "Risk Sermayesi Testi" hakkında bkz. Yanlı, **a.g.m.**, s. 18-19; Adıgüzel, **a.g.m.**, s. 6.

⁴² Meselâ franchise sözleşmelerinde, franchise bedelini ödemesi nedeniyle "kaynak temin eden" kesimi oluşturan franchise alan kişi, kazancı kendi çabasıyla elde ettiğinden bu sözleşmelerin yatırım sözleşmeleri niteliğinden bahsedilemez. Yanlı, **a.g.m.**, s. 17. Ancak "maketten konut alma" gibi projelerden konut alan kişi, projeye kaynak temin etme dışında bir katkıda bulunmadığından aradaki ilişkinin bir yatırım sözleşmesi niteliğinden bahsedilebilir. Bu durumda, kaynak temin eden kişinin önemli sayılamayacak derecede projeye katkıda bulunması, aradaki sözleşmenin yatırım sözleşmesi niteliğini etkilemez.

⁴³ Türk Sermaye Piyasası Kurulu'nun, SEC'in Howey şirketine açtığı gibi, projeyi hayata geçiren bir sözleşmenin yatırım sözleşmesi niteliğinde olduğu ve Kurul otoritesi altına girmesi gerektiği yönünde bir dava açmasının mümkün görünmediği hakkında Adıgüzel, **a.g.m.**, s. 6.

tarafından çıkarılacak tebliğler vasıtasıyla detaylı bir düzenleme yapılana kadar, bunlara sermaye piyasası hukuku alanında bir sonuç bağlamamak isabetli olur⁴⁴.

II. ARACILI ELDE TUTMA SİSTEMİ

A. Genel Olarak

Modern iktisadî düzende, tasarruf sahiplerinin elinde atıl vaziyette bulunan birikimlerin kârlı yatırımlara dönüştürülmesi sermaye piyasaları ile mümkündür. Ancak, tasarruf sahiplerinin birikimlerini birincil piyasaya sunmaları; bunun karşılığında elde edecekleri malî araçların elde tutulması (*holding*), saklanması (*custody*)⁴⁵, hukukî işlemlere konu edilmesi (*trading*)⁴⁶ ve takası (*settlement*)⁴⁷ gibi

⁴⁴ Aydoğan, **Yeni Düzenlemeler**, s. 185. İkincil düzenlemelerin Türk hukukuna uygun düştüğü ölçüde ABD mahkeme kararlarının ışığında ihdas edilmesi hakkında bkz. Yanlı, **a.g.m.**, s. 35; Adıgüzel, **a.g.m.**, s. 7.

⁴⁵ SerPK m. 3/I-s hükmü uyarınca saklama “*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 hizmetleri*” ifade eder. Temel amacı sermaye piyasası araçlarının güvenliğini sağlamak olan saklama hizmeti genel olarak finansal varlıkların saklanması ve idare edilmesidir. Bkz. Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems, A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems (BIS Glossary), March 2003, s. 16, https://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf (ET. 22.02.2019); İbrahim Peker, Bora Karaağaçlı, “Dünyada ve Türkiye’de Sermaye Piyasası Altyapı Kurumları”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C. 7, S. 13, ss. 341-375, s. 345.

⁴⁶ Sermaye piyasası araçlarının hukukî işlemlere konu edilmesi, başka bir deyişle ticareti (*trading*); onların ikincil piyasada alım-satım ve teminat işlemlerine konu edilmesidir. *Trading*, devir veya teminata yönelik borçlandırıci işlemlerin gerçekleştiği bir evre olup tasarruf işlemi kapsamaz. Uygulamada *trading* “ön ofis faaliyeti (*front office activity*)” olarak da adlandırılmaktadır. Joanna Benjamin, **Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets**, Oxford University Press, 2000, s. 22; Ayşe Elif Ulusu, **Milletlerarası Özel Hukukta Menkul Kıymetlere İlişkin Hak Sahipliği İhtilaflarına Uygulanacak Hukuk**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2014, s. 25, dn. 50.

⁴⁷ Takas terimi ise borçlar hukukundaki anlamından tamamen farklı olarak; *trading* aşamasında gerçekleşen borçlandırıci işlemin ifasına yönelik taraflar arasındaki nakit ve/veya varlık transferini sağlayan sürece ilişkin bütün işlemlerdir. Başka bir deyişle takas, sermaye piyasası aracını konu edinen işlemlerin tasarruf aşamasını ifade eder. Uygulamada takas işlemleri “arka ofis faaliyeti (*back office activity*)” olarak adlandırılmaktadır. Takas; uluslararası literatürde terminolojik olarak takas öncesi işlemler (*clearing*) ve takas işlemleri (*settlement*) şeklinde iki ayrı süreç olarak kabul edilse de ülkemizde bu iki aşama “takas” kavramı altında birleştirilmiştir. Takas öncesi işlemler; onay (*confirmation*), eşleştirme (*matching*) ve netleştirme (*netting*) işlemlerinden ibarettir. Bu aşamada finansal varlığa ilişkin alım-satım emirleri borsada eşleştirilir ve söz konusu finansal varlık devre hazır hâle getirilir. Akabinde ise netleştirme adı verilen aşamada, alım-satım taraf olan yatırım kuruluşlarının aynı cinsten alacak ve borçları mahsup edilerek işlem hacmi azaltılır ve nihayet uluslararası literatürdeki anlamıyla *settlement* süreci başlar. *Clearing* ve *settlement* işlemleri; finansal varlığın transferinin etkin ve güvenli bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlar. Bkz. Benjamin, **a.g.e.**, s. 20; The Giovannini Group Report, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union (Giovannini Report 2001), Brussels, November 2001, s. 4 vd. https://ec.europa.eu/info/system/files/first_giovannini_report_en.pdf (ET. 22.02.2019); Mario

faaliyetlerin güvenli, etkin ve hızlı bir şekilde gerçekleştirilmesine bağlıdır. İşte bu faaliyetlerin söz konusu şekilde gerçekleştirilebilmesi adına geleneksel (klasik) elde tutma sistemi (*traditional holding system*) terk edilmiş; teknolojik gelişmelere ve piyasanın doğurduğu ihtiyaçlara paralel olarak aracılı elde tutma sistemi (*intermediated holding system*) benimsenmiştir⁴⁸.

Geleneksel elde tutma sistemi; fizikî saklama ve takas esasına dayanan, tasarruf sahipleri ile ihraççılar arasındaki hukukî bağı ortadan kaldırmayan bir sistemdir. Bu sistemde⁴⁹, tasarruf sahipleri ya hamiline yazılı bir senede sahip olur⁵⁰ ya da ihraççının pay defterine kaydedilir. Söz konusu ikinci hâlde, nama yazılı bir senette cisimleşmiş menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği, tescil yetkilisi (*registrar*) konumunda bulunan bir banka, broker veya malî kurum tarafından ihraççı adına tutulan bir pay defterine kaydedilir. Tasarruf sahibi, birincil piyasadan edindiği nama yazılı senedin bünyesinde yer alan hakların tümünün doğrudan ve tek sahibidir⁵¹. Tescil yetkilisi kurum ise

Guadamillas, Robert Kepler, **Securities Clearance and Settlement Systems: A Guide to Best Practices**, World Bank Policy Research Working Paper 2581, April 2001, s. 19 vd.; BIS Glossary, **a.g.e.**, s. 45; Uluşu, **a.g.e.**, s. 25, dn. 51; Peker, Karaağaçlı, **a.g.m.**, s. 343 vd. Ancak takas işlemlerinin, kaydı değerler bakımından klasik tanımından uzaklaşarak tasarruf işlemi olma niteliğini kaybettiği ve sadece devir işlem sürecini tamamlayıcı ve açıklayıcı niteliğe sahip olduğu hakkında bkz. İkinci Bölüm/III/B/2.

⁴⁸ Öğretide geleneksel elde tutma sistemi, “doğrudan elde tutma (sahiplik) sistemi” (*indirect holding system*); elde tutma ise “dolaylı elde tutma (sahiplik) sistemi” olarak da adlandırılmaktadır. Ancak aracılı elde tutma sistemi içerisinde, aracılı finansal araca ilişkin hesap sahibinin hakkının niteliği de doğrudan ve dolaylı şeklinde ikiye ayrıldığından; “doğrudan-dolaylı elde tutma sistemi” kavramlarının terminoloji karmaşasına yol açabileceği hakkında bkz. Uluşu, **a.g.e.**, s. 24, dn. 48. Yine “dolaylı elde tutma sistemi” kavramının tercih edilmesi hâlinde yatırımcıların hukukî pozisyonlarının tespiti hakkında yanlışlığa düşülebileceği hakkında bkz. Changmin Chun, **Intermediated Securities and Systems in Substantive Law and in Private International Law**, Canada October 2007, s. 3. Geleneksel sistemin “direct holding system”; modern sistemin ise “intermediated holding system” olarak adlandırıldığı tasnif için bkz. Marek Dubovec, **The Law of Securities, Commodities and Bank Accounts: The Rights of Account Holders**, Elgar Financial Law, 2014, s. 81 <https://books.google.com.tr> (ET. 24.02.2019).

⁴⁹ Sistemin kolay işleyen bir yapıya sahip olduğu hakkında bkz. James Steven Rogers, "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries", **Cornell International Law Journal**, Vol. 39, Iss. 2, Article 3, 2006, ss. 285-328, s. 285.

⁵⁰ Hamiline yazılı menkul kıymetler bakımından, nama yazılı menkul kıymetlerden farklı olarak senetlere ilişkin hak sahipliğini gösteren bir sicil ihraççı kesim tarafından tutulmaz. Hak sahipliği, sadece menkul kıymetin cisimleştiği hamiline yazılı senet ile temsil edilir. Senede kim zilyet ise, ihraççı ona karşı yükümlülük altına girer. Bkz TTK m. 489.

⁵¹ Emerging Markets of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Towards A Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets, November 1997, s. 7; Francisco J. Garcimartín Alférez, “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems”, **Revista Para El Análisis Del Derecho**, 2006/1, Barcelona 2006, ss. 1-21, s. 3; Poonam Puri, Gil Lan, “Who Needs Paper Anymore? Rationalizing an Allocation of

sistemde sadece bir sicil tutma işlevine sahip olup, kaydını gerçekleştirdiği finansal varlıklara ilişkin onun herhangi bir hak sahipliği söz konusu değildir⁵². Başka bir deyişle, geleneksel sistemde ihraççı ile tasarruf sahibi arasındaki ilişki doğrudandır ve ihraççı kesim kimlerin gerçek hak sahibi olduğunu tescil yetkilisi vasıtasıyla tutulan sicilden takip edebilir⁵³.

Geleneksel elde tutma sisteminde saklama hizmeti tescil yetkilisi konumunda bulunan malî kurum tarafından fizikî olarak gerçekleştirilir. Malî kurum, kendisine tevdi edilen taşınır eşya niteliğini haiz finansal varlıkları “münferit saklama” yöntemi ile saklar. Başka bir deyişle, saklayan; mudinin tevdi ettiği finansal varlıkları seri numaralarına göre ayırır ve birbirine karışmalarını önleyerek “aynen iade borcu” altına girer. Tasarruf sahibi ile malî kurum arasında gerçekleşen söz konusu saklama ilişkisi “alelâde vedia (saklama)⁵⁴” niteliğinde olduğundan, saklama hizmeti ihraççı ile tasarruf sahibi arasındaki doğrudan ilişkiyi etkilemez. Dolayısıyla, geleneksel elde tutma sisteminde sermaye piyasası aracı edinen yatırımcılar, sahip oldukları hakkı⁵⁵ hem ihraççıya hem de saklama hizmeti veren malî kuruma karşı ileri sürebilir⁵⁶.

Government Responsibility for the Transfer of Securities”, **Banking and Finance Law Review**, 23 (2007), ss. 1-49, s. 17-18; Ulusu, **a.g.e.**, s. 26 vd.

⁵² Tescil yetkilisi malî kurumun, sakladığı sermaye piyasası aracı üzerinde herhangi bir hak sahipliği bulunmamasının ve hukukî pozisyonunun sadece ihraççının temsilcisi olmaktan ibaret olmasının; geleneksel elde tutma sistemini karakterize eden unsur olduğu hakkında bkz. Luc Thévenoz, “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law”, Duke Law School Legal Studies Paper No. 170, **Stanford Journal of Law, Business and Finance**, Vol. 13, 2008, ss. 384-452, s. 405.

⁵³ IOSCO, **a.g.e.**, s. 7; Mücahit Ünal, **Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi**, Adalet Yayınevi, Ankara 2011, s. 49; Yusuf Ziyaeddin Sönmez, “Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmeleri”, **6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu**, BTHAE, İstanbul, 6-7 Haziran 2013, ss. 247-417, s. 255-256.

⁵⁴ Alelâde vedia (saklama); vedia alanın ferden belirlenmiş bir taşınırı muhafaza etme ve vedia verenin talep ettiği anda aynen iade etme yükümlülüğü altında olduğu bir sözleşmedir. Alelâde vediaı karakterize eden unsur, taşınırın mülkiyetinin vedia verende kalmasıdır. Ayrıca alelâde vedia, vedia alan aynen iade yükümlülüğü altında olduğundan, ferden belirlenmiş taşınırı kendisine veya diğer müşterilerinin mülkiyetindeki misli malvarlığı ile karıştıramaz. Zahit İmre, “Alelade Vedia”, **Muammer Raşit Seviğ’e Armağan**, İstanbul 1956, ss. 213-240, s. 214 vd.; Mustafa Tiftik, **Türk Hukukunda Vedia Sözleşmesi**, Yetkin Yayınları, Ankara 2007, s. 29 vd.

⁵⁵ Geleneksel sistemde finansal varlık eşya niteliğinde olduğundan onun üzerindeki hak sahipliği de eşya hukuku hükümleriyle belirlenir. Bu bakımdan finansal varlığı devralanın hakkı mülkiyet hakkı; teminat alanın hakkı ise taşınır rehnidir.

⁵⁶ Georgios P. Kouretas, Christina I. Tarnanidou, “Shareholding in EU: Is “Indirect Holding” Approach Appropriate in Achieving Financial Integration?”, **International Conference**

Geleneksel elde tutma sisteminde takas işlemleri de tıpkı saklama hizmeti gibi fiziken gerçekleştirilir. Finansal varlığın devri veya teminat verilmesi, hamiline yazılı senetler bakımından zilyetliğin devri; nama yazılı senetler bakımından ise tescil yetkilisi malî kurum tarafından ihraççı adına tutulan pay defterine işlenen kayıtlar ile gerçekleştirilir⁵⁷.

Geleneksel elde tutma sistemi, önemini; esasında gayri maddî malvarlığı niteliğindeki nisbî haklar bütünü olan menkul kıymetleri⁵⁸, bir senet üzerinde cisimleştirerek kıymetli evrak ve eşya hukukunun sağladığı korumanın kapsamına almasında gösterir. Birincil piyasadan sermaye piyasası aracı edinen yatırımcıların sahip oldukları mülkiyet hakkı, saklama hizmeti veren yatırım kuruluşunun alacaklılarının söz konusu araçlara el uzatmasına mani olur. Ancak mülkiyet hakkının sağladığı bu güçlü korumaya rağmen, sistemin temelini teşkil eden “fizikî” takas ve saklama hizmetlerinin yavaş, pahalı ve pek çok konuda riskli olması⁵⁹; bilgi teknolojilerinin gelişmesiyle de paralel olarak geleneksel sistemden vazgeçilmesi fikrini ortaya çıkarmıştır.

Nitekim fizikî ortamda dolaşması gereken devasa senet miktarı 1960’lı yılların sonunda Wall Street’te “*paperwork crunch*” adı verilen kırtasiye krizine neden

Improving Financial Institutions: The Proper Balance Between Regulation & Governance, Helsinki 2012, ss.1-21, s. 2-3.

⁵⁷ Bryn R. Vaaler, “Revised Article 8 Of The Mississippi UCC: Dealing Directly With Indirect Holding”, **Mississippi Law Journal**, Vol. 66, Num. 2, Winter 1996, ss. 249-324, s. 254-255; Rogers, **a.g.m.**, s. 285; Puri, Lan, **a.g.m.**, s. 17; M. Ünal, **a.g.e.**, s. 50; Uluşu, **a.g.e.**, s. 28.

⁵⁸ Birinci Bölüm/III/E.

⁵⁹ Sermaye piyasalarındaki işlem hacminin gün geçtikçe keskin bir artış göstermesi nedeniyle fizikî olarak gerçekleşen ihraç, satın alma ve tedavül işlemlerinin tahammül edilemeyecek bir seviyede maliyetli olması geleneksel sistemin en büyük dezavantajı olarak ortaya çıkar. Ayrıca fizikî takas ve saklama işlemlerinin sahtecilik, hırsızlık ve tahrip olma hâllerine müsait olması, fizikî takasın likidite riski taşıması (*pipeline liquidity risk*) ve uluslararası piyasalarla entegrasyon ihtiyacı geleneksel sistemden vazgeçilmesinde etkin unsurlardandır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Randall D. Guynn, **Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws**, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association, February 1996, s. 15-16; Christophe Bernasconi, **The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems**, Preliminary Document no. 1 to the Hague Conference on Private International Law, November 2000, s. 2; Giovannini Report 2001, s. 8; Işık Özer, “Kaydi Değer ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Açısından Kaydi Değerlerin İşleyişi”, **Prof. Dr. Turgut Akıntürk’e Armağan**, Beta, 2008, ss. 791-819, s. 791; M. Ünal, **a.g.e.**, s. 50; Filiz Sancak, Eyup Bastı, “Türkiye Sermaye Piyasalarında Kaydî Sistem Uygulamaları”, **Yalova Sosyal Bilimler Dergisi**, Y. 2013, S. 6, ss. 41-54, s. 44; Uluşu, **a.g.e.**, s. 28-29.

olmuş⁶⁰; akabinde fizikî takas ve saklama işlemleri terk edilmiş; onun yerine finansal varlık sahipleri adına bilgisayar ortamında açılan hesaplarda gerçekleştirilen alacaklandırma-borçlandırma kayıtlarıyla işleyen daha hızlı, ucuz ve etkin bir sistem⁶¹ benimsenmiştir. Aracılı elde tutma sistemi adı verilen bu yeni düzen, aşağıda incelenecek olan temel ve ortak özellikleriyle ülkemizde de kabul edilmiştir⁶².

B. Sistemin Esasları

1. Hareketsizleştirme veya Kaydileştirme

Geleneksel sistem çerçevesinde işleyen sermaye piyasalarında, fizikî ortamda ihraç edilen ve işlem gören kıymetli kâğıt sayısının milyarlarla ifade edilmesi; aracılı elde tutma sisteminin temel taşları niteliğindeki “hareketsizleştirme” (*immobilisation*) ve “kaydileştirme” (*dematerialisation*) kavramlarını ortaya çıkarmıştır⁶³. Piyasada tedavül eden finansal varlıkların hareketsizleştirilmesi veya kaydileştirilmesi neticesinde; geleneksel sistemde yer alan senede ilişkin zilyetliğin devri ve/veya ihraççının siciline yapılan kayıt yoluyla gerçekleşen takas işlemleri terk edilmiştir.

Hareketsizleştirme kavramı, piyasada işlem gören finansal varlıkların cismanî niteliklerini koruyarak fizikî tedavülden kaldırılmasını ifade eder⁶⁴. Hareketsizleştirilen varlıklar, piyasanın yetkili merkezî saklama kuruluşu tarafından toplu olarak saklanır. Merkezî saklama kuruluşunun kasalarında hareketsiz bulunan kıymetli kâğıtların tedavülü, bilgisayar ortamında açılan hesaplarda gerçekleştirilecek

⁶⁰ Bernasconi, **a.g.e.**, s. 12; Roy Goode, Hideki Kanda, Karl Kreuzer, **Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention)**, Second Edition, The Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau, The Netherlands 2017, s. 8, dn. 12.

⁶¹ Bernasconi, **a.g.e.**, s. 2; Arianna Pretto Sakmann, **Boundaries of Personal Property: Shares and Sub-Shares**, Hart Publishing, Oxford and Portland, 2005, s. 46 <https://books.google.com.tr> (ET. 24.02.2019).

⁶² Türk sermaye piyasası mevzuatında, uluslararası literatürde “intermediated holding system” olarak adlandırılan araçlaştırılmış elde tutma sisteminin kabul edildiğine dair herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Ancak, Türk sermaye piyasasında kaydı sistemin kabulü ve genel olarak araçların işleyişi dikkate alındığında bu sistemin uygulandığı söylenebilir. Uluşu, 19 vd.

⁶³ UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held With an Intermediary, **UNIDROIT Preliminary Draft Convention on Harmonized Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary-Explanatory Notes**, Study LXXVIII – Doc. 19, Rome, December 2004, s. 5.

⁶⁴ IOSCO, **a.g.e.**, s. 6; UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 5; Sancak, Bastı, **a.g.m.**, s. 43; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 9.

alacaklandırma-borçlandırma işlemleriyle kayden gerçekleştirilir⁶⁵. Başka bir deyişle, fiziken hareketsizleştirilen kâğıtlar kayden hareketlendirip; fizikî ortamda sona erdirilen tedavül yeteneği, kaydî ortamda yeniden kazandırılır⁶⁶.

Kaydileştirme kavramı ise, piyasada işlem gören finansal varlıkların cismanî niteliklerinin ortadan kaldırılarak imha edilmesi ve senetten yoksun kalmış bu değerlerin bilgisayar ortamında gerçekleştirilecek alacaklandırma-borçlandırma işlemleriyle tedavül ettirilmesini ifade eder⁶⁷. Kaydileştirme yönteminde, birincil piyasaya sunulacak varlıklar, kıymetli bir kâğıt üzerinde cismanî nitelik kazandırılmadan doğrudan bilgisayar ortamında ihraç edilir ve orada tedavül ettirilir⁶⁸.

Hareketsizleştirme ile kaydileştirme, esasında aracılı elde tutma sisteminde ihraç edilen ve işlem gören finansal varlıkların merkezileştirilmesine ilişkin yöntemlerdir. Bu iki yöntemin temelinde yatan ortak düşünce ise fizikî ortamdaki kâğıt dolaşımının sona erdirilmesidir. Bununla birlikte, bu iki yöntem sistemin işleyişi

⁶⁵ Hareketsizleştirme yönteminde, kâğıt masrafının asgarî düzeye indirilmesi amacıyla, her bir finansal varlığın cisimleştiği ayrı birer (münferit) senet yerine çok sayıda aracın tek bir senede bağlanması gündeme gelebilir. Örneğin bir ihraca ilişkin tüm varlıklar tek bir senede bağlanabileceği gibi (*global certification*); beş bin veya on binlik bloklar hâlinde ayrı birer senede de (*jumbo certificate*) bağlanabilir. Guynn, **a.g.e.**, s. 13; Bernasconi, **a.g.e.**, s. 2; UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 5; Peter Norman, Plumbers and Visionaries Securities Settlement and Europe's Financial Market, England 2007, s. 11 <https://books.google.com.tr> (ET. 01.03.2019); Uluşu, **a.g.e.**, s. 33-34; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 10.

⁶⁶ Birincil piyasaya sürülecek finansal varlıklar ise senet üzerinde cisimleştirilerek ihraç edildikten sonra saklama kuruluşuna tevdi edilir ve tedavülleri de bilgisayar ortamında gerçekleştirilir. Hareketsizleştirme yönteminde fizikî formunu ve şey niteliğini muhafaza eden senetlerin saklanacağı yer sorunu çözülmez; sadece senetlerin tedavülünü ve idaresini kolaylaştırır. Paslı, **a.g.m.**, s. 1555.

⁶⁷ IOSCO, **a.g.e.**, s. 6; Guynn, **a.g.e.**, s. 13; BIS Glossary, **a.g.e.**, s. 20; Bernasconi, **a.g.e.**, s. 9; UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 5; Norman, **a.g.e.**, s. 11; Ünal, **a.g.e.**, s. 21-22; Uluşu, **a.g.e.**, s. 34; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 10.

⁶⁸ Öğretide kaydileştirme kavramının dar ve geniş olarak iki farklı anlam taşıdığı kabul edilmektedir. Ünal, **a.g.e.**, 21. Dar anlamda kaydileştirme, yukarıda açıklandığı üzere sermaye piyasası araçlarının cisimleştiği senetlerin imha edilmesi ve bu araçlara ilişkin hakların bilgisayar ortamında tutulmasıdır. Yeni ihraç edilecek finansal varlıkların da doğrudan bilgisayar ortamında ihraç edilmesi, dar anlamda kaydileştirmenin bir görünümüdür. Geniş anlamda kaydileştirme ise, öğretide “aracılı elde tutma sistemi” kavramı ile eş anlamlı olarak kullanılan “kaydî sistem (*book-entry system*)” kavramını ifade eder. Ancak fizikî senet dolaşımını önlemenin bir yolu ve merkezî saklamanın bir yöntemi olan kaydileştirmenin, öğretide kabul edilen geniş anlamıyla kullanılması terminolojik sorunları beraberinde getirebilir. Örneğin, kaydî sistemin kavram olarak tercih edilmesi, aracılı elde tutma sisteminde hareketsizleştirme yönteminin dışarıda bırakıldığı yanlışını doğurabilir. Bkz. Uluşu, **a.g.e.**, s. 24, dn. 48.

bakımından önem arz eden pek çok noktada birbirinden ayrılır⁶⁹. Özellikle “eşya” kavramının mevcudiyeti noktasındaki ayrışma, bu iki yöntem arasındaki en temel farkı teşkil eder. Söz konusu farklılık, önemini; piyasa aracının üzerindeki hak sahipliğinin hukukî niteliğine doğrudan tesir etmesi nedeniyle sermaye piyasası araçlarının tâbi olacağı hukukî rejimin belirlenmesinde kendini gösterir. Zira hareketsizleştirme yönteminde finansal varlıklar, maddî formlarını kaybetmediklerinden eşya rejimine tâbi olmaya devam eder. Kaydîleştirme yönteminde ise, finansal varlığın bünyesinde barınan haklar bütünü maddi formunu yitirdiğinden; söz konusu değerler artık hakların rejimine tâbi olur⁷⁰.

Hareketsizleştirme yönteminin benimsendiği sistemler, ilk bakışta geleneksel elde tutma sistemi olarak nitelendirilebilir. Söz konusu yanlış, hareketsizleştirilen araçların maddî formlarını korumalarından kaynaklanır. Ancak bir sermaye piyasası düzeninin aracılı elde tutma sistemi olarak nitelendirilebilmesi için hareketsizleştirme yönteminin uygulanması yeterlidir⁷¹. Kâğıt dolaşımını sona erdirmeye kaydîleştirme yönteminin bir alt modeli olarak kabul edilen⁷² hareketsizleştirme yöntemi, aracılı elde tutma sisteminin aşağıda incelenecek olan “merkezî saklama”, “aracılı yapı” ve “işlemlerin kayden gerçekleştirilmesi” esasları ile uyumludur.

2. Merkezî Saklama

Aracılı elde tutma sisteminin temel taşı niteliğindeki merkezî saklama, hareketsizleştirilen veya merkezîleştirilen sermaye piyasası araçlarının ülkenin yetkili

⁶⁹ Önemli farklılıklardan birisi de hareketsizleştirme yöntemi için taraflar arasında akdedilen bir sözleşme yeterli olurken; kaydîleştirme için kanunî bir düzenleme gerekmesidir. Ulsu, **a.g.e.**, s. 36.

⁷⁰ Hareketsizleştirilen sermaye piyasası araçları, geleneksel elde tutma sisteminde var olan “fiziki sermaye piyasası araçları” (*physical capital market instruments*) niteliklerini korumakta iken; kaydîleştirilen sermaye piyasası araçları “kaydî sermaye piyasası araçları” (*dematerialised capital market instruments*) niteliğine bürünmektedir. Kaydî nitelik kazanan piyasa araçları, geleneksel sistemde sahip oldukları fizikî formlarını kaybederler ve tâbi oldukları eşya ve kıymetli evrak hukukları kapsamında ayrılırlar. Ulsu, **a.g.e.**, s. 35. Kaydî sermaye piyasası araçlarının hukukî niteliği hakkındaki açıklamalar için bkz. Birinci Bölüm/III/E.

⁷¹ UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 6; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 10; Ulsu, **a.g.e.**, s. 35.

⁷² Hareketsizleştirme yönteminin, kaydîleştirme yöntemine giden yolda bir basamak işlevine sahip olduğu hakkında bkz. Group of Thirty, **Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets**, Recommendation 3, New York 1989, s. 7.

saklama kuruluğu konumundaki CSD (*Central Securities Depository*)⁷³ tarafından tek elden saklanmasıdır⁷⁴. Hareketsizleştirilen sermaye piyasası araçları münferit, jumbo veya toplu (global) senetler şeklinde ulusal CSD kasalarında saklanırken; kaydileştirilen sermaye piyasası araçları ise CSD tarafından bilgisayar ortamında saklanan elektronik veri tabanlarında tutulur⁷⁵.

Hareketsizleştirme veya kaydileştirme yöntemleriyle merkezileştirilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin hak sahiplikleri, CSD tarafından bilgisayar ortamında tutulan hesaplarda izlenir⁷⁶. Bu bakımdan merkezileştirilen sermaye piyasası araçlarının fizikî formlarını kaybedip kaybetmemelerinin, aracılı elde tutma sisteminin işleyişı bakımından bir önemi yoktur. Zira ister fizikî (hareketsizleştirilmiş) ister kaydî (kaydileştirilmiş) olsun, finansal varlıklara ilişkin tasarruf işlemleri bilgisayar ortamında gerçekleştirilir. Ancak fizikî veya kaydî formda olma, tasarruf sahiplerinin birincil veya ikincil piyasadan edindikleri sermaye piyasası araçları üzerindeki hak sahipliğinin hukukî niteliğı bakımından önemlidir⁷⁷.

Fizikî veya kaydî formda olmanın yanı sıra, sermaye piyasası araçlarının merkezî saklanmasına ilişkin yöntemler de bu araçlar üzerinde edinilecek hakların hukukî niteliğine doğrudan etki eder. Teknolojik gelişmelere paralel olarak belirlenen

⁷³ Merkezî Saklama Kuruluğu, ulusal düzeyde tekel yetkili olduğı ülkenin sermaye piyasasında ihraç edilen ve işlem gören sermaye piyasası araçlarına ilişkin saklama hizmeti veren kuruluşlardır. Ulusal CDS'nin takas hizmeti vermesi de mümkün olabilmektedir. Uluslararası sermaye piyasası araçlarının ticaretinde saklama hizmeti kuruluşlar ise “Uluslararası Merkezî Saklama Kuruluğu (ICSD - *International Central Securities Depository*) olarak adlandırılmaktadır. Giovannini Report 2001, **a.g.e.**, s. 9.

⁷⁴ Randall D. Guynn, N.J. Marchand, “Transfer or Pledge of Securities Held Through Depositories”, **The Law of Cross-Border Securities Transactions** (Ed. by Hans van Houtte), London 1999 <https://books.google.com.tr> (ET. 02.03.2019), s. 52; Ünal, **a.g.e.**, s. 43; Uluşu, **a.g.e.**, s. 36; David Loader, *Clearing, Settlement and Custody*, Second Edition, United States 2014, s. 2; UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 6; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 10.

⁷⁵ Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 52; Bernasconi, **a.g.e.**, s. 13; Uluşu, **a.g.e.**, s. 38.

⁷⁶ Merkezî saklama, sermaye piyasası araçlarının sigorta ettirilmesine, takas işlemlerinin hesaplar arası virman yoluyla kolayca yapılmasına ve piyasa otoritesinin denetim-gözetim yetkisini daha etkin kullanabilmesine imkân verir. Bkz. Çağlar Manavgat, “Menkul Kıymetlerin Merkezî Saklanmasında Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukukî Niteliğine Etkisi”, **BATİDER**, C. XVIII, S. 4, ss. 129-141 (Kısaltılmışı: Manavgat, **Merkezî Saklama**), s. 129; Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 53; Bernasconi, **a.g.e.**, s. 13; Ünal, **a.g.e.**, s. 44; Uluşu, **a.g.e.**, s. 38.

⁷⁷ Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 53; UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 6; Uluşu, **a.g.e.**, s. 38. Türk sermaye piyasalarında yatırımcıların sahip olduğı kaydî sermaye piyasası araçlarının hukukî niteliğı hakkındaki açıklamalar için bkz. Birinci Bölüm/III/E.

saklama yöntemindeki her bir detay, hakkın hukukî niteliğinin belirlenmesinde hayati önem taşır. Ülke uygulamalarında merkezî saklama sistemi, hareketsizleştirilen veya kaydileştirilen sermaye piyasası araçlarının ne şekilde saklanıp izleneceği bakımından “şeffaf sistemler” (*transparent sysytems*) ve “şeffaf olmayan sistemler” (*non-transparent systems*) olarak ikiye ayrılır⁷⁸.

Şeffaf olmayan merkezî saklama yönteminde, aynı ihraca ait sermaye piyasası araçları; elde tutma zincirinde ilgili aracı kurumun bir üst basamağında yer alan saklamacı aracı kurum veya en tepede bulunan CSD nezdinde oluşturulan havuz hesaplarda, birbirinden ayrıştırılmaksızın toplu hâlde saklanır. Tek bir havuz hesapta bulunan piyasa araçları, yatırımcısının kimlik bilgileri belirtilmeden ihraççısı ve türlerine sınıflandırılır. Bu yöntemde, yatırımcı bilgileri sadece ilgili aracı kurumda yer aldığından, havuz hesabı tutan aracı kurum veya CSD’nin yatırımcıların kimlik bilgilerini ve araçlar üzerindeki hak sahipliği değişikliklerini takip etmesi mümkün değildir⁷⁹.

Şeffaf merkezî saklama yönteminde ise, aynı ihraca ait sermaye piyasası araçlarının türlerine göre sınıflandırıldığı havuz hesaplar yerine; aynı ihraca ait araçlar olsa bile, her birinin yatırımcısına ait ayrı ayrı hesaplar açılır. Bu sayede yatırımcının kimlik bilgileri ve araç üzerindeki hak sahipliği değişiklikleri; sadece ilgili aracı kurum tarafından değil, elde tutma zincirinin her bir basamağı tarafından takip edilebilir. Şeffaf yöntemde, sermaye piyasası aracı üzerindeki haklar CSD tarafından takip

⁷⁸ Tâbi oldukları kriterler farklı olmakla birlikte, dolaylı hak sahipliğini benimseyen bütün hukuk sistemlerinde (ABD, İngiltere, Belçika, Lüksemburg) şeffaf olmayan merkezî saklama yöntemini uygulanmaktadır. Türk hukukunda da olduğu üzere, şeffaf merkezî saklama yöntemini uygulayan tüm hukuk sistemlerinde doğrudan hak sahipliği benimsenmiştir. Ancak doğrudan hak sahipliğini benimseyen her ülke, şeffaf merkezî saklama yöntemini uygulamamaktadır. Örneğin Almanya, İsviçre ve Japonya hukuk sistemlerinde doğrudan hak sahipliği benimsenmesine karşın şeffaf olmayan merkezî saklama yöntemi yürütülmektedir. Bkz. Ulusu, **a.g.e.**, s. 58 dn. 7.

⁷⁹ Şeffaf olmayan merkezî saklama yöntemi, işlem hacminin yüksek olduğu piyasalarda tasarrufların hızlı ve kolay bir biçimde gerçekleştirilmesini sağlar. Ancak bu yöntem, hesap sahiplerinin kimlik bilgilerinin takip edilememesi nedeniyle ortaya çıkabilecek sorunları da bünyesinde taşır. Bu sebeple, şeffaf olmayan merkezî saklama yönteminin benimsendiği hukuk düzenlerinde, yatırımcıların; müşterisi olduğu ilgili aracı kurumun alacaklılarının muhtemel alacak ve takip taleplerine karşı korunmasıyla amacıyla, aracı kurumlara; “kendi” nam ve hesaplarına edindikleri sermaye piyasası araçlarına ilişkin hesaplar ile “müşterileri” nam ve hesabına yürüttükleri hesapları birbirinden ayırma (*segregation*) yükümlülüğü getirilir. Şeffaf olmayan merkezî saklama sistemi, takas işlemleri bakımından operasyonel kolaylıklar sağladığından işlem masraflarının en aza indirmektedir. Bkz. UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 6; Thévenoz, **a.g.m.**, s. 402 vd.; Ulusu, **a.g.e.**, s. 40 vd.

edilebildiğinden; yatırımcıların sahip oldukları haklar aracı kurumların alacaklılarına karşı tam bir koruma altına altındadır⁸⁰.

3. Aracılı Yapı

Modern sermaye piyasalarında risk ve kârlılık bakımından benzer tercihleri bulunan iktisadî birimlerin kaynak değiş-tokuşunda bulunabilmeleri, ancak onları buluşturabilecek bir mekanizmanın varlığı hâlinde mümkündür⁸¹. İşte elde tutma zincirinde ihraççı ile tasarruf sahipleri arasına yerleşen aracı kurumlar, fon arz ve talep eden iki kesimin bir araya gelme isteğinin doğurduğu finansal mekân problemini ortadan kaldırır. Finansal aracılık (*financial intermediation*) hizmetini üstlenerek tasarrufların daha etkin yatırımlara dönüştürülebilmesini sağlayan aracı kurumlar, aracılı elde tutma sistemini karakterize eden vazgeçilmez bir unsurdur⁸².

Aşağıdan yukarıya doğru; “tasarruf sahipleri/yatırımcılar”, “CSD üyesi olmayan aracı kurumlar”, “CSD üyesi aracı kurumlar” ve “CSD”nin oluşturduğu elde tutma zincirinde, sermaye piyasası araçlarına ilişkin haklar “ilgili aracı kurum (*relevant intermediary*)”⁸³ nezdinde açılmış hesaplarda elde tutulur. Fizikî veya kaydı ortamda ihraç edilen piyasa araçları, zincirin en üst kademesinde bulunan CSD tarafından merkezî olarak saklanır. İkinci kademede ise, CSD ile doğrudan sözleşme ilişkisine girerek onun bünyesinde hesap açan “CSD üyesi aracı kurumlar”⁸⁴ bulunur. Elde tutma zincirinin üçüncü ve nihaî yatırımcılara kadar inen daha sonraki kademelerinde, tıpkı CSD üyesi aracı kurumlar gibi müşterileri adına sermaye piyasası aracı hesabı tutan “CSD üyesi olmayan aracı kurumlar” yer alır. Zincirin en alt

⁸⁰ Bkz. Çağlar Manavgat, “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükümüne Göre Kaydı Sistemin Esasları”, *AÜHFD*, C. 50, S. 2, ss. 159-191 (Kısaltılmışı: Manavgat, **Kaydı Sistem**), s. 140; UNIDROIT, **Working Paper Regarding So Called “Transparent Systems”**, Study LXXVIII – Doc. 44, October 2006, s. 2-3; Bernasconi, **a.g.e.**, s. 28; Uluşu, **a.g.e.**, s. 41 vd.

⁸¹ Çapanoğlu, **a.g.e.**, s. 4.

⁸² Bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 9; Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 52; Bernasconi, **a.g.e.**, s. 12; Uluşu, **a.g.e.**, s. 44 vd.

⁸³ İlgili aracı kurum, yatırımcının doğrudan ilişki hâlinde bulunduğu ve bu nedenle müşterisi konumunda bulunan yatırımcıların sermaye piyasası aracı üzerindeki haklarını idare eden aracı kurumdur. İlgili aracı kurum, elde tutma zincirinde kendi müşterilerinin bir üst basamağında yer alır. Uluşu, **a.g.e.**, s. 44, dn. 103.

⁸⁴ CSD üyesi aracı kurumlar, CSD nezdinde doğrudan hesap açma yetkisi bulunan aracı kurumlardır.

katmanında ise, CSD üyesi olmayan son aracı kurumun altına yerleşen nihai tasarruf sahipleri bulunur⁸⁵.

Aracı kurumların sisteme dâhil edilmesi neticesinde CSD ile tasarruf sahibi arasında oluşan zincir, “çok kademeli/katmanlı sistem (*multi-tiered system*)” olarak adlandırılır. Bu çok katmanlı yapı; risk ve kârlılık konusunda benzer tercihleri olan kişilerin daha hızlı, kolay ve etkin bir biçimde bir araya gelmesini temin eder. Söz konusu yapıda, yatırımcılar sermaye piyasası araçlarına ilişkin haklarını sadece ilişkiye girdiği ilgili aracı kurum nezdinde açılan hesaplarda tutar. Böylelikle, sadece kendisinin bir üst kademesindeki birimle ilişkiye giren her bir halka, sistemin karmaşasından korunmuş olunur. Öte yandan, zincirin bir parçası olmayan ihraççıların da çok sayıda yatırımcı yerine sadece CSD ile ilişkiye girmesi piyasanın güven içinde işlemlerini sağlar⁸⁶.

4. İşlemlerin Elektronik Ortamda (Kayden) Yapılması

Aracılı elde tutma sistemini karakterize eden diğer bir unsur sermaye piyasası araçlarına ilişkin tasarrufların, bilgisayar ortamında tutulan hesaplarda alacaklandırma ve borçlandırma kayıtlarıyla gerçekleştirilmesidir. Buna göre, ister hareketsizleştirilsin isterse de kaydıleştirilsin; sermaye piyasası araçlarına ilişkin devir ve teminat işlemleri, fizikî senetlerin devrine ve/veya ihraççı nezdinde tutulan sicildeki kayıtların değiştirilmesine gerek kalmaksızın elektronik ortamda kayden gerçekleştirilir⁸⁷.

Hesaplar arası virman yoluyla kolayca gerçekleşen ve kaydı takas olarak adlandırılan sistemde, alacaklandırma ve borçlandırma kayıtlarının kim tarafından gerçekleştirileceği; sermaye piyasası araçlarına ilişkin devir veya teminat işlemlerinin taraflarının aracılı elde tutma sistemi zincirinde bulunduğu konuma göre değişkenlik gösterir. Örneğin, CSD üyesi konumunda bulunan aynı aracı kurumun müşterileri arasındaki devir veya teminat işlemleri; aracı kurum nezdinde tutulan hesapta

⁸⁵ Elde tutma zinciri hakkında bilgi için bkz. Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 9; Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 50; Ulsu, **a.g.e.**, s. 45.

⁸⁶ Bkz. Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 52; Bernasconi, **a.g.e.**, s. 12; UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 6; Ulsu, **a.g.e.**, s. 44; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 9.

⁸⁷ Ulsu, **a.g.e.**, s. 46; Eva Micheler, Luke von der Heyde, “Holding, Clearing and Settling Securities Through Blockchain Technology Creating an Efficient System by Empowering Asset Owners”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2786972 (ET. 06.03.2020), s. 2.

devreden veya teminat alan adına yapılan alacaklandırma ve devralan veya teminat veren adına yapılan borçlandırma kayıtlarının elektronik sisteme düşülmesiyle gerçekleştirilir. Bu noktada, aracı kurumun CSD nezdindeki hesabında bir değişiklik yapılması gerekli değildir⁸⁸. İki farklı aracı kurumun müşterileri arasında gerçekleşecek tasarruflarda ise; iki aracı kurumun da alacaklandırma ve borçlandırma kayıtlarını, elde tutma zincirlerinin kesiştiği noktada bulunan birime bildirmesi gerekecektir⁸⁹.

C. Sistemde Sermaye Piyasası Araçları Üzerindeki Hak Sahipliğinin Hukukî Kaynağı

Aracılı elde tutma sisteminde, ilgili aracı kurum nezdinde sermaye piyasası aracı hesabı bulunan yatırımcıların, bu araçlar üzerinde sahip oldukları hakları doğrudan ihraççıdan mı yoksa ilgili aracı kurumdaki iktisap ettiklerine göre iki temel yaklaşım söz konusudur⁹⁰: doğrudan hak sahipliği ve dolaylı hak sahipliği. Hukuk sistemlerinde hangi yaklaşımın benimsendiği bir hukuk politikası tercihi olup ülkemizde doğrudan hak sahipliği prensibi egemendir⁹¹.

1. Doğrudan Hak Sahipliği

Doğrudan hak sahipliği (*direct holding system*) yaklaşımında, yatırımcılar piyasa araçları üzerindeki haklarını doğrudan ihraççıdan iktisap eder. Elde tutma

⁸⁸ Aynı aracı kurumun müşterileri arasında gerçekleştirilen alım-satım yahut teminat işlemlerinde, elde tutma zincirinde söz konusu ilgili aracı kurumun üzerinde yer alan aracı kurumlarda (ilgili aracı kurumun CSD üyesi olması hâlinde ise CSD’de) tutulan hesaplarda bir değişiklik yapılması gerekmemektedir. Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 53.

⁸⁹ Meselâ, iki farklı aracı kurumdaki sadece birinin CSD üyesi olduğu bir durumda; üye kurum, alacaklandırma-borçlandırma kaydını yapması için devir veya teminat talebini CSD’ye bildirir iken; üye olmayan aracı kurum ise zincirde kendinden üstte yer alan CSD üyesi kuruma; bu üye kurum da CSD’ye bildirimde bulunur ve böylece devir veya teminat işlemleri gerçekleştirilmiş olunur.

⁹⁰ UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 5-6; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 10; Thévenoz, **a.g.m.**, s. 407; Ulus, **a.g.e.**, s. 58-59. Doğrudan ve dolaylı sahiplik yaklaşımlarının yatırımcı menfaati bakımından avantajlı unsurlarını kapsayan ve fakat dezavantajlı yönlerini dışlayan üçüncü bir yaklaşım türü olarak “karma hak sahipliği sistemi”nin mevcudiyeti hakkında bkz. Ünal, **a.g.e.**, s. 58 vd. Karma sistemin esasında dolaylı hak sahipliği sisteminin bir uygulaması olduğu yönünde bkz. Sönmez, **a.g.m.**, s. 255, dn. 14.

⁹¹ Almanya, Fransa, İtalya, Japonya ve İsviçre hukuk sistemlerinde doğrudan hak sahipliği yaklaşımının; ABD ve İngiltere hukuk sistemlerinde ise dolaylı hak sahipliği yaklaşımının benimsendiği hakkında bkz. Thévenoz, **a.g.m.**, s. 405-406; Ulus, **a.g.e.**, s. 60 vd.

zincirinde yatırımcı ile ulusal CSD arasına yerleşen “ilgili aracı kurumlar”⁹², sermaye piyasası araçları üzerinde hak sahibi kılınmadan; hukukî ilişki içerisinde bulunduğu yatırımcının sadece vekili sıfatıyla hareket eder⁹³. Bu sebeple, aracın ihraççısı ile yatırımcısı arasındaki ilişki hiçbir zaman kopmaz. İkincil piyasada her kim o araç üzerinde hak sahibi kılınırsa, edindiği hakları hem ilgili aracı kuruma hem de ihraççıya karşı ileri sürebilir. Zira ikisinin de tuttuğu kayıtlarda gerçek hak sahibi ismen yer alır⁹⁴.

Nihaî yatırımcının, piyasa aracı üzerindeki haklarını doğrudan ihraççıdan iktisap etmesi, esasında geleneksel elde tutma sisteminin bir özelliğidir. Bu nedenle, doğrudan hak sahipliği yaklaşımını benimseyen sistemlerin ilk bakışta geleneksel elde tutma sistemi olarak nitelendirilmesi yanılışına düşülebilir. Ancak, doğrudan hak sahipliği yaklaşımı aracılı elde tutma sistemiyle de uyumludur. Elde tutma sisteminde doğrudan hak sahipliği yaklaşımının benimsenmesi, onun aracılı elde tutma sistemi olarak nitelendirilmesine engel teşkil etmez⁹⁵. Yukarıda da açıklandığı üzere, aracılı elde tutma sistemini karakterize eden temel unsur, hak sahipliğinin kimden iktisap edildiği değil; devir veya teminat işlemlerinin, elektronik ortamda alacaklandırma-borçlandırma işlemleriyle kayden gerçekleştirilerek fizikî takas işlemlerinin bertaraf edilmesidir.

⁹² Aracı kurumların da yatırımcı kimliğine bürünebilmeleri mümkündür. Yani onlar da sermaye piyasasından bir araç edinebilir, satabilir veya onu teminat alıp verebilir. Bu durumlarda, “yatırımcı aracı kurum”un sermaye piyasası aracı üzerinde hak sahibi kılındığı konusunda kuşku yoktur. Doğrudan hak sahipliği bakımından, hak sahibi kılınmayan sadece “ilgili aracı kurum”dur. Örneğin; elde tutma zincirinde CSD üyesi olmayan “X” aracı kurumunun bir basamak altında yer alan “Y” aracı kurumunun yatırımcı kimliğiyle hareket ettiği hâllerde, “X”, “Y”nin ilgili aracı kurumu ve temsilcisi sıfatıyla hareket eder. Bu nedenle “Y”nin hak sahibi olduğu araçlar üzerinde onun bir hak sahipliği bulunmaz. Ancak, “Y” aracı kurumu vasıtasıyla piyasada işlem yapan “A” kişisi bakımından, ilgili aracı kurum “Y”dir ve bu işlemler açısından “Y”nin bir hak sahipliği söz konusu değildir.

⁹³ İlgili aracı kurumlar, müşterilerine ait piyasa araçlarının sadece hâkimiyetini elinde bulundurur. Bkz. IOSCO, **a.g.e.**, s. 7; Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 51; Thévenoz, **a.g.m.**, s. 405; Garcimartin, **a.g.e.**, s. 3; Kouretas, Tarnanidou, **a.g.m.**, s. 2-3; Uluşu, **a.g.e.**, s. 61.

⁹⁴ Guynn, **a.g.e.**, s. 17; Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 52; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 10; Thévenoz, **a.g.m.**, s. 404-405; Ünal, **a.g.e.**, s. 49; Uluşu, **a.g.e.**, s. 61-62.

⁹⁵ Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 34; UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s.5, dn. 42; Thévenoz, **a.g.m.**, 410; Uluşu, **a.g.e.**, s. 62. Ayrıca karş. Ünal, **a.g.e.**, s. 54.

2. Dolaylı Hak Sahipliği

Dolaylı hak sahipliği sisteminde (*indirect holding system*), elde tutma zincirinde nihaî yatırımcı ile ulusal CSD arasında yerini alan aracı kurumlar, elektronik ortamda finansal varlık hesapları vasıtasıyla elde tuttıkları sermaye piyasası araçları üzerinde hak sahibi kılınır⁹⁶. Yatırımcıların ilgili aracı kurumdan edindiği haklar, ihraççıdan değil; söz konusu aracı kurumdan iktisap edilir. Başka bir deyişle, yatırımcı ile ihraççı arasında herhangi bir hukukî ilişki kurulmaksızın; sermaye piyasası araçları üzerindeki hak ilgili aracı kurumdan iktisap edilir. İhraççı tarafından tutulan kayıtlar da gerçek hak sahipliğini yansıtmaz⁹⁷. Bu nedenledir ki, yatırımcılar sahip oldukları hakları, sermaye piyasası aracının ihraççısına karşı değil; sadece ilişki hâlinde bulundukları (elde tutma zincirinde kendisinden bir basamak yukarıda bulunan, ilgili) aracı kuruma karşı ileri sürebilir⁹⁸.

SerPK m. 13/II hükmü⁹⁹ uyarınca, Türk aracılı elde tutma sisteminde, kaydı sermaye piyasası araçlarının nama veya hamiline yazılı olduklarına bakılmaksızın, yatırımcı adına açılmış hesaplarda izleneceği belirtilmiştir. Bu bakımdan ülkemizde kural olarak doğrudan hak sahipliği esası kabul edilmiştir. Ancak, söz konusu hükmün ikinci cümlesinde, Kurul'a; sermaye piyasası araçlarının hak sahipleri adına hesap açılmaksızın toplu hâlde tutulmasına izin verme yetkisi tanınmıştır. Kurul'un yetkisini kullanması hâlinde, belirlenen sermaye piyasası aracı türleri ve ihraççı/MKK üyesi

⁹⁶ İlgili aracı kurumun hak sahibi kılınmasıyla birlikte ihraççı ile nihaî yatırımcı arasındaki ilişki tamamen kopmaktadır. UNIDROIT Study Group, **a.g.e.**, s. 5, dn. 42; Steven L. Schwarcz, "Intermediary Risk in a Global Economy", **Duke Law Journal**, Vol. 50, 2001, ss. 1541-1607, s. 1547; Thévenoz, **a.g.m.**, s. 408; Ulusu, **a.g.e.**, s. 60; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 10. Karş. Ünal, **a.g.e.**, s. 52.

⁹⁷ Dolaylı hak sahipliğinin egemen olduğu elde tutma zincirlerinde, ihraççı şirket siciline hak sahibi olarak sadece ulusal CSD görünür. Gerçek hak sahipliğini gösteren kayıtlar sadece ilgili aracı kurum nezdinde tutulur. Bu sebeple, ikincil piyasada gerçekleşen hak sahibi değişiklikleri ihraççı tarafından takip edilemez. Guynn, **a.g.e.**, s. 17; Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 52; Bernasconi, **a.g.e.**, s. 14; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 10; Thévenoz, **a.g.m.**, s. 408; Ünal, **a.g.e.**, s. 52; Ulusu, **a.g.e.**, s. 60.

⁹⁸ Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 19; Thévenoz, **a.g.m.**, s. 408; Goode, Kanda, Kreuzer, **a.g.e.**, s. 10.

⁹⁹ SerPK m. 13/II: "Kaydi sermaye piyasası araçları, nama veya hamiline yazılı olmalarına bakılmaksızın isme açılmış hesaplarda izlenir. Kurul, sermaye piyasası aracının türüne ve ihraççısının veya MKK üyesinin niteliğine göre sermaye piyasası araçlarının hak sahibi ismine hesap açılmaksızın hesapların toplu olarak tutulmasına karar verebilir."

nitelikleri çerçevesinde ülkemizde de dolaylı hak sahipliği yaklaşımı geçerli olacaktır¹⁰⁰.

III. KAYDÎ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI ÜZERİNDE HAK SAHİPLİĞİ

A. Kaydileştirme Sürecinin Tarihsel Gelişimi

Türk sermaye piyasalarında, 1991 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Anonim Şirketi (İMKB) kurulmuş¹⁰¹ ve 28.07.1995 tarihinde¹⁰² İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi (Takasbank)¹⁰³ ismini alan bu kuruluşa ülkenin tek yetkili merkezî saklama kuruluğu olarak takas ve saklama hizmetlerini yürütme yetkisi tanınmıştır¹⁰⁴. Ardından 1996 yılında yayınlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliği¹⁰⁵ ile hareketsizleştirme yöntemi benimsenmiş ve ülkemizde geleneksel elde tutma sistemi terk edilerek aracılı elde tutma sistemine geçilmiştir. Böylece ihraççı ile yatırımcı arasına kademeli bir biçimde aracı kurumlar yerleştirilmiş ve elektronik takasın hukukî temelleri atılmıştır¹⁰⁶.

Hareketsizleştirme döneminde açık tevdi usûlünde toplu hâlde saklanan ve idare edilen senetlere ilişkin tasarruf işlemleri kayden gerçekleştirilir¹⁰⁷. Ancak fizikî

¹⁰⁰ Kurula tanınan yetki; şeffaf olmayan merkezî saklama ve dolaylı hak sahipliği sistemini benimsemiş gelişmiş yabancı sermaye piyasalarının Türk sermaye piyasaları ile entegrasyonuna ve dolayısıyla milletlerarası sermaye piyasası aracı ticareti hacminin genişlemesine imkân vermesi açısından önem taşır. Bkz. Uluşu, **a.g.e.**, s. 95-96.

¹⁰¹ Tanör, **a.g.e.**, s. 342 vd.

¹⁰² 23.03.1995 tarihli ve 22236 sayılı resmî gazetede yer alan 26.01.1995 tarihli ve 95/6551 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı.

¹⁰³ SerPK m. 138 hükmü uyarınca İMKB, yerini “Borsa İstanbul A.Ş. (BİAŞ)”ye bırakmış ve buna paralel olarak 11.04.2013 tarihinde “İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.”nin unvanı “İstanbul Takas ve Saklama Bankası (Takasbank) olarak değiştirilmiştir. <https://www.Takasbank.com.tr/tr/hakkimizda/tanitim/tarihce> (ET. 21.03.2019).

¹⁰⁴ Bkz. 15.12.1994 tarihli ve 81 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Kararı; Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği, Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: V, No: 19, m. 50.

¹⁰⁵ RG. T. 19.02.1996, S. 22559.

¹⁰⁶ Turanboy, **a.g.e.**, s. 103; Ünal, **a.g.e.**, s. 137; Uluşu, **a.g.e.**, s. 86.

¹⁰⁷ Hareketsizleştirme dönemine girilmesiyle birlikte, piyasa araçları sırasıyla “kapalı tevdi” ve “açık tevdi” usûllerine göre saklanmaya başlanmıştır. Kapalı tevdi, piyasa aracının cisimleştiği senetler kapalı bir zarfa konularak saklamacı kuruluşa teslim edilir. Saklamacı kuruluşun kapalı zarfın içeriği hakkında bir bilgisi olmadığından, senetlere ilişkin bir idaresi de yoktur. Bu usûlde, saklamacı kuruluş talep edilmesi hâlinde senetleri saklatana aynen iade etmekle yükümlüdür. Açık

senet basımının ekonomi ve zaman açısından gün geçtikçe üstesinden gelinemeyecek maliyetlere erişmesi, ülkemizde kaydileştirme dönemine geçişin kapısını aralamıştır. Nitekim, 4487 sayılı kanun¹⁰⁸ m. 1 hükmü ile eSerPK'ya "sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi" başlıklı m. 10/A hükmü¹⁰⁹ eklenerek, ülkemizde 1999 yılında kaydileştirme dönemine kanunen girilmiştir¹¹⁰. Söz konusu hükmün yürürlüğe girmesi ise, 2001 yılında Merkezî Kayıt Kuruluşu A.Ş.'nin (MKK) kuruluşuyla¹¹¹ mümkün

tevdide ise, saklamacı kuruluş kendisine teslim edilen senetler hakkında bilgi sahibi olup, aynı zamanda saklatanın talimatları doğrultusunda idare etme (malvarlıksal ve yönetsel hakları kullanma) yetkisine sahiptir. Bu usûlde de fizikî kâğıt masrafının baş edilemeyecek düzeye ulaşması neticesinde, açık tevdimin bir türü olarak toplu saklama ve idare sistemine geçilmiştir. Toplu saklama ve idare sisteminde, aynı türden piyasa araçları misli niteliğe sahip olmaları sayesinde bir bütün hâlinde saklanıp idare edilir. Senedin, saklatan tarafından iadesi talep edildiğinde ise, saklamacı kuruluş seri numarası farklı ve fakat türdeş bir senedi iade ederek (misilen iade) borcunu ifa edebilir. Ancak toplu saklama ve idare usûlünde de fizikî formdaki senetlerin saklanacağı yer sorunu çözülemeyince çare "toplu senet" kavramında aranmıştır. Buna göre ihraççı tek tek senet çıkarmak yerine, binlerce sermaye piyasası aracını bünyesinde ihtiva eden tek bir senet çıkarır. Toplu senet adı verilen bu şey üzerinde, hak sahiplerinin müşterek mülkiyet hakkı söz konusudur. Kıymetli evrakın saklanması ilişkin detaylı bilgi için bkz. Ünal Tekinalp, "Evraksız Kıymetli Evrak veya Kıymet Hakkına Doğru", **BATİDER**, C. XIV, S. 3, ss. 1-16 (Kısaltılmışı: Tekinalp, **Evraksız**), s. 3 vd.; Turanboy, **a.g.e.**, s. 5 vd.; Paslı, **a.g.m.**, s. 1554-1555; Ünal, **a.g.e.**, s. 69 vd.

¹⁰⁸ RG. T. 18.12.1999, S. 23910.

¹⁰⁹ eSerPK m. 10/A: "Sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin haklar; özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kayden izlenir. Bu Kuruluş, Kurulun gözetim ve denetimi altındadır. Merkezi Kayıt Kuruluşunun kuruluş, faaliyet, çalışma ve denetim esasları Bakanlar Kurulunca çıkarılacak bir yönetmelikte belirlenir.

Kayıtlar, Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından, bilgisayar ortamında, ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibarıyla tutulur. Kayıt edilen haklar bu Kanunun 7 nci maddesi uyarınca senede bağlanmaz. Sermaye piyasası araçlarının nama veya hamiline yazılı hesaplarda kayıt esasları ile kayıtların nasıl tutulacağı ve kayıtların tutulmasında yapılacak işlemlere ilişkin usûl ve esaslar Kurulca bir tebliğ ile belirlenir.

Kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, Merkezi Kayıt Kuruluşuna yapılan bildirim tarihi esas alınır.

Kurul bu madde kapsamında kaydı tutulacak hakları, bu hakların bağlı olduğu sermaye piyasası araçlarını, türleri ve ihraççıları itibarıyla belirleyebilir.

Kayden izlenen sermaye piyasası araçlarına ilişkin tedbir, haciz ve benzeri her türlü idari ve adli talep münhasıran Merkezi Kayıt Kuruluşunun üyeleri tarafından yerine getirilir. İlgili kanunlar uyarınca elektronik ortamda tebligatı yapılan alacakların takip ve tahsiline ilişkin hükümler saklıdır."

¹¹⁰ Esasında kaydileştirme sürecinin kanunî ilk dayanağı, Sermaye Piyasası Kurulu'na sermaye piyasası araçlarını kaydî değer hâline getirme yetkisinin tanındığı 558 sayılı KHK ile eSerPK'ya eklenen m. 22 (n) bendi hükmüdür. Ancak 558 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair KHK'nın (RG. 27.06.1995, T. 22326) AYM. tarafından iptal edilmesi üzerine, kaydileştirme süreci yasal dayanağından yoksun kalmıştır. Bkz. Manavgat, **Kaydî Sistem**, s. 160. Günümüzde ise, kaydileştirmenin yasal dayanağı, eSerPK m. 10/A hükmünün bir görünümü niteliğindeki SerPK m. 13 hükmüdür.

¹¹¹ Bkz. Merkezî Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik, RG. T. 21.06.2001, S. 24439.

olmuştur¹¹². 2002 yılında Kurul tarafından çıkarılan Kaydileştirme Tebliği (Seri: IV No: 28)¹¹³ ile sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin usûl ve esaslar belirlenmiş; 2005 yılında yatırım fonları katılma belgeleri ile kaydileştirme çalışmaları başlatılmış¹¹⁴; 2013 yılına gelindiğinde ise BİAŞ.'ta işlem gören şirketlerin pay senetleri, devlet içi borçlanma senetleri ve özel sektör tahvilleri de dâhil olmak üzere pek çok sermaye piyasası aracı¹¹⁵ kaydileştirilmiş¹¹⁶ ve böylece kaydî değerler senet unsurundan tamamen bertaraf edilmiştir.

Sonuç olarak, günümüz Türk aracılı elde tutma sisteminde sermaye piyasası araçlarına ilişkin ikili bir yapı söz konusudur¹¹⁷. Buna göre, hâlen kaydileştirilmemiş sermaye piyasası araçları bakımından hareketsizleştirme yöntemi uygulanmakta; merkezî saklama ve merkezî takas hizmetleri Takasbank tarafından yürütülmektedir. Kaydileştirilmiş sermaye piyasası araçları bakımından ise, merkezî saklama hizmeti MKK¹¹⁸; merkezî takas işlemleri ise Takasbank¹¹⁹ tarafından yürütülmektedir.

¹¹² Zira 4487 sayılı kanun m. 30 hükmünde, eSerPK m. 10/A hükmünün MKK'nın kuruluşuyla yürürlüğe gireceği belirtilmiştir.

¹¹³ Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulması ve Esasları Hakkında Tebliğ, Sermaye Piyasası Kurulu Seri: IV No: 28, RG. T. 22.12.2002, S. 24971.

¹¹⁴ Yıldız Destanoğlu, **a.g.e.**, s. 78 vd.; MKK Yatırımcı Bilgilendirme Hizmetleri Tanıtım Kitapçığı, s. 4.

¹¹⁵ Kaydileştirilen ve MKK tarafından kayden izlenen sermaye piyasası araçları şu şekilde sıralanabilir: “BİAŞ'ta işlem gören şirketlerin pay senetleri”, “devlet iç borçlanma senetleri”, “geçici makbuzlar”, “rüçhan hakları”, “menkul kıymet yatırım fonları”, “borsa yatırım fonları”, “özel sektör tahvilleri”, “bonolar”, “alım hakkı veren yatırım kuruluşu varantları”, “satım hakkı veren yatırım kuruluşu varantları”, “varlığa dayalı menkul kıymetler”, “varlık teminatlı menkul kıymetler”, “sertifikalar”, “hazine kira sertifikaları”, “özel sektör kira sertifikaları”, “yapılandırılmış borçlanma araçları” “gayrimenkul sertifikaları”. Bkz. <https://www.mkk.com.tr/tr/content/Uye-Hizmetleri/Merkezi-Saklama> (ET. 30.03.2019). SerPK m. 3/I-o hükmünde sayma yoluyla belirtilen menkul kıymetlerin tamamının kaydileştirilmesi sebebiyle, Türk sermaye piyasalarında kaydileştirme yönteminin baskın olduğu söylenebilir. Türk sermaye piyasalarında kaydileştirme sürecinin tarihsel gelişimi hakkında detaylı bilgi için bkz. Ünal, **a.g.e.**, s. 134 vd.; Uluşu, **a.g.e.**, s. 85 vd.

¹¹⁶ Ünal'a göre, her sermaye piyasası aracı kaydileştirilme yeteneğine sahip değildir. Yazara göre bir sermaye piyasası aracının kaydileştirilebilmesi için “nitelik” ve “hukukî dayanak” olmak üzere iki şart aranır. Nitelikten kasıt sermaye piyasası aracının misli niteliğinin ve tedavül yeteneğinin mevcudiyetidir. Hukukî dayanak ise kanunda veya ikincil düzenlemede kaydileştirmeye dair hüküm bulunmasıdır. Bkz. Ünal, **a.g.e.**, s. 201 vd.

¹¹⁷ Uluşu, **a.g.e.**, s. 91-92.

¹¹⁸ SerPK m. 80/III son cümle: “Kaydileştirilen sermaye piyasası araçlarının merkezî saklama kuruluşu MKK'dır.”

¹¹⁹ Merkezî Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik, RG. 30.05.2013, S. 28662; İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezî Takas

Belirtilmelidir ki, ister hareketsiz ister kaydî olsun, sermaye piyasası araçlarının tümüne ilişkin işlemler bilgisayar ortamında açılan hesaplarda alacaklandırma-borçlandırma kayıtlarıyla gerçekleştirilmektedir.

SerPK m. 13/IV hükmü uyarınca, “*Kaydileştirilmesine karar verilen sermaye piyasası araçlarının Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde teslimi zorunludur. Teslim edilen sermaye piyasası araçları kendiliğinden hükümsüz hâle gelir. Teslim edilmeyen sermaye piyasası araçları ise kaydileştirilme kararından sonra borsada işlem göremez, aracı kurumlarca bu sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık edilemez.*” Kaydileştirme Tebliği (II-13.1)¹²⁰ m. 15/I hükmünde de kaydileştirilen sermaye piyasası araçlarının tecessüm ettiği senetlerin teslim zorunluluğu ve hükümsüzlüğü açıkça tekrar edilmiştir. Böylece, Türk aracılı elde tutma sisteminde “tam kaydileştirme” modeli kabul edilmiş, “kısmî kaydileştirme” modelinden farklı olarak; yeni fizikî forma sahip senetlerin basımı, kaydileştirilmiş sermaye piyasası araçlarının fizikî formdaki senetlerinin kullanımı ve muhafazası ile kaydî forma bürünmüş araçların talep hâlinde yeniden fizikî forma dönüştürülmesi yasaklanmıştır¹²¹.

B. Merkezî Kayıt Sistemi

Merkezî kayıt sisteminde, sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerin MKK üyeleri¹²² tarafından gerçekleştirilmesi esastır. Bu sebeple, MKK üyesi dışındaki

Yönetmeliği (Kısaltılmışı: Merkezî Takas Yönetmeliği) RG. T. 18.07.2013, S. 28711; İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezî Karşı Taraf Yönetmeliği, RG. 14.08.2013, S. 28735.

¹²⁰ Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usûl ve Esasları Hakkında Tebliğ (II-13.1) ‘de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Sermaye Piyasası Kurulu Seri: II, No: 13.1, RG. T. 07.08.2014, S. 29081.

¹²¹ Tam kaydî modele geçiş, eSerPK geçici m. 6 hükmü uyarınca üç aşamalı bir sürecin izlenmesiyle gerçekleştirilmiştir. 21.09.2001 ile 28.11.2005 tarihlerini kapsayan birinci dönemde, yeni fizikî sermaye piyasası araçlarının ihracı mümkün kılınmıştır. 28.11.2005 ile 31.12.2007 tarihleri arasında kapsayan ikinci dönemde ise yeni fizikî sermaye piyasası araçlarının ihracı yasaklanmış fakat mevcut fizikî forma sahip araçların muhafaza edilmesi öngörülmüştür. 31.12.2007 tarihinden sonrasını ifade eden üçüncü dönemde ise mevcut fizikî senetlerin de imha edilmesi kabul edilmiş ve nihayet tam kaydileştirme modeli benimsenmiştir. Manavgat, **Kaydî Sistem**, s. 169-170; Ünal, **a.g.e.**, s. 151 vd.; Uluşu, **a.g.e.**, s. 89, dn. 94.

¹²² Yatırımcıların MKK nezdinde doğrudan hesap açmaları mümkün değildir. MKK nezdinde hesap açma yetkisi sadece MKK üyelerine aittir. Kaydileştirme Tebliği m. 4/I-I bendi uyarınca MKK üyeleri “TCMB, ihraççılar, yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları ile Kurul tarafından belirlenen diğer kuruluşları” ifade eder. Tebliğin m. 4/I-m bendi uyarınca yatırım kuruluşları ise

bireysel veya kurumsal yatırımcıların doğrudan kendi adlarına hesap açma yetkisi yoktur. Yatırımcı hesapları, MKK üyeleri tarafından MKK nezdinde ve fakat yatırımcı ismine¹²³ açılır. MKK elektronik sisteminde tutulan hesaplarda yapılacak değişiklik veya işlemler, ancak hesap sahibinin talimatı üzerine üyeler tarafından gerçekleştirilebilir¹²⁴.

Üyeler tarafından yatırımcı hesabı açılabilmesi için; öncelikle üye altında hesap tanımlanır, tanımlanan hesaba ilişkin kimlik bilgileri iletilir ve nihayetinde her bir yatırımcı için ayrı bir “yatırımcı sicil numarası” üretilir¹²⁵. Bu sebeple sermaye piyasası araçlarına ilişkin hak sahipliği değişimleri, başta MKK olmak üzere, elde tutma zincirinin her bir halkasında doğru bir şekilde takip edilebildiğinden, ülkemizde “şeffaf merkezî saklama” yöntemi egemendir. Şeffaf model, yatırımcı malvarlığı ile yatırım kuruluşu malvarlığı arasına bir set çekerek yatırımcılara tam bir koruma sağlar. Bu sayede yatırım kuruluşunun iflâs etmesi veya onun malvarlığının haczedilmesi hâllerinde, alacaklıların; gerçek hak sahibi konumundaki yatırımcıların malvarlığına el uzatması önlenmiş olunur¹²⁶.

C. Merkezî Kayıt İşleminin Hukukî Niteliği/Etkisi

Kaydî sermaye piyasası araçlarının devredilmesine veya teminat verilmesine ilişkin gerçekleştirilen merkezî kayıt işleminin hukukî niteliğinin belirlenmesi; gerçek hak sahipliğinin tespiti, piyasadaki işlem güvenliğinin sağlanması ve dolayısıyla yatırımcı menfaatinin korunması açılarından önem taşır. Bu bağlamda aracılı elde tutma sisteminde kaydî değerlerin işleyişine yönelik tutulan alacaklandırma-

“Aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları” ifade eder.

¹²³ Hesapların yatırımcı ismine açılması ve MKK tarafından hak sahibi bazında izlenmesinin istisnası, SerPK m. 13/II ve Kaydileştirme Tebliği m. 6/II hükümlerinde düzenlenmiştir. Böylece dolaylı hak sahipliği yaklaşımı çerçevesinde hesap bilgilerinin gizli kalmasını tercih eden yabancı yatırımcıların Türk sermaye piyasalarını tercih etmelerinin önündeki engel kaldırılmıştır. Uluşu, **a.g.e.**, s. 95.

¹²⁴ Oğuz Kürşat Ünal, “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi”, **GÜHFD**, C. 5, S.1-2, ss. 1-19, s. 10.

¹²⁵ Bkz. <https://www.mkk.com.tr/tr/content/Uye-Hizmetleri/Hesap-Islemleri>, SerPK m. 13 ve Kaydileştirme Tebliği m. 5.

¹²⁶ Manavgat, **Merkezî Saklama**, s. 140-141; Uluşu, **a.g.e.**, s. 94-95.

borçlandırma kayıtlarının hakkın doğumu ve devri açısından kurucu mu yoksa açıklayıcı mı olduğunun tespit edilmesi gerekir.

Kurucu niteliği haiz bir merkezî kayıt işleminde, kaydî sermaye piyasası araçları üzerindeki haklar sadece MKK nezdinde gerçekleştirilen kayıt ile doğabilir, devredilebilir veya sona erdirilebilir. Tapu siciline benzer şekilde alenî kurucu kayıt sistemlerinde, merkezî kayıtlara güvenerek hak iktisap eden üçüncü kişilerin iyiniyeti koruma altına altındadır. Ancak merkezî kayıt işleminin kurucu niteliğe sahip olabilmesi ve aleniyet işlevini yerine getirebilmesi bu yönde yapılan kanunî düzenlemelerin varlığına bağlıdır¹²⁷.

Açıklayıcı niteliği haiz merkezî kayıt sistemlerinde ise, kaydî sermaye piyasası araçları üzerindeki haklar, MKK nezdinde tutulan kayıtlardan bağımsız olarak doğabilir, devredilebilir veya sona erdirilebilir. Bu sistemde, merkezî kayıtlar aleniyet işlevine sahip olmadığından, MKK kayıtlarına güvenerek iyiniyetle hak iktisap etmek de mümkün değildir¹²⁸.

¹²⁷ Tekinalp, **Evraksız**, s. 11; Ünal Tekinalp, “Nama Yazılı Kaydî Payların Devrinde Merkezî Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği”, **Prof. Dr. Tahir Çağa’nın Anısına Armağan**, İstanbul 2000, ss. 537-543 (Kısaltılmışı: Tekinalp, **Nama Yazılı**), s. 542; Manavgat, **Kaydî Sistem**, s. 181-182; Ünal, **a.g.e.**, s. 357; Ulusu, **a.g.e.**, s. 97-98.

¹²⁸ İsviçre hukukunda, kaydî değer üzerinde tasarrufta bulunma yetkisi hesap sahibine aittir. BEG Art. 24 uyarınca kaydî değer teminat alanın hesabına aktararak tesis edilen (olağan) rehin haklarında; teminat alan ancak teminat verenin sözleşmeyle kendisine tanıdığı ölçüde kaydî değeri tasarruf işlemlerine konu edinebilir. Teminat alan yetkisini aşan bir tasarrufta bulunursa, işlem kural olarak hüküm ifade etmez. Ancak, tasarruf yetkisine sahip olmayan teminat alandan hak sahipliği edinen üçüncü kişi iyiniyetli ise; onun edinimi BEG Art. 29 uyarınca korunur. Bu anlamda BEG Art. 29; eşya hukukunda iyiniyetli hak ikisaplarını koruma altına alan ZGB Art. 933 ve 973 (TMK m. 988 ve 1023) ile uyumludur. Hans Kuhn, **Schweizerisches Kreditsicherungsrecht**, Stämpfli Verlag AG, Bern 2011, § 26 N. 81 ff. Ancak Türk hukukunda, BEG Art. 29’da olduğu gibi merkezî kayıt sistemindeki hesaba güvenerek kaydî değerler üzerinde iyiniyetle hak iktisabını koruyan açık bir kanunî düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla senede bağlanmamış hakların hukukî rejimine tâbi kaydî değerlerde; tasarruf yetkisi eksikliği üçüncü kişinin iyiniyetiyle bertaraf edilemez. Taşınır eşya ve kıymetli evrakta olduğundan farklı olarak (TMK m. 939/II ve 988), senede bağlanmamış alacakların üzerindeki hakların kazanılmasında iyiniyetin korunmadığı hakkında bkz. ZK-ZGB-Oftringer/Bär, Art. 900, N. 103; Dieter Zobl, **Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Band IV: Das Sachenrecht, 2. Abteilung: Die beschränkten dinglichen Rechte, 5. Teilband: Das Fahrnispfand, 2. Unterteilband: Art. 888-906 ZGB (mit kurzem Überblick über das Versatzpfand Art. 907-915 ZGB)**, 2. Auflage, Bern, 1996 (Kısaltılmışı: BK-ZGB-Zobl), Art. 900, N. 41-42; BSK-ZGB-Bauer, Art. 900, N. 8. Karş. Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1368. Ayrıca bkz. Manavgat, **Kaydî Sistem**, s. 165; Asuman Turanboy, “2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydî Değer Düzenlemesi”, **AÜHFD**, C. LXVIII, S. 1-4, ss. 39-55 (Kısaltılmışı: Turanboy, **Kaydî Değer**), s. 50; Ünal, **a.g.e.**, s. 355-356.

Türk sermaye piyasası mevzuatında merkezî kayıt işleminin kurucu etkiye sahip olduğuna dair bir hüküm bulunmadığından Türk aracılı elde tutma sisteminde açıklayıcı kayıt sistemi benimsenmiştir¹²⁹. Bu sebeple, merkezî kayıt sistemi haricinde yapılan tasarruf işlemleri de kaydı değer üzerinde geçerli bir biçimde hak sahipliğini doğurur¹³⁰. MKK'ya yapılacak bildirim ya da borsada gerçekleştirilen işlem neticesinde yapılacak merkezî kayıt işlemi -kural olarak- hakkın kuruluşuna etki etmemekte; sadece kurulmuş bir hakkı açıklamaktadır. Ancak, aynı kaydı değer üzerinde hem merkezî kayıt sistemi dâhilinde hem de haricinde hak tesis edilmeye devam edilebilmesi; bir yandan bu haklar arasında bir öncelik-sonralık ilişkisinin tespit edilmesi ihtiyacını doğurmuş diğer yandan da merkezî kayıt sistemindeki kayıtların güvenilirliğini tehlikeye düşürmüştür¹³¹. Bu sebeple, kaydı değerler üzerinde merkezî kayıt sistemi haricinde tesis edilen gerçek hak sahipliklerinin MKK'ya yansıtılmasını sağlamak ve açıklayıcı sistemin doğurabileceği sakıncaları gidermek üzere SerPK m. 13/V hükmü kabul edilmiştir: “*Kayden izlenen sermaye*

¹²⁹ Tekinalp, **Nama Yazılı**, s. 542; Manavgat, **Kaydı Sistem**, s. 181; Yıldız Destanoğlu, **a.g.e.**, s. 88; Ünal, **a.g.e.**, s. 357; Ulusu, **a.g.e.**, s. 97; Faruk Acar, **Rehin Hukuku Dersleri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015, N. 383; Mehmet Serkan Ergüne, “Anonim Şirket Payı Üzerinde Rehin Hakkı Kurulması”, **İÜHFİM**, C. LXXIV, S. 2, ss. 739-755, s.746; Sönmez, **a.g.e.**, s. 305; Halûk Nami Nomer, Mehmet Serkan Ergüne, **Eşya Hukuku**, Gözden Geçirilmiş 7. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, N. 1355; Merve Çağlak, **Sermaye Piyasası Araçlarının Haczi**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2019, s. 84; Mehmet Serkan Ergüne, **Hukukumuzda Taşınır Rehininin Özellikle Teslime Bağlı Taşınır Rehininin Kuruluşu**, Genişletilmiş ve Güncellenmiş 2. Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2020, N. 59. SerPK m. 13/V hükmünün (eSerPK dönemindeki karşılığı olan m. 10/A hükmünün) kurucu kayıt sisteminin kanunî dayanağını teşkil ettiği ve dolayısıyla aleniyet işlevinin bir neticesi olarak merkezî kayıtlara iyiniyetle güvenerek kazanılan hakların korunması gerektiği hakkında bkz Turanboy, **Kaydı Değer**, s. 50-51.

¹³⁰ Aynı yönde bkz. 11. HD., E. 2005/12033, K. 2007/3194, T. 20.02.2007; “*Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanun çerçevesinde çıkarılan SPK Tebliğlerinde tarafların hisse senedi alım-satımları, rehnedilmeleri, kredi hesabı açılması gibi işlemlerin düzenlendiği, bankaların kredi karşılığında menkul kıymetleri kredinin teminatı olarak kabul edebileceği, müşterilerin gerek aracı kurumlardan ve gerekse doğrudan bankalardan kredi kullanmaları halinde hisse senetlerinin rehinli olarak gösterilmesinin taraflarca kararlaştırılabileceği, alınan krediye karşı rehinli hisse senetleri Takasbank'ta teminat hesabında saklanır ise de, serbest hesapta saklanması halinde de rehin hakkını engellemediği, rehin hakkının taraflar arasında sözleşme ile kurulduğu, borsada işlem gören hisse senetlerinin rehin edilmesi, alım-satım işlemleri kayden yapılmakta olup, müşteri hesabına geçirildiği, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15.12.1999 tarihinde değişen 10/A maddesi gereğince hisse senetlerinin kâğıt olarak çıkarılması ve ihracının kaldırılarak, kaydi işlem görmesi hükmünün getirildiği, buna göre aracı kurumların müşterilerine kredi kullandırmaları halinde müşterilerinin bankalardan kredi kullanarak hisse senedi alım-satımını yapmalarında rehin, teminat gibi hakların kaydi olarak kurulduğu ve fiziki olarak tesliminin söz konusu olmadığı...*” (www.lexpera.com.tr)

¹³¹ Manavgat, **Kaydı Sistem**, s. 182; Ünal, **a.g.e.**, s. 360.

piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, MKK'ya yapılan bildirim tarihi esas alınır". Hükümden de anlaşılacağı üzere merkezî kayıt işleminin yalnızca açıklayıcı nitelikte olmasının uygulamada yaratacağı sorunlar dikkate alınarak, borsa dışında gerçekleştirilen tasarruflar bakımından merkezî kayıt işlemi dışında ayrıca bir MKK'ya bildirim prosedürü öngörülmüştür. Borsada yapılan işlemlerde ise süreç MKK'nın da dâhil olduğu entegre bir sistemde yürütüldüğünden; merkezî kayıt işlemi dışında ayrıca SerPK m. 13/V hükmü uyarınca bir bildirim yapılması anlamlı değildir.

D. MKK'ya Bildirim ve Hukukî Sonuçları

1. Genel Olarak

MKK'ya bildirim, merkezî kayıt işleminin yapılmasına yönelik bir *talep* niteliği taşır. SerPK ve sair ikincil mevzuatta bildirimin yapılmasına ilişkin bir mecburiyet söz konusu değildir. Kaydî sermaye piyasası aracını haricen devir veya teminat alan yahut araç üzerinde intifa hakkı kazanan kimseler, MKK'ya bildirimde bulunmak hususunda özgür bırakılmıştır. Ancak MKK nezdinde tutulan kayıtlarda bir değişiklik yapılabilmesi, sermaye piyasası aracının hâlihazırda kayden izlendiği mevcut hesabı tutan MKK üyesi aracı kuruluş vasıtasıyla gerçekleştirilecek bildirim ile mümkündür [Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 17/IV ve 22/I]. Kaydî değer MKK kayıtlarına yansımayacak şekilde bir veya birden fazla kez tasarruf işlemine konu edildiği hâllerde merkezî kayıt sisteminin gerçek hak sahipliğini yansıtmayacağı ortadadır. Bu noktada belirtelim ki, birden fazla haricî işlemin gerçekleştirildiği durumlarda kaydî değer izlendiği hesabı tutan üye aracı kuruluş vasıtasıyla bir bildirimin yapılabilmesi için tasarruf zincirinin her bir halkasına ilişkin sözleşmenin bu aracı kuruluşa ibrazı gerekir. Hesap sahibi ile sözleşmesel ilişki hâlinde bulunan aracı kuruluş; ancak hesap sahibinin talimatlarına uygun olarak MKK kayıtlarında bir değişiklik yapabilir [Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 5/I]. Dolayısıyla uygulamada, aracı kuruluşun hesap sahibinin talimatı olmadan MKK'ya bildirimde bulunmadığı görülmektedir. Hesap sahibinin aracı kuruluşa talimat vermekten kaçındığı hâllerde; tasarruf zincirinin sonunda yer alan ve lehine bildirimde bulunulacak kişi tarafından açılacak bir dava yoluyla (gerçek) hak sahipliği MKK'ya yansıtılır.

SerPK m. 13/V hükmü temel işlevini, kaydî değer üzerinde kapsam bakımından **birbiriyle çatışabilecek birden fazla** hakkın **haricen** tesis edilmesi hâlinde yerine getirir. Şöyle ki MKK'ya bildirim, kaydî değeri konu edinen birden fazla haricî tasarruf işleminden hangisine öncelik tanınacağını tayin eder. Aynı sermaye piyasası aracı üzerinde haricen edinilen birden fazla hak sahipliklerinde; önce veya sonra kurulmuş olduğuna bakılmaksızın, MKK'ya önce bildirilen tasarruf işlemi öncelik kazanır¹³². Bildirimin bu hukukî sonucu kısaca *öncelik etkisi* olarak adlandırılabilir. MKK'ya bildirim, kaydî değeri haricen konu edinen tasarruf işlemlerinden sonraki tarihli olanın öncelik kazanabilmesi için gerçekleştirilmesi gereken kanunî bir şarttır.

Sonraki tarihli tasarruf işleminin öncelik kazanması birbirinden farklı hukukî sonuçlar doğurur. Buna göre bildirim; önceki tarihli tasarruf işlemi ile çelişmesi nedeniyle normal koşullar altında hüküm ifade etmeyen bir işlemde doğan hakkı **kurucu** nitelik taşıyabilir. Bildirimin kurucu nitelik taşıdığı hâllerdeki temel işlevi; bir hakkın kurulması için gerekli bir kanunî şartı (örneğin art rehin hakları bakımından TMK. m. 958 hükmünde öngörülen yazılı bildirim şartı) ya da tasarruf yetkisini bertaraf etmektir. Dolayısıyla SerPK m. 13/V hükmü, bildirimin hakkın doğumu bakımından kurucu nitelik taşıdığı böyle hâllerde açıklayıcı kayıt sistemine istisna teşkil eder¹³³. Yine bildirim; kaydî değer üzerinde önceki tarihli mevcut ve geçerli bir hakkı **sona erdirici** yahut onun **içeriğini daraltıcı** nitelik taşıyabileceği gibi kaydî

¹³² İsviçre hukukunda ise aynı kaydî değer üzerinde tesis edilen birbiriyle ihtilâflı haklar arasındaki sıra ilişkisi BEG Art. 30 uyarınca kuruluş tarihine göre (*Alterspriorität, prior tempore potior iure*) tayin edilmektedir. Buna göre tasarruf işlemi niteliğindeki teminat sözleşmesi veya kontrol sözleşmeleri akdedildiği anda üçüncü kişilere karşı etkili olur. Meselâ hesap sahibi, her bir alacaklısı lehine ilgili aracı kuruluş ile ayrı ayrı aynı kaydî değeri konu edinen kontrol sözleşmeleri akdederse; tarih itibarıyla önce akdedilen önce gelir. Kuhn, **a.g.e.**, § 26 N. 97. İsviçre hukukunda kaydî değer teminatının kuruluş yöntemleri ile ilgili bkz. İkinci Bölüm, dn. 85.

¹³³ Manavgat, **Kaydî Sistem**, s. 181 vd.; Yıldız Destanoğlu, **a.g.e.**, s. 88; Ercan Urkan, **Kaydileştirilen Halka Açık Anonim Ortaklık Pay Senetleri Üzerinde Aynı Hak Tesis**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2005, s. 15. SerPK m. 13/V hükmünün, kaydî değerler üzerinde haricen hak tesis edilebilmesini mümkün kılmasının; Türk merkezî kayıt sisteminin açıklayıcı nitelikte olduğunun bir göstergesi olduğu ve dolayısıyla anılan hükmün açıklayıcı kayıt sistemine bir istisna getirmediği yönünde bkz. Ünal, **a.g.e.**, s. 359-360; Ulusu, **a.g.e.**, s. 99.

değer üzerinde tesis edilen haklar arasındaki **sıra ilişkisini tayin edici** bir rol de üstlenebilir¹³⁴.

Bildirimin öncelik etkisi, hukukî sonuçlarını sadece bildirilen hak bakımından değil; kaydî değer üzerindeki mevcut diğer haklar bakımından da göstermektedir. Bu noktada, bildirim ile birlikte sonraki tarihli tasarruf işleminin; yapıldığı andan mı yoksa bildirim anından itibaren mi hüküm ve sonuç doğuracağı sorusu gündeme gelmektedir. Bildirimin geçmişe etkili olduğu kabul edilecek olursa; önceki tarihli hak sahipliği çerçevesinde yapılan işlemlerin geçerliliği (örneğin pay sahipliğine bağlı hakların kullanımı); bildirilen tasarruf işleminin yapıldığı andan itibaren tartışmalı hâle gelecektir. Dolayısıyla hukuk güvenliği ilkesi ile SerPK m. 13/V hükmünün lafzı ve amacı dikkate alındığında, sonraki tarihli haricî tasarrufun bildirim anından itibaren ileriye etkili olarak hüküm ve sonuç doğuracağı kabul edilmelidir¹³⁵.

Öte yandan belirtelim ki; MKK'ya yapılacak bildirim, kaydî değer üzerinde arzu edilen hakların kurulabilmesi bakımından -kural olarak- zorunlu bir unsur değildir. Açıklayıcı kayıt sisteminin bir gereği olarak haricen hak doğumu mümkündür. Bildirimin kurucu veya sona erdirici-içerik daraltıcı ya da sıra tayin edici niteliği aynı kaydî değer birden fazla kez haricî tasarruf işlemine konu edilmesi hâline özgüdür. Kaydî değer üzerinde ilk defa haricen hak tesis edilmesi hâlinde, açıklayıcı kayıt sisteminin bir sonucu olarak hak haricen kurulmuş olur. Ancak bu şekilde MKK'ya bildirimde bulunmaksızın haricen hak kazanan kimseler; üçüncü kişilerin haklarını MKK'ya bildirme rizikosuna altında her zaman sona erebilecek yahut içeriği daraltılabilecek ya da sıra bakımından geriye düşebilecek bir hak iktisap etmiş olurlar.

Şüphesiz, bildirimin; kurucu/sona erdirici/içerik daraltıcı/sıra tayin edici nitelik taşıyabilmesi için haricen gerçekleştirilmiş bulunan tasarruf işlemi -bildirim yoluyla bertaraf edilen koşullar haricinde- mevcut ve geçerli olmalıdır. Bu bağlamda haricî olarak yapılan işleme dair kurucu ve tamamlayıcı unsurların bulunması; işlemin

¹³⁴ Bildirimin belirtilen bu işlevleri aşağıda farazî olay örgüleri üzerinden detaylı olarak açıklanacaktır. Birinci Bölüm/III/D/3/b.

¹³⁵ Karş. Halûk Nami Nomer, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 17. Bası, Beta, İstanbul 2020, N. 36.7.

emredici hukuk kurallarına, kamu düzenine, genel ahlâka ve kişilik haklarına aykırı olmaması; tarafların fiil ehliyetine sahip olması ve irade açıklamalarında sakatlığın bulunmaması gerekir. Ayrıca kaydî değeri konu edinen devir işlemleri TBK m. 184/I; teminat işlemleri de TMK m. 955 (veya SerPK m. 47) hükümlerinde öngörülen şekil koşullarına uygun olmalıdır. Dolayısıyla bildirimin hakkın doğumu bakımından kurucu nitelik taşıdığı hâllerde dahi hak yalnızca yapılan bildirimle doğmamaktadır. Bildirim; geçerli olarak yapılmış tasarruf işleminin hüküm ifade edebilmesi için gerekli bir kanunî şartı yahut tasarruf yetkisi eksikliğini bertaraf etmektedir.

2. Bildirimin Konusu: Haricî Tasarruflar

SerPK m. 13/V hükmü, kaydî değeri haricen konu edinen birden fazla tasarruf işleminin olduğu hâllerde uygulama alanı bulduğundan; öncelikle hangi hakların kaydî değer üzerinde haricen tesis edilebileceği ortaya konmalıdır. Birincil piyasada ihraç edilen kaydî değerlerin devir, teminat veya intifa gibi hukukî işlemlere konu edilmesi ikincil piyasalarda gerçekleşir¹³⁶. İkincil piyasalarda, piyasa aracını konu edinen işlemler ya merkezî kayıt sistemine entegre edilmiş borsa teşkilâtında ya da borsa dışı tezgâh üstü piyasalarda gerçekleştirilir¹³⁷. Bu noktada, merkezî kayıt sisteminde tutulan kayıtların hakkın kuruluşuna etkisi tespit edilirken; devir, teminat ve intifa işlemleri arasında bir ayrım yapılmalıdır.

Kaydî değeri konu edinen aynî teminatlar¹³⁸, **SerPK m. 47 kapsamında olup olmadığı önem arz etmeksizin**, merkezî kayıt sistemi haricinde tesis edilir. Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 22/I hükmü uyarınca, **teminatın kurulduğuna ilişkin belgelerin** taraflarca MKK üyesi ilgili aracı kuruluşlara teslim edilmesi hâlinde, durum MKK kayıtlarına derhâl yansıtılır¹³⁹. Yine aynı esas intifa hakkının

¹³⁶ Bu kavramlara ilişkin ayrıntılı açıklama için bkz. Birinci Bölüm/I/B.

¹³⁷ İsviçre hukukunda kaydî değerlerin devredilmesi veya teminat verilmesi münhasıran BEG hükümlerine tâbi kılınmıştır. Ancak BEG’ de bir boşluk olması hâlinde ZGB ve OR hükümleri uygulanır. BSK-ZGB-Bauer, Art. 901, N. 9.

¹³⁸ Kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat türleri hakkında açıklamalar için bkz. İkinci Bölüm/III.

¹³⁹ Merkezi Kayıt Kuruluşu, **Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları Yönergesi**, <https://www.mkk.com.tr/project/MKK/file/content/Bilgi%20Merkezi%20Dosyaları%2FDüzenlemeler%2Fİç%20Düzenlemeler%2Fisvebilisim> (ET. 29.02.2020, Kısaltılmışı: MKK, **İlke ve Kurallar**), s. 47.

kuruluşu bakımından da geçerlidir. Buna göre önce teminat veya intifa hakkı doğmakta; daha sonra aracı kuruluş vasıtasıyla gerçekleştirilecek bildirimle mevcut hak MKK'ya yansıtılmaktadır¹⁴⁰.

Kaydî değerlerin alım-satımına ilişkin işlemler ise ya borsa teşkilâtında merkezî kayıt sistemi dâhilinde ya da borsa teşkilâtı haricinde gerçekleştirilir. Borsa dışında TBK m. 184/I uyarınca akdedilen temlik sözleşmesi, tıpkı teminat ve intifa haklarında olduğu gibi merkezî kayıt sistemi haricinde kurulur¹⁴¹. Arzu edilirse, sonraki bir zaman diliminde mevcut hak MKK'ya bildirilir. Dolayısıyla buradaki bildirim kurucu değil, açıklayıcı niteliktedir¹⁴². Borsada gerçekleştirilen işlemler ise, ancak aracı kurumların da dâhil olduğu MKK ile Takasbank arasında kurulmuş entegre sistemde tamamlanabilir¹⁴³ [Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 17/I]. Bu noktada, MKK nezdinde tutulacak kayıtların hukukî niteliğinin tespiti bakımından; SerPK m. 13/V hükmünde bahsedilen “MKK'ya bildirim” ile “kaydî değer in takasına yönelik olarak yapılan merkezî kayıt işlemleri” arasında bir ayırım yapma gereği doğmaktadır. Borsa sisteminde akdedilen devir sözleşmesine yönelik işlemlerin her bir aşamasının Takasbank ve MKK tarafından işbirliği ile gerçekleştirildiği bir merkezî takas

¹⁴⁰ Aynı yönde Urkan, **a.g.e.**, s. 22; Aslı Makaracı Başak, **Taşınır Rehni Sözleşmesi**, On İki Levha Yayınları, İstanbul 2014, s. 365; Ergüne, **a.g.m.**, s. 747. Anılan Tebliğ hükmünde, MKK'ya yapılacak bildirim bakımından işlem taraflarına bir zorunluluk getirilmemesi de kaydî değer üzerindeki teminatın MKK'ya yansıtılmadan evvel doğdu in destekler niteliktedir. Aksi yönde bir düzenlemenin, ancak kanun ile getirilebileceği de ortadadır.

¹⁴¹ Abuzer Kendigelen, İsmail Kırca, **Kıymetli Evrak Hukuku Genel Esaslar Kambiyo Senetleri**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, N. 31-32.

¹⁴² SerPK m. 77/III hükmünde “Ayrıca Kurul, borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında gerçekleştirilen sermaye piyasası araçları ile ilgili işlemlerin takasının merkezî takas kuruluşu nezdinde yerine getirilmesini zorunlu tutabilir.” denilmek suretiyle haricen gerçekleştirilen işlemlerin de ifasının merkezî takas kuruluşu Takasbank'ta yerine getirilme zarureti in yaratma yetkisi Kurul'a verilmiştir. Kurul'un yetkisini kullanması hâlinde, borsa dâhilinde veya haricinde gerçekleştirilen bütün işlemlerin merkezî kayıt sistemine yansması zorunlu olacağından; ancak bu takdirde, MKK nezdindeki bütün merkezî takas kayıtlarının hakların doğumu bakımından kurucu niteliğe sahip olacağı tartışılabilir. Ancak bizim katıldığımız görüş uyarınca, merkezî takas işlemleri her hâlikârda açıklayıcı nitelikte olduğundan, Kurul'un SerPK m. 77/III' teki yetkisi kullanması hâlinde de bu kayıtların kurucu niteliğe sahip olması mümkün olmayacaktır. Bkz. İkinci Bölüm/III/B/2. Dolaylı hak sahipliği çerçevesinde şeffaf olmayan merkezî saklama yönteminin benimsendiği Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde, devir veya teminat işlemlerinin aynı aracı kurumun iki müşterisi arasında gerçekleştirilmesi hâlinde, sadece söz konusu ilgili aracı kurum bazında yapılan alacaklandırma-borçlandırma kayıtlarla işlem tamamlanır. Aracılı elde tutma sisteminin daha üst katmanlarında yer alan aracı kurumlar ve CSD. nezdinde tutulan kayıtlarda bir değişiklik yapılması söz konusu değildir. Bkz. Guynn, Marchand, **a.g.e.**, s. 53.

¹⁴³ Kaydî değer in borsa teşkilâtındaki devir süreci hakkında bkz. İkinci Bölüm/III/B/2.

sisteminde¹⁴⁴, MKK'ya ayrıca bir bildirimde bulunulması gerekli değildir¹⁴⁵. Zira borsada satın alınan kaydî haklara ilişkin merkezî takas işlemleri zaten **MKK nezdinde tutulan** -Takasbank takas havuz hesabı- vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir¹⁴⁶.

Şu hâlde, bir kaydî değer üzerinde merkezî kayıt sistemine yansımayaacak şekilde hak tesis edilmesine ya teminat veya intifa işlemlerinde ya da borsa dışında gerçekleştirilen alım-satım işlemlerinde rastlanır¹⁴⁷. Bu sebeple MKK'ya bildirim ve dolayısıyla SerPK m. 13/V hükmü de bu türden işlemler bakımından bir anlam ifade eder.

3. Bildirimin Kaydî Değer Üzerindeki Mevcut Haklara Etkisi

a. Genel Olarak

MKK'ya bildirimde bulunmanın temel hukukî sonucu; kaydî değeri sonraki bir tarihte haricen konu edinen ve fakat daha önce bildirilen tasarruf işleminin, önceki tarihli tasarruf işlemlerine karşı öncelik kazanmasıdır. Yukarıda da ifade edildiği üzere, bildirim; önceki tarihli mevcut bir hak bakımından sona erdirici, içerik daraltıcı

¹⁴⁴ Ross McGill, Naren Patel, "Clearing & Settlement", **Global Custody and Clearing Services**, Chapter 4, Finance and Capital Markets Series, Palgrave Macmillan, London 2008, ss. 43-58, s. 44; David Loader, **Clearing, Settlement and Custody**, Third Edition, Butterworth-Heinemann, 2019, <https://books.google.de> (ET. 06.03.2020), s. 17.

¹⁴⁵ Teorik olarak, merkezî kayıt sisteminde gerçekleştirilen takas işlemlerinin SerPK m. 13/V hükmü bakımından anlam ifade edebileceği tek ihtimâl, T günü devir sözleşmesinin borsada akdedildiği an ile bu sözleşmenin aynı günün akşamında borsa tarafından MKK'ya iletildiği an arasındaki zaman dilimidir. Bu zaman aralığında, sözleşme bilgileri borsa tarafından henüz iletilmemiş bulunduğu, mevcut hak sahipliği de MKK kayıtlarına yansımış değildir. Dolayısıyla kaydî değer üzerinde bu zaman aralığında üçüncü kişiler lehine başka bir hak tesis edilmesi ve bu hakkın SerPK m. 13/V uyarınca borsadaki işlemde daha önce MKK'ya bildirilmesi mümkündür. Böyle bir durumda; borsada kazanılan hak, mevcut sonraki hak sahibine karşı ileri sürülemeyecektir. Şüphesiz, borsa tarafından sözleşme bilgilerinin borsadan kaynaklanan bir sebeple (örneğin elektrik kesintisi gibi) iletilmediği durumlarda, hakkı zedelenenin başvuracağı kişi de Borsa İstanbul A.Ş. olacaktır.

¹⁴⁶ Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 5/III hükmü uyarınca takas işlemlerinin yürütülebilmesi için, MKK nezdinde merkezî takas kuruluşu itibarıyla da kayıtların tutulması gerekir. Dolayısıyla Takasbank tarafından gerçekleştirilecek takas işlemlerinin MKK kayıtlarından bağımsız olarak gerçekleştirilmesi mümkün değildir.

¹⁴⁷ SerPK m. 77/III "Ayrıca Kurul, borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında gerçekleştirilen sermaye piyasası araçları ile ilgili işlemlerin takasının merkezî takas kuruluşu nezdinde yerine getirilmesini zorunlu tutabilir." hükmünün mefhumu muhalifinden, borsa dışında akdedilen sözleşmelerin ifasının merkezî takas sisteminde gerçekleştirilmesinin zorunlu olmadığı ortadadır. Ancak Kurul'un anılan hükümdeki yetkisini kullanması hâlinde, MKK kayıtlarına yansımayaacak şekilde kaydî değer üzerinde hak tesis edilmesi mümkün olmayacaktır.

yahut sıra bakımından geriye düşürücü nitelik taşıyabilir. Zira bildirimin önceki tarihli mevcut haklar bakımından sonuçları, MKK'ya bildirilen hakkın hukukî niteliğine göre farklılıklar arz eder. Bu noktada hakkın öncelik kazanmasıyla elde edilen netice bu hakkın sahibine bahsettiği yetkilerle sınırlıdır. MKK'ya yapılacak bildirim, bildirilen hakkın hüküm ve sonuçlarını tam olarak doğurmasını sağlamalı; mevcut hakkın, bildirilen hak ile kapsam bakımından çeliştiği ölçüde içeriğini sınırlandırarak yahut onu sıra bakımından geriye düşürerek varlığını devam ettirmesine imkân vermelidir.

Şu hâlde önce bildirilen hak, bildirilmemiş hakla birlikte onunla çatışmadan yahut sahibine bahşedeceği yetkilerin kapsamı daralmadan hüküm ve sonuçlarını doğurabiliyorsa; bu durumda her iki hak da mevcudiyetini korur. Ancak kaydî değer üzerinde önceki tarihli mevcut hak; önce bildirilen sonraki tarihli hakkın içeriği ile çelişiyorsa; çeliştiği ölçüde içeriği sınırlandırılmalıdır. Eğer mevcut hakkın varlığı, önce bildirilen hakkın hüküm ve sonuçlarını doğurmasına tamamen engel teşkil ediyorsa; bu takdirde mevcut hakkın da -bildirim yoluyla- tamamen sona erdirildiği/bertaraf edildiği kabul edilmelidir.

b. Farazî Olay Örgüleri

i. Temlik Edilmiş Kaydî Değerin Tekrardan Temlik Edilmesi

Sermaye piyasası aracı sahibi S'nin; borsa haricinde aynı aracı önce A'ya, daha sonra da B'ye temlik ettiği bir varsayımda; hiçbir tasarruf işlemi MKK'ya bildirilmezse; B ile yapılan temlik sözleşmesi hüküm ifade etmez. Zira S'nin malvarlığından çıkardığı bir hak üzerinde tasarrufta bulunma yetkisi yoktur. Ancak B -aracı kuruluş vasıtasıyla¹⁴⁸ - A'dan daha önce MKK'ya bildirimde bulunursa; B, araç üzerindeki hak sahipliğini A da dâhil olmak üzere herkese karşı ileri sürebilir. Bildirimin bu takdirdeki işlevi; S ile B arasındaki devir işlemi bakımından S'nin tasarruf yetkisi eksikliğini gidermek suretiyle B'nin hak iktisabını sağlamak ve A'nın hakkını sona erdirmektir.

¹⁴⁸ MKK'ya bildirim, MKK üyesi aracı kuruluşlar vasıtasıyla gerçekleştirilir. Zira MKK nezdinde işlem yapmaya sadece üyeler yetkilidir. MKK, **İlke ve Kurallar**, s. 5.

ii. Kaydî Değerin Önce Rehin Verilip Sonra Temlik Edilmesi

Sermaye piyasası aracı sahibi S'nin araç üzerinde A lehine rehin tesis edip; daha sonra aynı aracı **borsada** B'ye temlik ettiği bir varsayımda; A, araç üzerindeki rehin hakkını B'ye karşı ileri süremez. Zira B'nin borsada edindiği hak sahipliği, zaten MKK kayıtlarında bulunduğundan, bildirim tarihi bakımından A'nın hak sahipliğinden önce gelir¹⁴⁹. Görüldüğü üzere, sonraki tarihli bir tasarruf işlemi ile tesis edilmiş olsa bile, önce bildirilen hak diğerlerine karşı ileri sürülebilir.

Bu varsayımda, A lehine rehin hakkı kurulması sebebiyle S'nin kaydî değer üzerinde ancak rehinle yüklü olarak tasarrufta bulunma yetkisi vardır. Hak üzerinde kurulan bir hakkın mutlak nitelikte olmasının en önemli sonucu, hak sahibinin hakkın konusu üzerinde daha sonra gerçekleştirilecek tasarruflara karşı korunmasıdır¹⁵⁰. Meselâ rehin hakkı sadece rehin verene karşı değil; rehin konusu hakkı devralan ya da bu hak üzerinde rehin veya intifa hakkı kazanan üçüncü kişilere karşı da ileri sürülebilir. Başka bir deyişle, rehnedilmiş bir hakkı devralacak yahut bu hak üzerinde rehin (veya intifa) hakkı edinecek kimseler, haklarını önceki tarihli rehinden arî olarak kazanamaz¹⁵¹.

Dolayısıyla B'ye yapılan devir işlemi bakımından S'nin -rehinle yüklü olarak- tasarruf yetkisi zaten mevcut olduğundan B'nin hakkı, devir sözleşmesinin -geçerli olarak- akdedildiği anda doğar. Yani MKK'ya bildirim; devir işlemi bakımından bir

¹⁴⁹ Manavgat, **Kaydî Sistem**, s. 182-183.

¹⁵⁰ Dieter Zobl, Christoph Thurnherr, **Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Das Sachenrecht, 2. Abteilung: Die beschränkten dinglichen Rechte, 5. Teilband: Fahrnispfand, 1. Unterteilband: Systematischer Teil und Art. 884-887 ZGB**, 3. Auflage, Bern, 2010, (Kısaltılmışı: BK-ZGB-Zobl/Thurnherr), Syst. Teil, N. 153c. Zobl/Thurnherr'e göre, bir hakkın mutlak hak olarak nitelendirilebilmesinin üç koşulu vardır: hakkın sonraki tasarruflara karşı korunması, hak sahibinin iflâs ve hacizde öncelikli olması ve üçüncü kişilerin ihlâllerine karşı (istihkak ve müdahalenin men'i) dava yoluyla korunması. Nisbî nitelikte alacak hakları üzerinde rehin kurulmasında ise, rehin hakkı sahibinin üçüncü kişilerinin ihlâllerine karşı bir korunmayı talep yetkisi olmadığı gibi buna ihtiyacı da yoktur. Zira asıl borç ilişkisine yabancı üçüncü kişilerin rehin hakkını ihlâl etmesi mümkün değildir. Ayrıca bkz. A. Lâle Sirmen, **Alacak Rehni**, BTHAE., Ankara 1990 (Kısaltılmışı: Sirmen, **Alacak Rehni**), s. 8-9; Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, Beta, İstanbul, 1994, s. 16.

¹⁵¹ Karl Oftinger, Rolf Bär, **Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch, Das Sachenrecht, 2. Abteilung: Die beschränkten dinglichen Rechte, 23. Titel: Das Fahrnispfand, Art. 884-918 ZGB**, 3. Auflage, Zürich, 1981 (Kısaltılmışı: ZK-ZGB-Oftinger/Bär), Art. 900, N. 103; BK-ZGB-Zobl, Art. 900, N. 41-42; BSK-ZGB-Bauer, Art. 900, N. 8; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1368.

tasarruf yetkisi eksikliğini bertaraf etmediğinden, B'nin hakkını kurucu nitelikte değildir. Ancak bildirim, A'nın rehin hakkı bakımından sona erdirici niteliktedir. Bu noktada SerPK m. 13/V hükmü mutlak haklara ilişkin genel çerçevenin -bazı koşullar altında- dışına çıkıldığı bir düzenleme olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira kaydî değer üzerinde kurulmasıyla birlikte “kendiliğinden” mutlak niteliğe sahip olması gereken¹⁵² rehin (veya intifa hakkı); MKK'ya bildirilmediği sürece hak sahibini sonraki tasarruflara karşı korumasız bırakmaktadır.

Belirtmelidir ki; MKK'ya önce yapılan bildirimin bir devir işlemi olduğu durumlarda, MKK'ya bildirilmemiş hakların kaydî değer devralana sağladığı yetkilerin kapsamını her hâlükârda daraltması sebebiyle, kanaatimizce bildirimin etkisi mevcut diğer hakların tamamen bertaraf edilmesi şeklinde olacaktır. Yukarıda örneği verilen, devredilmiş kaydî değer tekrardan temlik edildiği ihtimâl bakımından da durum böyledir. Zira devralanın sahip olacağı kullanma, yararlanma ve tasarrufta bulunma yetkileri bakımından kaydî değer her türlü haktan arî olarak kazanılması gerekir. Yani merkezî kayıt sistemi dâhilinde kaydî değeri temlik alan kişi, kaydî değeri kendi hakkının özüne kısıt getiren haricî olarak tesis edilmiş önceki tarihli haklardan (örneğin rehin veya intifa hakkından) arî olarak edinir.

iii. Kaydî Değerin Önce Temlik Edilip Sonra Rehin Verilmesi

Aynı kaydî değer önce borsa dışında A'ya temlik edildiği, daha sonra B'ye rehin verildiği ancak rehin hakkının daha önce MKK'ya bildirildiği bir durumda; her iki hak da geçerli olarak hüküm ve sonuçlarını doğurur. Bildirimde bulunmakta geç kalan A, rehin hakkı sahibi B'nin kaydî değeri paraya çevirmesine katlanmak durumundadır. Bildirimin bu takdirdeki işlevi, rehin tesis etme işlemi bakımından tasarruf yetkisi eksikliğini bertaraf etmektir. Dolayısıyla bildirim; rehin hakkının doğumu bakımından kurucu etkiye sahiptir.

Rehin haklarında, hak sahibine alacağını teminattan karşılama yetkisi verildiğinden, bu hakkın üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesiyle elde edilen netice de

¹⁵² Esasında kaydî değer üzerinde ilk defa tesis edilen rehin hakkı MKK'ya bildirilmese bile bir mutlak hak olarak herkese karşı ileri sürülebilir. Aynı yönde karşı. Ergüne, **a.g.m.**, s. 748. Ancak rehin hakkının kendiliğinden yarattığı mutlak etki; ileride kaydî değeri devralan (yahut rehin alan) üçüncü bir kişinin hak sahipliğini MKK'ya bildirdiği ana kadar sürebilir.

bununla sınırlı olmalıdır. Dolayısıyla bu varsayımda rehin hakkı önce bildirilmekle, A'nın hak sahipliğini sona erdirmez. Bildirim; kaydî değeri sadece rehinle yüklediğinden, A'nın hakkı bakımından sona erdirici değil; içerik daraltıcı bir niteliğe sahiptir.

iv. Rehlin Verilmiş Kaydî Değerin Tekrardan Rehlin Verilmesi

Sermaye piyasası aracı sahibi S'nin aynı araç üzerinde önce A, daha sonra B lehine rehin tesis ettiği ancak B lehine kurulan hakkın daha önce MKK'ya bildirildiği bir durumda; iki rehin hakkının da hüküm ve sonuçlarını doğuracağı kabul edilmelidir. Zira aynı hak üzerinde birden fazla rehin hakkı kurulması mümkün olup sermaye piyasası aracı sahibi S'nin her bir rehin işlemi bakımından tasarruf yetkisi mevcuttur.

Bildirimin bu varsayımdaki işlevi, TMK m. 958'de öngörülen yazılı bildirim şartını bertaraf etmek suretiyle sonraki tarihli rehni kurmak ve rehin hakları arasındaki sıra ilişkisini tayin etmektir¹⁵³. MKK'ya daha önce bildirilen B'nin rehin hakkı teminatın paraya çevrilmesi aşamasında A'dan önce gelir. B alacağını kaydî değer bedelinden karşıladıktan sonra, varsa bakiyeden A'nın da -MKK'ya bildirimde bulunmamış olsa dahi- tatmin edilmesi gerekir. Zira bildirim A'nın rehin hakkını sona erdirmemekte; sadece sıra bakımından geriye düşürmektedir.

4. Bildirimin İşlevini Yerine Getirebilmesinde İyiniyetin Rolü

Bildirimin işlevini yerine getirebilmesi bakımından tartışılması gereken diğer bir konu ise, bu bildirimle arzu edilen hukukî neticenin elde edilebilmesi için öncelik etkisinden faydalanacak kişi bakımından iyiniyetli olma koşulunun aranıp aranmayacağıdır. TMK m. 3/I hükmü uyarınca iyiniyet, ancak kanunun iyiniyete hukukî sonuç bağladığı durumlarda korunur¹⁵⁴. SerPK m. 13/V hükmünde ise, hakkın ileri sürülebilmesi bakımından sadece MKK'ya bildirim tarihi esas alınmış; bildirilen hakkın ayrıca iyiniyetli olarak kazanılması gerektiği hususunda bir düzenleme yapılmamıştır.

¹⁵³ Kaydî sermaye piyasası araçları üzerinde art rehin hakkı kurulmasının ayrıntısı için bkz. Üçüncü Bölüm/I/B/3.

¹⁵⁴ M. Kemal Oğuzman, Nami Barlas, **Medenî Hukuk, Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar**, 25. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2019, N. 821.

Açıklayıcı kayıt sisteminde MKK'ya bildirimde bulunulmasına hukukî sonuç bağlayan kanun koyucunun birincil amacı, merkezî kayıt sistemi haricinde edinilen (gerçek) hak sahipliklerinin bir an önce MKK'ya yansıtılmasını sağlamak suretiyle piyasadaki işlem güvenliğini korumaktır¹⁵⁵. Bu bağlamda, aleniyet fonksiyonundan yoksun bir kayıt sisteminde, aynı kaydî hak üzerinde gerçekleştirilen haricî tasarruflarda hangi işleme öncelik tanınacağı MKK'ya yapılan bildirimle tespit edilmektedir.

İsviçre hukukunda BEG Art. 29 uyarınca, tasarruf yetkisine sahip olmayan kimselerden iyiniyetle -merkezî kayıt sistemindeki hesaba/kayda güvenerek- kaydî değeri devralan üçüncü kişilerin edinimi korunmaktadır. Bu anlamda BEG Art. 29; eşya hukukunda iyiniyetli hak ikisaplarını koruma altına alan ZGB Art. 933 ve 973 (TMK m. 988 ve 1023) hükümleriyle uyumludur¹⁵⁶. Ancak Türk hukukunda, BEG Art. 29'da olduğu gibi merkezî kayıt sistemindeki hesaba/kayda güvenerek kaydî değer üzerinde iyiniyetle hak iktisabını koruyan açık bir kanunî düzenleme bulunmamaktadır¹⁵⁷. Senede bağlanmamış hakların rejimine tâbi kaydî değerler üzerinde, MKK'daki kayıtlara güvenerek iyiniyetle hak iktisap edilmesi Türk hukuku bakımından mümkün değildir¹⁵⁸. İsviçre hukukundan farklı olarak SerPK m. 13/V hükmünde, kaydî değer üzerinde MKK kayıtlarına güvenerek hak iktisap edilmesi değil; MKK'ya daha önce bildirimde bulunarak sonraki tarihli tasarruf işlemine öncelik kazandırılması temelinde bir düzenleme bulunmaktadır. Bildirimin hakkın doğumu bakımından kurucu nitelik taşıdığı hâllerde tasarruf yetkisi eksikliği yahut kanunda aranan başka bir şart, ayrıca iyiniyet aranmaksızın -MKK'ya bildirim-yoluyla bertaraf edilmektedir. SerPK m. 13/V iyiniyetli hak iktisaplarını koruma altına alan değil; sadece aynı kaydî değeri konu edinen haricî tasarruflar arasındaki önceliği tayin eden bir hükümdür. Dolayısıyla kaydî değer üzerindeki mevcut haklardan

¹⁵⁵ Manavgat, **Kaydî Sistem**, s. 182.

¹⁵⁶ Kuhn, **a.g.e.**, § 26 N. 81 ff.

¹⁵⁷ İsviçre hukuku ile mukayeseli bir değerlendirme için bkz. Birinci Bölüm, dn. 128.

¹⁵⁸ Taşınır eşya ve kıymetli evrakta olduğundan farklı olarak (TMK m. 939/II ve 988), senede bağlanmamış alacakların üzerindeki hakların kazanılmasında iyiniyetin korunmadığı hakkında bkz. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 900, N. 103; BK-ZGB-Zobl, Art. 900, N. 41-42; BSK-ZGB-Bauer, Art. 900, N. 8. Karş. Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1368

haberlar olan kimseler lehine gerçekleştirilen sonraki tasarrufların dahi MKK'ya bildirim yoluyla öncelik kazanması kanaatimizce mümkündür.

Kaydı değer üzerindeki mevcut haklardan haberdar olan kimsenin; bu haklarla çatışabilecek bir hak iktisap etmesi ve MKK'ya bildirimde bulunması -somut olayın şartlarında- ahlâka aykırı bir davranışla zarar verme fiili teşkil edebilir. Sonraki tarihli tasarruf işlemi, ahlâka aykırı olarak önceki tarihli hak sahibine kasten zarar vermek maksadıyla gerçekleştirilmiş ve MKK'ya bildirilmişse; bildirim hukukî sonuçlarını doğurur ve sonraki tarihli tasarruf işlemi öncelik kazanır. Ancak sonraki tarihli hak sahibi, bildirim sebebiyle hakkı sona eren/içeriği sınırlanan/sıra bakımından geriye düşen önceki tarihli hak sahibinin zararını TBK m. 49/II uyarınca aynen (mümkün değilse nakden) tazmin etmekle yükümlüdür. Aynen tazminin mümkün olduğu durumlarda bu kapsamda bildirimin öncelik etkisi bertaraf edilebilir. Örneğin kaydı değerin önce rehin verilip daha sonra rehin hakkının ortadan kaldırılması amacıyla üçüncü bir kişiye temlik edildiği ve bu temlikin daha önce MKK'ya bildirildiği bir varsayımda; bu yolla rehin hakkı sona eren alacaklı TBK m. 49/II hükmüne dayanarak açacağı bir dava ile rehin hakkının diriltilmesini aynen tazmin yoluyla sağlayabilir.

Sonraki tarihli tasarruf işleminin taraflarının, bu işlemi yapma arzularının hiç olmamasına rağmen sırf önceki tarihli mevcut hakkı ortadan kaldırmak/içeriğini sınırlamak/sıra bakımından geri düşürmek amacıyla kaydı hakkı muvazaalı olarak hukukî işlemlere konu etmesi de muhtemeldir. Bu takdirde muvazaalı işlemin MKK'ya bildirim yoluyla öncelik kazanması mümkün değildir. Zira bildirimin hukukî sonuçlarını doğurabilmesi için evvelâ haricen gerçekleştirilmiş bulunan tasarruf işleminin geçerli olması gerekir.

SerPK m. 13/V hükmüne istinaden işlemlerin MKK'ya bildirilmesi; bu bildirim neticesinde yapılacak kayıtların alenî nitelik taşıdığı anlamına gelmez. Bildirimin hakkı doğurması ile merkezî kayıt sisteminin alenî işleve sahip olması farklı hususlar olup haricî tasarruf işlemlerinin merkezî kayıt sistemine yansıtılması; bu işlemlerden üçüncü kişilerin değil, sadece MKK'nın haberdar olmasını saęlar¹⁵⁹.

¹⁵⁹ Bildirilen hakkın üçüncü kişiler bakımından alenî nitelik taşıdığı yönündeki aksi görüş için bkz. Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 366; Ergüne, **a.g.m.**, s. 747.

Bunun bir sonucu olarak, aleniyet işlevine sahip olmayan bir kayıt sisteminde -SerPK m. 13/V hükmü uyarınca hakkın doğumu bakımından kurucu nitelik taşıyan bildirimde istinaden gerçekleştirilen kayıtlar da dâhil olmak üzere- merkezî kayıt sistemine güvenerek iyiniyetle hak kazanımı Türk hukuku bakımından mümkün değildir¹⁶⁰. Zira MKK nezdinde kayıtlı olsa bile, kaydî değer üzerinde haricen üçüncü kişiler lehine hak tesis edilmesi her zaman mümkündür. Yine kıymetli evrak ve eşya niteliğine sahip olmayan¹⁶¹ kaydî değerler hakkında; taşınır eşyaya ilişkin zilyetlik¹⁶² ve iyiniyetle iktisap hükümlerinin (TMK m. 939/II ve 988) uygulanması da mümkün değildir.

Mevcut açıklayıcı kayıt sisteminin, işlem güvenliği bakımından doğuracağı sakıncaları bertaraf etmek için ihdas edilen SerPK m. 13/V hükmünün; aleniyet işlevinden ve kamu güvenliğinden yoksun bir merkezî kayıt sisteminde, amacını tam olarak yerine getirdiği söylenemez. Dolayısıyla İsviçre hukukunda olduğu gibi iyiniyetle hak kazanımlarına imkân veren, kamu güvenliğini haiz ve alenî bir sistemi kabul eden yeni kanunî düzenlemelerin yapılması; olması gereken hukuk (*de lege ferenda*) bakımından isabetli olur¹⁶³.

E. Kaydî Sermaye Piyasası Araçlarının Hukukî Niteliği

Türk aracılı elde tutma sisteminde, işlemlerin kayden gerçekleştirilmesi kıymetli evrakın “hakkın senetsiz ileri sürülememesi ve devredilememesi” unsurunu bertaraf etmiştir. İlâveten, kaydileştirme yöntemine geçilmesiyle birlikte, kıymetli evrakın “senet” unsuru da tamamen ortadan kaldırılmış; kaydî sermaye piyasası araçları bakımından kıymetli evrakın sadece gayri maddî unsuru yani “senedin içerdiği hak” kalmıştır¹⁶⁴.

¹⁶⁰ Aynı yönde bkz. Tekinalp, **Nama Yazılı**, s. 543; Manavgat, **Kaydî Sistem**, s. 181; Urkan, **a.g.e.**, s. 16; Ünal, **a.g.e.**, s. 361; Ulusu, **a.g.e.**, s. 99. Türk merkezî kayıt sisteminin istisnasız bir şekilde kurucu etkiye sahip olduğu; dolayısıyla SerPK 13/V (eSerPK m. 10/A-III) hükmünün iyiniyetli hak kazanımlarını mümkün kıldığı yönünde bkz. Turanboy, **Kaydî Değer**, s. 50-51; Yıldız Destanoğlu, **a.g.e.**, s. 88-89.

¹⁶¹ Birinci Bölüm/III/E.

¹⁶² Nitekim mevzuatta hak zilyetliğine ilişkin TMK m. 973 hükmüne benzer bir düzenleme, kaydî sermaye piyasası araçları bakımından bulunmamaktadır.

¹⁶³ Aynı yönde Urkan, **a.g.e.**, s. 28; Ünal, **a.g.e.**, s. 362 vd.

¹⁶⁴ Kıymetli evrak TTK m. 645/I hükmü uyarınca, “Kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak, senetten ayrı olarak ileri sürülemediği gibi başkalarına da devredilemez.” şeklinde tanımlanmıştır. Buna göre kıymetli evrakın üç unsuru vardır: 1) senet (maddî unsur), 2) senedin

Hak ile senedin birbirinden ayrılması, sermaye piyasası araçlarının hukukî niteliği konusunda çeşitli çözüm önerilerini ve buna dayalı olarak da hukuk sistematigiyle örtüşmeyen “varakasız kıymetli evrak (*paperless securities*)” kavramını beraberinde getirmiştir¹⁶⁵. Hareketsizleştirme yöntemiyle toplu senet olarak banka kasalarında saklanan menkul kıymetlerde senet ile hak arasındaki sıkı bağ zayıflasa da; mislî nitelikte ve binlerce kişiye ait menkul kıymet müşterek mülkiyet esaslarına tâbi tek bir senette (toplu senet) tecessüm ettirilmiştir. Varakasız kıymetli evrak teorisi uyarınca, kaydileştirmeden önceki son aşamada maddî forma sahip toplu senetler halâ gerçek anlamda bir kıymetli evraktır¹⁶⁶. Kaydileştirme aşamasında ise senet unsuru tamamen bertaraf edilmiş; hiçbir materyal üzerinde tecessüm ettirilmeyen kıymet hakları varakasız “kıymetli evrak” olarak nitelendirilmiştir¹⁶⁷.

Varakasız kıymetli evrak teorisinin çıkış noktası eSerPK döneminde menkul kıymetlerin kıymetli evrak olarak tanımlanmasıdır. Bu teorinin altında yatan temel düşünce ise, sermaye piyasası aracının kıymetli evrak niteliğini kabul ederek onun üzerinde aynî hak kurulabilmesini sağlamaktır. Böylece yatırımcılar, aynî hakkın TMK m. 683/II hükmünde vücut bulan koruyucu yetkisine sahip olarak sermaye piyasası aracı üzerinde sahip oldukları hakları herkese karşı ileri sürebilecektir. Bu zoraki kabul ise, esasında ilgili aracı kurumun iflâs etmesi veya onun malvarlığının haczedilmesi hâllerinde, alacaklıların yatırımcı malvarlığına el uzatmasını engelleme ihtiyacından kaynaklanmaktadır.

Senet (varaka) kavramı, modern hukuk düzenlerinde kâğıt parçasından daha geniş bir kapsama sahiptir. İrade beyanı taşıma işlevini haiz (disket, çip, mikrofilm gibi) bazı elektronik, teknik veya mekanik cihazlar da bu anlamda senet niteliği

içerdiği haklar bütünü (gayri maddî unsur), 3) haklar bütününün senede sıkı sıkıya yerleşmesi (hak ile senedin birleşmesi). Bkz. Fırat Öztan, **Kıymetli Evrak Hukuku**, 2. Bası, Turhan Kitabevi, Ankara 1997, s. 13 vd; Paşlı, **a.g.m.**, s. 1551 vd. Eşya kavramının unsurları bakımından karşı. Sanem Aksoy Dursun, **Eşya Kavramı**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2012, s. 92 vd.

¹⁶⁵ Varakasız kıymetli evrak teorisi hakkındaki açıklamalar için bkz. Tekinalp, **Evraksız**, s. 1 vd.; Yasaman, **a.g.e.**, s. 25 vd.; Öztan, **a.g.e.**, s. 321 vd.; Turanboy, **a.g.e.**, s. 1 vd.; Ünal, **a.g.e.**, s. 24 vd.

¹⁶⁶ Yasaman, **a.g.e.**, s. 28; Turanboy, **a.g.e.**, s. 53.

¹⁶⁷ Turanboy, **a.g.e.**, s. 71 vd.; Hüseyin Ülgen, Mehmet Helvacı, Arslan Kaya, N. Füsün Nomer Ertan, **Kıymetli Evrak Hukuku**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2019, s. 34 ve 44 vd.

taşıır¹⁶⁸. Ancak bu türden cihazların senet olarak nitelendirilebilmeleri için evvelâ cismanî bir varlığa sahip olmaları gerekir¹⁶⁹. Hareketsizleştirme yönteminde kıymet haklarının tek bir (toplu) senette tecessüm ettirilmesinde; maddî varlığını koruyan senet her ne kadar şey niteliğini korusa da kıymetli evrak niteliğini kaybetmiştir. Zira kıymet hakkına ilişkin hukukî işlemlerin kayden gerçekleştirildiği; başka bir deyişle hakkın senetsiz ileri sürülüp devredilebildiği bir düzende hukuken bir kıymetli evraktan bahsedilemez¹⁷⁰. Doğrudan bilgisayar ortamında ihraç edilen ve kayden izlenen kıymetlerde ise; ikincil piyasalarda tedavül edilecek yahut saklama kuruluşu kasalarında saklanacak maddî forma sahip bir senet bile yoktur¹⁷¹.

Kanaatimizce, kaydî haklar ne eşya ne de kıymetli evrak niteliğe sahiptir¹⁷². SerPK ve sair ikincil mevzuat, TMK ve TTK hükümlerinde de kaydî sermaye piyasası araçlarını eşya yahut kıymetli evrak olarak kabul eden bir düzenleme bulunmamaktadır. Aksine eSerPK m. 3/I-b hükmünde kıymetli evrak olarak tanımlanan menkul kıymetler, SerPK m. 3/I-o hükmünde “senet” tabirinden kaçınılarak pay veya borçlanma araçları şeklinde “kıymet” kavramı ekseninde tanımlanmıştır. Hattâ SerPK m. 13/I hükmünde, sermaye piyasası araçlarının “senede bağlanmaksızın” elektronik ortamda kayden ihraç edileceği açıkça ifade edilmiştir. Söz konusu düzenlemeler, varakasız kıymetli evrak teorisini hukukî dayanağından

¹⁶⁸ Öztan, **a.g.e.**, s. 17.

¹⁶⁹ Paslı, **a.g.m.**, s. 1552.

¹⁷⁰ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **a.g.e.**, N. 1094d; Paslı, **a.g.m.**, s. 1555. Toplu senet uygulamasında kıymetli evrakın kavram olarak mahiyetinin değiştiği yönünde Tekinalp, **Evraksız**, s. 11.

¹⁷¹ Yasaman, **a.g.e.**, s. 29; Ömer Teoman, **Yaşayan Ticaret Hukuku**, Cilt I: Hukukî Mütalâalar, Kitap 8, BTHAE., Ankara, 1997, s. 108; Paslı, **a.g.m.**, s. 1553 vd.; Hatice Ebru Töremiş, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Nama Yazılı Payların Borsa'da Devri**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 2008, s. 29; Özer, **a.g.m.**, s. 812; Öz Seçer, “Kaydi Sermaye Piyasası Araçları Üzerinde Rehin Tesisi ve Hükümleri”, **Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Kazancı Hakemli Hukuk Dergisi**, C. 9, S. 105-106, ss. 168-192, s. 177-178; Ulusu, **a.g.e.**, s. 102 vd.; Ergüne, **a.g.m.**, s. 746.

¹⁷² Fizikî formda bir senede bağlanmadan, doğrudan elektronik ortamda ihraç edilen kaydî değerlerin; maddilik, hâkimiyete elverişlilik, kişilik dışılık ve iktisadî değer taşıma gibi eşyaya ilişkin bütün özelliklere sahip olduğu hakkında aksi yönde bkz. Ünal, **a.g.e.**, s. 350-351, Sönmez, **a.g.m.**, s. 296, dn. 118. Kaydî değerlerin eşya değil ve fakat kıymetli evrak niteliği taşıdığı yönünde Çağlak, **a.g.e.**, s. 90 vd.

yoksun hâle getirmekte ve bu teorinin Türk aracılı elde tutma sisteminde uygulanmasının mümkün olmadığını işaret etmektedir¹⁷³.

Yatırımcı menfaatlerinin tam koruma altına alındığı Türk sermaye piyasalarında, sermaye piyasası araçlarının niteliği gereği, medenî hukuk ile kıymetli evrak hukukunun temel ilkeleri ile bağdaşmayacak biçimde eşya veya kıymetli evrak yaratılması hukukî dayanaktan yoksun olmaktan öte, rasyonaliteden de uzaktır. Doğrudan hak sahipliği çerçevesinde şeffaf merkezî saklama yönteminin uygulandığı ülkemizde, ilgili aracı kurum malvarlığı ile yatırımcı hakları ayrıştırılmış vaziyettedir. Kaydî sermaye piyasası araçları zaten hak olarak hukukî işlemleri konu edilebilmekte ve korunmaktadır. Dolayısıyla maddî bir formda cisimleşmemiş haklar bütününe; eşya yahut senedinden yoksun kıymetli evrak niteliği yüklenmesinin gerekçesinde haklı bir neden yoktur.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, kaydî sermaye piyasası araçları; senedinden koparılmış ve üzerinde hâkimiyet kurulabilecek herhangi bir “şey” üzerinde cisimleşmemiş, nisbî nitelikteki ortaklık veya alacak haklarının çıplak olarak kendisini ifade eder. Bu noktada kaydî değerlerin başta TMK ve TTK olmak üzere ilgili mevzuatın eşya veya kıymetli evraka ilişkin hükümlerine değil, haklara ilişkin rejimine tâbi olduğunun kabulü gerekir. İsviçre hukukunda ise; BEG Art. 3/I uyarınca menkul kıymet hesaplarına kaydedilen mislî nitelikteki alacak ve/veya ortaklık hakları olarak nitelendirilen¹⁷⁴ kaydî değerlerin (*Bucheffekten*) *sui generis* bir yapıya olduğu ileri sürülmektedir¹⁷⁵. Buna göre temeli kıymetli evrak ve dolayısıyla kıymet haklarına dayanan kaydî değerler; tam anlamıyla ne bir alacak hakkı (nisbî hak) ne de eşya hukuku anlamında bir şey niteliğine sahiptir. İsviçre hukuku bakımından kaydî hakların *sui generis* bir yapıya sahip olduğunun ileri sürülmesi; esasında nisbî haklar bütününe BEG’te açıkça eşyaya ve tapu siciline ilişkin rejime benzer hükümler kabul edilmesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin, kaydî değer üzerindeki haklar merkezî

¹⁷³ Kıymetli evrak teorisi ile günümüz sermaye piyasası uygulamasının örtüşmediği hakkında bkz. Paslı, **a.g.m.**, s. 1556; Ulusu, **a.g.e.**, s. 107; Kendigelen, Kırca, **a.g.e.**, N. 33.

¹⁷⁴ BSK-ZGB-Bauer, Art. 901, N. 10.

¹⁷⁵ Kuhn, **a.g.e.**, § 26 N. 20.

kayıt işlemleriyle ile devredilip rehnedilebilmekte yahut bu kayıtlara güvenerek iyiniyetle hak iktisap edilebilmektedir. Ancak Türk hukuku bakımından, kaydî değerlere ilişkin getirilen düzenlemelere bakıldığında; hakların tâbi olduğu rejimden uzaklaşarak eşyaya ve tapu siciline ilişkin rejim ile benzer bir sistemin getirilmediği görülmektedir. Dolayısıyla BEG hükümlerine paralel düzenlemelerin öngörüleceği zamana kadar Türk hukukunda kaydî değerlerin *sui generis* bir yapıda olduğunun ileri sürülmesi kanaatimizce mümkün değildir. Öte yandan, kanun koyucu tarafından bir hakkın -şeklî anlamda- tıpkı eşya gibi işlem görmesine yönelik düzenlemelerin yapılması onun hukukî niteliğinden ziyade tâbi olacağı rejimin tayin edilmesi bakımından önem taşır. Dolayısıyla Türk hukukunda kaydî değerler bakımından tapu siciline benzeyen alenî ve kamu güvenliğini haiz bir kurucu kayıt sisteminin öngörülmesi hâlinde dahi bunların nisbî nitelikteki haklar bütünü olduğunun kabulü gerekir.

İKİNCİ BÖLÜM

KAYDÎ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINI KONU EDİKEN TEMİNAT SÖZLEŞMELERİNİN KURULUŞU

I. FİNANSAL TEMİNATLARA İLİŞKİN HUKUKÎ DÜZENLEMELER

A. Avrupa Birliği Direktifleri ve Uluslararası Konvansiyonlar

1. Genel Olarak

Sermaye piyasalarının teknolojik altyapısının geliştirilmesiyle birlikte gerçekleştirilen operasyonel yenilikler; piyasa işlem hacminin ulusal ve uluslararası ölçekte genişlemesine yol açmış, finansal varlıkların daha hızlı ve güvenli bir biçimde tasarruf işlemlerine konu olmasını sağlayacak yeni hukukî düzenlemeleri gerektirmiştir. Öte yandan, sermaye piyasası araçlarının küresel ticaretinde çok sayıda ülke sermaye piyasası aktörünün işlem yapması; yatırımcıların etkin bir biçimde korunabilmesi açısından yeknesak bir hukuk düzeni oluşturma çabalarını başlatmıştır.

Sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminatlar, sadece teminat işleminin taraflarını değil; aynı zamanda bütün finans sisteminin sağlıklı bir şekilde işlemini güvence altına alır. Bu sebeple, teminata ilişkin hukukî düzenlemelerin; teminat sözleşmesinin kuruluşu, üçüncü kişilere etkisi, öncelik sırası ve icrası bakımlarından kapsamlı bir biçimde ele alınması gerekir¹. Nitekim, konuya ilişkin ortaya çıkabilecek problemler AB direktifi ve uluslararası konvansiyon düzeylerinde ele alınmış ve öngörülen çözümlerin ulusal düzenlemeler bakımından esas alınması imkânı yaratılmıştır.

¹ Sönmez, **a.g.m.**, s. 251.

2. Avrupa Birliği Direktifleri

a. Mutabakat Kesinliği Direktifi

1998 yılında kabul edilen Mutabakat Kesinliği Direktifi², ödeme ve menkul kıymet mutabakat³ sistemlerinde ortaya çıkan sistemik riskleri en aza indirmeyi hedefler⁴. Mutabakat sistemlerinin bünyesinde ihtiva ettiği en önemli hukukî risk; sistem katılımcısı aracı kurumların iflâs etmesi veya ödeme güçlüğüne düşmesi hâllerinde; takas sürecinin tamamlanamamasıdır. Bu sebeple direktifin en temel amacı, mutabakat sistemine girilen talimatlara “geri alınamaz⁵” nitelik yükleyerek, takas işlemlerinin kesintisiz bir biçimde gerçekleştirilmesini sağlamaktır. Netleştirme ve devir işlemlerine ilişkin sisteme düşülen talimatların kesinliği, birbirine bağlı çok sayıda işlem silsilesi ile işleyen bütün bir finans ağının güven içinde akışını garanti eder.

Mutabakat Kesinliği Direktifinin diğer bir hedefi ise, piyasada işlem güvenliğini sağlamak adına sistem katılımcılarının, sermaye piyasası işlemlerinin icrası bakımından temerrüt veya herhangi bir sebeple ihlâl edecekleri yükümlülüklerin

² Ödeme ve Menkul Kıymetler Mutabakat Sistemlerinde Mutabakat Kesinliği Direktifi (Directive 98/26/EC. of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, OJ L166/45).

³ Ödeme sistemlerine ilişkin önemli bir kavram olan “mutabakat”, satıcı tarafından işleme konu edilen finansal varlığın alıcıya devredilmesini; alıcının ise söz konusu devrin karşılığı olarak satıcıya ödemeyi gerçekleştirmesini ifade eder. En genel anlamıyla mutabakat, finansal varlığa ilişkin devir işlemlerinde alıcı ve satıcının yükümlülüklerini yerine getirip işlemin sona erdirilmesini ifade eder. Ödemeler alanında mutabakat; “gerçek zamanlı” ve “gecikmeli” olmak üzere ikiye ayrılır. Gerçek zamanlı mutabakatlarda fon aktarımı, işlemlerin yapılmasıyla eş zamanlı olarak gerçekleştirilir. Borsa işlemlerinde uygulanan gecikmeli mutabakatlarda ise, fon aktarımı; işlemin yapılmasından belirli bir süre sonra gerçekleştirilir. Detaylı bilgi için bkz. Emre Karpuz, **Ödeme Sistemleri ve Araçlarının Artan Kullanımı: Kredi Kartı Kullanımının Para Politikası Etkinliğine Etkisi**, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Etüdü, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara 2012, s. 8 vd.

⁴ Direktifin düzenlenme amaçları hakkında bkz. Yakup Ergincan, Ümit Yayla, “Menkul Kıymetlerin Teminata Konu Olması İşlemlerine İlişkin AB Direktifleri ve Uluslararası Konvansiyonlar Işığında İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı Uyarınca İç Mevzuatın Uyumlaştırılması”, http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_1612.htm (ET. 14.04.2019), s. 9.

⁵ Mutabakat kesinliği, borsalarda işlem güvenliği açısından uyulması gereken en temel kurallardan biridir. Buna göre, transfer talimatı/emri verildikten sonra, aracı kurumun iflâsı veya aczi gerçekleşse bile, talimat hukukî sonucunu geçerli olarak doğurur. İflâs veya aciz hâllerinden sonra verilen talimatlar bakımından ise, eğer sistem operatörü, aracı kurumun iflâsını veya aczini bilmiyor ve bilmesi de gerekmiyorsa, verilen talimatlar yine geçerli bir biçimde hüküm sonuç doğurur. Sönmez, **a.g.m.**, s. 264.

güvencesi olarak, merkezî takas kuruluşuna tevdi edecekleri teminatlar bakımından uygulanacak hukukun tespit edilmesine ilişkin esasları ortaya koymaktır⁶. Öte yandan oluşturulacak ortak bir mutabakat sisteminde, yeknesak kurallar uyarınca her bir ülkenin tasfiyeye ilişkin hukukî düzenlemeleri ortadan kaldırılarak aracı kurumların merkezî takas kuruluşlarına vereceği teminatların tevdi amacına özgülenmesi ve teminat veren aracı kurumun iflâsı veya tasfiyesinden etkilenmemesi; direktifin güttüğü amaçlar arasında gösterilebilir⁷. Bu kapsamda direktifin teminatlar bakımından getirdiği esas, aracı kurumların merkezî takas kuruluşlarına tevdi edecekleri teminatlara; aracı kurumun alacaklıları konumundaki üçüncü kişiler tarafından el uzatılmasının engellenmesidir⁸.

b. Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi

Mutabakat Kesinliği Direktifi'nin finansal teminatlar konusunda yetersiz kalması üzerine, Avrupa Birliği ülkelerinin oluşturduğu malî piyasalarda; finansal teminatların daha hızlı, ucuz ve esnek bir biçimde kurulmasını ve icra edilmesini sağlamak amacıyla Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi⁹ kabul edilmiştir. Direktifte; finansal teminatların kuruluşu, hükümleri ve özellikle teminat sahibinin üçüncü kişi konumunda bulunan teminat verenin alacaklılarından korunması ile teminata ilişkin hak sahipliği ihtilaflarına uygulanacak hukuka ilişkin bağlama kuralı

⁶ Bkz. Mutabakat Kesinliği Direktifi, m. 9/II.

⁷ Mutabakat Kesinliği Direktifi'nin teminatlara ilişkin m. 9/I hükmünün İngilizce metni şu şekildedir: *"The rights of a participant to collateral security provided to it in connection with a system, and central banks of the Member States or the future European central bank to collateral security provided to them, shall not be affected by insolvency proceedings against the participant or counterparty to central banks of the Member States or the future European central bank which provided the collateral security. Such collateral security may be realised for the satisfaction of these rights."*

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31998L0026&from=EN> (ET. 14.04.2019). Ancak Direktifte yer alan finansal teminatlara ilişkin düzenlemeler, sermaye piyasası faaliyetlerinin icrası kapsamında aracı kurumların merkezî takas kuruluşlarına tevdi edecekleri teminatlardan ibaret olup; temeldeki hukukî ilişkisi sermaye piyasası işlemleri olmayan, örneğin iki tacir arasındaki borç ilişkisini güvence altına alan ve konusunu sermaye piyasası araçlarının oluşturduğu teminatlara ilişkin herhangi bir hüküm ihtiva etmemektedir. Bkz. Sönmez, **a.g.m.**, s. 264.

⁸ Ümit Yayla, "Merkezî Kayıt Kuruluşu ve Kaydî Sistem: Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri", **BankD**, 2009, S. 71, ss. 104-115, s. 111.

⁹ Directive 2002/47/EC. of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L 168/43.

hususlarında Mutabakat Kesinliği Direktifi'nden çok daha kapsamlı esaslar ortaya konulmuştur¹⁰. Bu noktada direktifin, sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmeleri bakımından, ileride SerPK m. 47 hükmüne de yansıyacak üç yeni düzenleme getirdiği görülmektedir¹¹:

Direktifte öngörülen en çarpıcı esas, teminat konusu finansal varlığın hak sahipliğinin teminat alan (kredi veren) tarafa devredilebilmesi olanağıdır¹². Buna göre, taraflarca akdedilen teminat sözleşmesinde; teminat konusu finansal varlığın hak sahipliği teminat verende bırakılabileceği gibi (*security financial collateral arrangements*)¹³ teminat alana da geçirilebilecektir¹⁴ (*title transfer financial collateral arrangements*). Hak sahipliğinin teminat alana geçirilebilmesi olanağının getirdiği en önemli çözüm, teminat verenin üçüncü kişi konumunda bulunan alacaklılarının teminat konusu finansal varlığa el uzatabilmelerine engel olunmasıdır¹⁵.

Direktif ile getirilen ikinci önemli düzenleme, teminatın paraya çevrilmesine ilişkindir. Buna göre, alacağın teminattan karşılandığı hâllerde, kredi verenin; herhangi bir ihbar veya ihtarda bulunma, süre verme, adli veya idari merciden izin ya da onay alma, teminatın açık artırma ya da başka bir yol ile nakde çevrilmesi gibi

¹⁰ Changmin Chun, **Cross-Border Transactions of Intermediated Securities: A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law**, Berlin 2012, <https://books.google.com.tr> (Kısaltılmışı: Chun, **Cross-Border**), s. 374; Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 2; Ulusu, **a.g.e.**, s. 167.

¹¹ Detaylı bilgi için bkz. Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 2 vd.

¹² Sermaye piyasası aracının sahipliğinin teminat alana devredilmesine, direktiften önce de uygulamada sıkça rastlanmaktaydı. Bu bakımdan direktifin yeni bir sistem getirmediği söylenebilir. Ancak piyasa ihtiyaçları doğrultusunda oluşturulan uygulamanın Avrupa Birliği düzeyinde düzenlenmesi, finansal varlığın sahipliğinin teminat alana devredildiği teminat türünün, ülkelerin milli hukuklarına kanunen yansıtılabilmeleri açısından önem taşır. Bkz. Sönmez, **a.g.m.**, s. 267.

¹³ Sahipliğin kredi alanda kaldığı teminat sözleşmelerinde, taraflar finansal varlığın kredi veren (teminat alan) tarafından kullanılabilmesini kararlaştırabilir. Bu takdirde, teminat sona erdiği zaman; kredi veren teminat konusu finansal varlık ile özdeş başka bir finansal varlığı kredi verene devretmek ile yükümlüdür. Thomas Keijser, Maria Kyrkousi, Andreas Bakanos, "Financial Collateral: The Legal Framework of the European Union and UNIDROIT Compared", **Uniform Law Review**, Vol. 19, 2014, ss. 429-458, s. 442; Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 5.

¹⁴ Ayrıntılı açıklamalar için bkz. İkinci Bölüm/III.

¹⁵ Yayla, **a.g.m.**, s. 111.

herhangi bir ön şartı yerine getirme yükümlülüğü olmaksızın tatmin edilmesi¹⁶, aksi taraflarca kararlaştırılmamışsa, esastır¹⁷.

Direktifte öngörülen üçüncü önemli yenilik ise, finansal teminatın iflâs veya yeniden yapılandırma riskinden korunmasına ilişkin hükümlerdir. Buna göre, verilen teminatlar iflâs veya yeniden yapılandırma süreçlerinden etkilenmeyeceği gibi; müflisin tasarruf yetkisi ile takas işlemlerine ilişkin sınırlandırmalar da geçersizdir¹⁸.

3. Uluslararası Konvansiyonlar

a. Hague Menkul Kıymetler Konvansiyonu

Hague Milletlerarası Özel Hukuk Konferansı'nda 2002 yılında kabul edilen konvansiyon¹⁹, aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirilen menkul kıymet devir işlemlerinde tarafların hak ve yükümlülüklerine uygulanacak hukukun tespit edilmesini düzenler. Konvansiyonun getirdiği en önemli yenilik, işleme konu edilen menkul kıymetlere uygulanacak hukukun, menkul kıymetin bulunduğu yer hukuku (*lex rei sitae*) prensibinin terk edilerek, taraf iradelerine bırakılmasıdır²⁰. Buna göre,

¹⁶ Sahipliğin kredi alanda kaldığı teminatlarda, kredi veren açısından iki türlü tatmin edilme yöntemi öngörülmüştür. Buna göre, kredi veren; alacağını teminat konusu finansal varlığı paraya çevirerek karşılayabileceği gibi; değeri alacaktan mahsup edilmek suretiyle finansal aracın sahipliğini de edinebilir. Ancak, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifinin m. 4/II hükmü uyarınca, sahipliğin teminat alana devredilebilmesi için öncelikle bu hususun ve ilâveten finansal varlığın değerinin nasıl belirleneceğinin taraflarca kararlaştırılmış olması gerekir. Anılan hükmün İngilizce metni şu şekildedir: “*Appropriation is possible only if: this has been agreed by the parties in the security financial collateral arrangement; and the parties have agreed in the security financial collateral arrangement on the valuation of the financial instruments.*” Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 5 vd.

¹⁷ Finansal araçların haricinde, nakit ve alacak hakkının da Direktif kapsamında teminat konusu olabilmesi mümkündür (alacak haklarının teminata konu edilebilmesi, Mutabakat Kesinliği ile Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktiflerinde değişiklik yapılmasını öngören “Council Directive 2009/47/EC of 5 May 2009 amending Directive 2006/112/EC as regards reduced rates of value added tax, OJ L116/18” ile kabul edilmiştir). Buna göre teminatın konusunu nakit varlık oluşturduğu takdirde, nakdin paraya çevrilmesi mümkün olmadığından, kredi veren; Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 4/I-b ve 4/II hükümleri uyarınca, değeri alacaktan mahsup edilerek nakdin sahipliğini doğrudan edinir.

¹⁸ Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 5 vd. Ayrıca inc. Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 7-8.

¹⁹ The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary, <https://www.hcch.net/en/instruments/conventions> (ET. 28.04.2019).

²⁰ Geleneksel elde tutma sisteminin egemen olduğu dönemde, milletlerarası menkul kıymet ticaretinde ortaya çıkan ihtilâflara, nama yazılı menkul kıymetler bakımından ihraççı kayıtlarının tutulduğu yer hukuku; hamiline yazılı menkul kıymetler bakımından ise senedin fiziken bulunduğu ülke hukuku uygulanmaktaydı. Ancak kaydıleştirme çalışmalarıyla birlikte maddî formunu kaydeden menkul kıymetlere, aracılı elde tutma sistemi çerçevesinde *lex rei sitae* prensibini uygulamak mümkün değildir. Zira aracı kurumların devrede olduğu çok katmanlı saklama

taraflar; yatırım sözleşmesinde menkul kıymetlere ilişkin uygulanacak hukuku kararlaştırabilir. Ancak tarafların irade özgürlüğü, seçilen hukuk ile ilgili aracı kurumun ilişki hâlinde olması kriteri ile sınırlıdır. Yatırım sözleşmesinde tarafların uygulanacak hukuku belirleme yönünde bir iradelerinin bulunmadığı durumlarda ise; uygulanacak hukuk, yatırım hesabının -yani ilgili aracı kurumun- bulunduğu yer hukukudur²¹.

Geleneksel elde tutma sisteminin terk edilip, ihraççı ile yatırımcı arasına birden çok aracı kurumun yerleştirilmesi sebebiyle ortaya çıkan hukukî belirsizliği²² gidermeyi amaçlayan konvansiyon, kanunlar ihtilâfı alanında önemli yenilikler öngörmüştür²³. Konvansiyonun finansal teminatlar bakımından incelenmesi, aracılı elde tutma sisteminin yapısına ışık tutması sebebiyle önem taşır.

b. UNIDROIT Aracılığa Konu Menkul Kıymetlere İlişkin Maddî Kurallar Konvansiyonu

UNIDROIT Konvansiyonu²⁴, sermaye piyasalarında hızlı bir biçimde geleneksel elde tutma sisteminin terk edilip aracılı elde tutma sistemine geçilmesine

sistemlerinde farklı ülkelerde bulunan CSD, aracı kurum ve nihaî hesap sahiplerinden hangisinin bulunduğu yer hukuku uygulanacağı belirsizdir. Detaylı bilgi için bkz. Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 24 vd.; Uslu, **a.g.e.**, s. 123 vd.

²¹ PRIMA (*Place of Relevant Intermediary Approach*) olarak adlandırılan bu prensibin altında yatan amaç, menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilâflarında, bütün bir elde tutma zincirinin gözden geçirilme zorunluluğunu ortadan kaldırmaktır. Böyle bir bağlama kuralı, kanunlar ihtilâfı bakımından sistemin daha kolay ve öngörülebilir işlemlerini mümkün kılmaktadır. Esasında, ilgili aracı kurumun bulunduğu yer hukuku, PRIMA prensibinin ilk versiyonu niteliğindedir ve PRIMA tip I olarak adlandırılır. Ancak ilgili aracı kuruma göre ihdas edilen bağlama kuralları bununla sınırlı değildir. PRIMA tip II prensibine göre uygulanacak hukuk, yatırım sözleşmesinde seçilen hukuktur. PRIMA tip III olarak adlandırılan ve ilgili aracı kurum esas alınarak bağlanan diğer kural ise, PRIMA tip I ve II'nin Hague Konvansiyonu ile sentezlenmiş hâlidir. Buna göre, uygulanacak hukukun belirlenmesinde taraf iradeleri esastır; ancak bunun sınırı Nitelikli Ofis (*Qualifying Office*) kriteridir. Tarafların belirlediği hukuk, ilgili aracı kurum ile yeterli bir ilişki hâlinde değilse, taraflarca seçilen hukuk, menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilâflarına uygulanamaz. Yeterli bir ilişkinin varlığının kabul edilebilmesi için, söz konusu ofiste, ilgili aracı kurumun aracılık faaliyetinde bulunması ve bu ofisin seçilen yerde olması zorunludur. Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 25 vd.; Uslu, **a.g.e.**, s. 155 vd.

²² Milletlerarası menkul kıymet ticaretinin hızlı ve etkin bir şekilde gerçekleştirilebilmesinin önündeki en büyük engelin, aracı kurum nezdinde saklanan menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilâflarına hangi ülke hukukunun uygulanacağını gösteren bağlama kurallarının belirsizliği olduğu yönünde detaylı bilgi için bkz. Uslu, **a.g.e.**, s. 110 vd.

²³ Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 22.

²⁴ UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, Geneva 2009.

rağmen, hukukî altyapısını teknolojik ve operasyonel gelişmelere uyduramayan ve hâlâ fizikî senetlerin işlem gördüğü piyasalara ilişkin hukukî düzenlemelerini muhafaza eden ülkeler için kabul edilmiştir²⁵. Bu bakımdan konvansiyonun en temel amacı, aracılı elde tutma sistemine ilişkin küresel çapta sağlam ve yeknesak maddî hukuk kuralları ihdas etmektir.

Konvansiyonun, amacına uygun kurallar belirlerken nazara aldığı en önemli husus, menkul kıymetlerin her hâlükârda likiditasyonunu artırmak ve tedavül yeteneğinden ödün vermemektir²⁶. Ayrıca, menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliği ihtilâflarında sade ve anlaşılır kurallar öngörmek, konvansiyonda güdülen diğer amaçlardan biridir. Bu husus, özellikle menkul kıymetlerden kaynaklanan hakların yatırımcılar tarafından etkin bir biçimde kullanılabilmesi ve onların piyasanın sistemik risklerinden korunabilmesi bakımından önem taşır.

Konvansiyonun yukarıda belirtilen amaçlar doğrultusunda, teminat sözleşmeleri bakımından getirdiği düzenlemelerin başında, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi ile paralel olarak, teminat konusu finansal aracın sahipliğinin teminat alana devredilebilmesi imkânı gelir. Bu imkânı iç hukuklarına yansıtan ülkeler bakımından, rehin hukukuna özgü şekil şartlarına uyulmadan gerçekleştirilen teminat ilişkileri artık geçerli olarak kurulabilir²⁷. Konvansiyonun teminatlar bakımından getirdiği rejim bununla sınırlı olmayıp, “Teminat İşlemleriyle İlgili Özel Hükümler” başlıklı V. Bölümünde, teminat sözleşmesinin üçüncü kişilere etkisi, teminatlardaki sıra ilişkisi ve teminat sözleşmesinin icrası gibi konuları ele alan oldukça geniş kapsamlı düzenlemeler bulunmaktadır. Teminatlara ilişkin öngörülen bu düzenlemeler, çalışmamız ile yakından ilgili olması sebebiyle, aşağıda yeri geldikçe mevcut ulusal mevzuatımızdaki düzenlemeler ile mukayeseli olarak incelenecektir

²⁵ Konvansiyon hakkın detaylı açıklamalar için bkz. Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 13 vd.

²⁶ Teminat konusu finansal varlığın sahipliğinin teminat verende kaldığı teminat sözleşmeleri bakımından, finansal varlığın teminat alan tarafından kullanılabilmesi imkânı, likidite amacının varlığını ispatlar niteliktedir. Sönmez, **a.g.e.**, s. 262.

²⁷ Yayla, **a.g.m.**, s. 111.

B. Ulusal Düzenlemeler

Türk sermaye piyasalarında teminatlara ilişkin ilk kanunî düzenleme, eSerPK m. 34/V hükmüdür²⁸. Buna göre, “*Aracı kuruluşların, sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle yatıracakları teminatların türü, miktarı, kullanım alanı ve şekli Kurulca belirlenir. Teminatlar rehnedilemez, haczedilemez, kullanılma amaçları dışında tasarruf edilemez, üçüncü kişilere devredilemez*”. Hükümde düzenlenen teminat ilişkisi, sermaye piyasası kurumlarının faaliyetlerinden kaynaklanan risklere karşı piyasa güvenliğinin sağlanması ve yatırımcıların korunması amacıyla sınırlıdır. Temeldeki hukukî ilişkisi (yani teminatın verilmesine yol açan işlemi) bir sermaye piyasası faaliyeti olmayan (örneğin iki tacir arasındaki borç ilişkisini güvence altına alan ve konusunu bir sermaye piyasası aracının oluşturduğu) teminatlar, “teminat amacıyla tevdi²⁹” olarak nitelendirilebilecek bir teminat içeren eSerPK m. 34/V hükmünün kapsamı dışındadır.

SerPK döneminde ise, eSerPK’den farklı olarak, konusunu sermaye piyasası araçlarının oluşturduğu teminat ilişkileri, sermaye piyasası hukuku bakımından bütün yönleriyle ayrıntılı bir biçimde, konuya ilişkin AB Direktifleri ve uluslararası konvansiyonlar da gözetilerek düzenlenmiştir³⁰. Buna göre, kanunun teminatlara ilişkin ikili bir yapı öngördüğü söylenebilir:

Bunlardan birincisi, eSerPK m. 34/V hükmünün bir devamı olarak, sermaye piyasasının güven içinde işleyişini sağlamak üzere; yatırım kuruluşlarının Sermaye Piyasası Kurulu, merkezî takas ve saklama kuruluşları ile borsa ve teşkilâtlanmış pazarlara tevdi edecekleri teminatlar ile yatırımcıların yatırım kuruluşlarına tevdi

²⁸ Anılan hüküm, 15.12.1999 tarihinde Sermaye Piyasası Kanunu’nda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi ve Deniz Ticaret Odaları Birliği Kanunu’nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair 4487 sayılı Kanun ile eSerPK’ya eklenmiştir. RG. T. 18.12.1999, S. 23910.

²⁹ Alacaklı temerrüdünde, borçluya borcundan kurtulma imkânı veren ve bu nedenle bir ifa aracı olarak düzenlenen tevdi kurumuna, teminat amacıyla da başvurulabilir. Bu durumda, borçlunun kendisi veya üçüncü bir kişi; alacaklı haricinde güvenilen bir kişiye, borcun güvencesini oluşturmak üzere bir nesneyi tevdi eder. Teminat amacıyla tevdi; rehin, düzensiz teminat amacıyla tevdi ve inancılı teminat amacıyla tevdi şeklinde üçe ayrılır. Erden Kuntalp, “Teminat Kavramı, Teminat Türleri ve Bunlardan Sorumluluk”, **Prof. Dr. Reha Poroy’a Armağan**, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, İstanbul 1995, ss. 263-299, (Kısaltılmışı: Kuntalp, **Teminat**), s. 285-286.

³⁰ Sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminatlar, SerPK m. 46, 47, 55/IV, 73/II, 77/I-II, 78/II-III-IX-X, 79/II-III, 86/IV ve 137/I hükümlerinde düzenlenmiştir.

edecekleri teminatlardır (SerPK m. 46). Bu teminatlarda; teminat alan, teminat veren ve teminat verilmesine yol açan temeldeki hukukî işlem kanunda açıkça belirtilmiştir. Bu kapsamda tesis edilen teminatlarda, borcun ifa modalitelerine uygun bir biçimde yerine getirilmediğinde alacaklının alacağını elde etmesini güvence altına alma amacından ziyade; yatırımcıların, ilişki hâlinde bulundukları ve hizmet aldıkları sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleri sırasında gerçekleşen fiillerden veya bu kurumların iflâsı veya aczi gibi durumlarda alacaklarını elde edememelerinden kaynaklanan zararlarını tazmin etme amacı güdülür. Yine, borsa ve merkezî takas kuruluşlarına, üye kurumları tarafından SerPK m. 73/II ve 77/II hükümleri uyarınca tevdi edilen teminatlarda da alacaklıya güvence sağlamaktan ziyade, bütün bir sistemi ve dolayısıyla da yatırımcıları zarara uğratabilecek takas risklerinin bertaraf edilmesi ve takas güvenliğinin sağlanması amaçlanır³¹.

Teminatlara ilişkin öngörülen ikinci yapı ise, sermaye piyasası kurumları ve onların faaliyetlerinden bağımsız olarak, temeldeki hukukî ilişkinin niteliğine bakılmaksızın, münhasıran konusunu kayden izlenen sermaye piyasası araçlarının oluşturduğu teminat ilişkileridir. Belirtilmelidir ki, sermaye piyasası araçlarının teminat sözleşmelerine konu edilmesine ilişkin ilk özel kanun hükmü niteliğindeki SerPK m. 47'den önce de sermaye piyasası araçları TMK taşınır rehni hükümleri uyarınca teminat verilmekteydi. Ancak TMK hükümlerinin gerek piyasa ihtiyaçlarına cevap verebilecek nitelikte olmayışı gerekse kaydileştirme ile birlikte maddî formunu kaybeden piyasa araçlarına taşınır eşya muamelesi yapılmasının uygunsuzluğu, genel hükümlerden sapan yeni düzenlemelerin yapılmasını zorunlu kılmıştır. Bu kapsamda, konuya ilişkin AB direktifleri ve uluslararası konvansiyonlar gözetilerek ve fakat hiçbir ülkeden doğrudan iktibas edilmeden Türk hukukuna özgü bir biçimde kaleme alınan SerPK m. 47 hükmü çalışmamızın da esas itibarıyla konusunu teşkil etmektedir.

³¹ Sönmez, **a.g.m.**, s. 271.

II. KAYDÎ DEĞERİ KONU EDİNER TEMİNAT SÖZLEŞMELERİNİN TÂBÎ OLDUĞU ORTAK ESASLAR

A. Sözleşmenin Tarafları Bakımından

Sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerinin tarafları bakımından, uluslararası düzenlenmeler ile birtakım sınırlamalar getirilmiştir. Özellikle sözleşmenin tarafları arasındaki güç dengesizlikleri piyasa uyumunun bozulması ve sistemik risklerin vücut bulmasına sebep olacağından, söz konusu sınırlamaların hukuk politikası açısından isabetli olduğu söylenebilir³².

Sözleşmenin taraflarına ilişkin en kapsamlı sınırlama Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 1/II hükmüyle öngörülmüştür. Buna göre, finansal teminat sözleşmesinin taraflarını esas olarak finansal kurumlar³³ oluşturur; gerçek kişi dışında kalan ve tüzel kişiliği olsun veya olmasın finansal kurum niteliği taşımayan kişi veya mal topluluklarının bu türden sözleşmelere taraf olabilmeleri için, sözleşmenin karşı tarafını mutlaka bir finansal kurumun oluşturması gerekir³⁴. Finansal teminat sözleşmelerinin tarafları bakımından söz konusu düzenlemeden çıkarılacak en önemli sonuç, gerçek kişilerin bir finansal teminat sözleşmesi akdetmesinin kesinlikle mümkün olmadığıdır.

UNIDROIT Konvansiyonu'nda ise, teminat sözleşmelerinin tarafları bakımından, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'nin aksine herhangi kısıtlama getirilmemiştir. Bu bakımdan, konvansiyona göre gerçek kişilerin bile bir finansal

³² Erman Benli, **Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmeleri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2017, s. 97.

³³ Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 1/II hükmü uyarınca, teminat sözleşmelerinin tarafı olabilecek finansal kurumlar dört kategori hâlinde sınırlı sayıda belirlenmiştir:
1) Kamu borçlarının idaresinden sorumlu veya müşteri hesabı tutmaya yetkili kamu kurumları;
2) Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası, Uluslararası Takas Bankası, Çok Taraflı Kalkınma Bankası, Uluslararası Para Fonu ve Avrupa Yatırım Bankası;
3) Kredi kurumları, aracı kurumlar ve sigorta şirketleri de dâhil olmak üzere denetime tâbi finansal kurumlar;
4) Takas ve saklama kuruluşları ile merkezî karşı taraf niteliğini haiz kuruluşlar. Bkz. Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 4; Sönmez, **a.g.m.**, s. 286.

³⁴ Teminat sözleşmesinin taraflarını esas olarak finansal kurumların oluşturacağının benimsenmesinin bir neticesi olarak, direktife üye ülkelere, sözleşmenin bir tarafını finansal kurum oluştursa bile, finansal kurum niteliği taşımayan kişi veya mal topluluklarını teminat sözleşmesinin tarafları bakımından kapsam dışında bırakma yetkisi tanınmıştır. Bu takdirde, finansal teminat sözleşmelerini münhasıran finansal kurumlar akdedebilir. Ayrıca bkz. Keijser, Kyrkousi, Bakanos, **a.g.m.**, s. 432.

teminat sözleşmesinin tarafı olabilmeleri mümkündür. Ancak konvansiyonun m. 38/2-a hükmü uyarınca âkit devletlere, gerçek kişileri teminat sözleşmelerinin kapsamı dışarısında bırakacak düzenlemeler yapabilme yetkisi tanınmıştır³⁵.

Türk hukukunda ise, SerPK m. 47 hükmü ile sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerinin tarafları bakımından herhangi bir sınırlama getirilmediği gibi; sözleşmeye taraf olabilecek potansiyel çevrenin daraltılabilmesi yönünde Sermaye Piyasası Kurulu'na tanınan bir yetki de söz konusu değildir. Bu bakımdan, hukukumuzda taraflarını finansal kurumların, finansal niteliği bulunmayan mal veya kişi topluluklarının ve hattâ gerçek kişilerin oluşturduğu finansal teminat sözleşmelerinin akdedilmesinde ve kurulan bu teminat ilişkilerine SerPK m. 47 hükmünün uygulanmasında hukuken hiçbir sakınca yoktur³⁶.

B. Sözleşmenin Konusu Bakımından

Finansal teminat sözleşmelerinin konusunu oluşturabilecek varlıkların kapsamı, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'nin ilk hâlinde sadece nakit ve finansal araçlar³⁷ ile sınırlı olarak belirlense de 2009 yılında çıkarılan ve Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi ile Mutabakat Kesinliği Direktifi'nde değişiklik yapılmasını öngören direktif³⁸ ile bu kapsam, kredi sözleşmelerinden doğan alacak haklarının da dâhil edilmesiyle birlikte genişletilmiştir³⁹. Ancak konu bakımından

³⁵ Keijser, Kyrkousi, Bakanos, **a.g.m.**, s. 433.

³⁶ Sönmez, **a.g.m.**, s. 286 vd.

³⁷ Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 2/I-e hükmü uyarınca finansal araçlar şu şekilde tanımlanmıştır: “*shares in companies and other securities equivalent to shares in companies and bonds and other forms of debt instruments if these are negotiable on the capital market, and any other securities which are normally dealt in and which give the right to acquire any such shares, bonds or other securities by subscription, purchase or exchange or which give rise to a cash settlement (excluding instruments of payment), including units in collective investment undertakings, money market instruments and claims relating to or rights in or in respect of any of the foregoing*”

³⁸ Directive 2009/44/EC of the European Parliament and of the Council of 6 May 2009 amending Directive 98/26/EC on settlement finality in payment and securities settlement systems and Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements as regards linked systems and credit claims.

³⁹ Direktifle teminat konusu olabileceği belirlenen alacak hakları, her türden alacak haklarını değil; sadece kredi veren kuruluşlarının akdettikleri kredi sözleşmelerinden kaynaklanan parasal alacakları ifade eder. Bkz. 2009/44/EC ile eklenen Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi (2002/47/EC) m. 2/I-o: “*credit claims means pecuniary claims arising out of an agreement whereby a credit institution, as defined in Article 4(1) of Directive 2006/48/EC, including the institutions listed in Article 2 of that Directive, grants credit in the form of a loan.*” Söz konusu değişiklik

belirlenen bu geniş kapsam, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 1/IV-b ve c hükümleriyle sınırlandırılmıştır. Buna göre, teminat verenin kendisine veya yakından ilişki hâlinde bulunduğu teşebbüslere ait paylar ile tüketici veya küçük işletmelerin kredi alacakları; finansal teminat sözleşmelerinin konu bakımından kapsamı dışında bırakılmıştır⁴⁰.

Konuya ilişkin UNIDROIT Konvansiyonu'nda yapılan düzenlemelere bakıldığında ise, finansal teminat sözleşmelerinin konusunun esasen “aracılı menkul kıymetler⁴¹” olarak belirlendiği görülmektedir. Söz konusu kapsam, konvansiyonun m. 38/2-b hükmü uyarınca daraltılmıştır. Buna göre, âkit devletlerin iç hukuk düzenlemelerinde borsada veya düzenlenmiş piyasalarda işlem görmeyen aracılı menkul kıymetleri, finansal teminat sözleşmelerinin konu bakımından kapsamı dışında bırakma yetkisi mevcuttur.

SerPK m. 47 hükmünün birinci fıkrasında, sermaye piyasası araçlarını konu alan teminat sözleşmelerinin konu bakımından kapsamı “*MKK nezdinde kayden izlenen sermaye piyasası araçları*” olarak belirlenmiştir. Hükmün, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi ile UNIDROIT Konvansiyonu'na nazaran çok daha sınırlı bir kapsam çizdiği söylenebilir. Aynı kanunun m. 137/I hükmünde⁴² ise, Cumhurbaşkanı kararı ile m. 47 hükmünün, MKK nezdinde kayden izlenmeyen tüm veya bazı sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerine de uygulanması mümkün kılınmıştır⁴³. Mevcut durumda, kayden izlenmeyen sermaye piyasası araçları; nakit ve

banka bilançolarının en önemli aktif kalemlerinden birini oluşturan ancak nakde çevrilmediği için atıl kalan kredi alacaklarının iktisadî anlamda etkinleştirildiği söylenebilir. Bkz. Ergincan, Yayla, **a.g.m.**, s. 3.

⁴⁰ Keijser, Kyrkousi, Bakanos, **a.g.m.**, s. 435-436.

⁴¹ Konvansiyonun tanımlar başlıklı m. 1/b hükmü uyarınca aracılı menkul kıymetler “*sermaye piyasası aracı hesabının alacaklandırılması suretiyle işletilen menkul kıymetler*” şeklinde tanımlanmıştır. Anılan hükmün İngilizce metni şu şekildedir: “*intermediated securities means securities credited to a securities account or rights or interests in securities resulting from the credit of securities to a securities account*”.

⁴² 703 sayılı KHK'nın 165/h hükmü ile değişik, RG. T. 9.7.2018, S. 30473 (3. Mükerrer).

⁴³ Cumhurbaşkanı'na tanınan bu yetkinin, kayden izlenmeyen sermaye piyasası araçlarından hangisi veya hangilerinin SerPK m. 47 hükmü kapsamı altına alınacağı bakımından herhangi bir kriter öngörmemesi ve böyle bir belirlemenin ancak sermaye piyasasının otoritesi konumundaki Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılabileceği sebepleriyle m. 137/I hükmünün hukukî öngörülebilirlikten uzak olduğu hakkında bkz. Benli, **a.g.e.**, s. 95.

kambiyo senetlerinin oluşturduğu para piyasası araçları (esasinda sermaye piyasası aracı niteliği taşımayan tüm araçlar) ile kredi alacaklarının SerPK m. 47'nin uygulanacağı bir teminat sözleşmesine konu edilmesi mümkün değildir. Ancak bunların, genel hükümler çerçevesinde teminat sözleşmelerine konu edilmesi pekâlâ mümkündür.

SerPK m. 47 hükmünün uygulama alanını genişleten diğer bir düzenleme ise m. 78/II hükmüdür: “...*Merkezî karşı taraf hizmeti çerçevesinde takas kuruluşları tarafından alınan teminatların mülkiyeti takas kuruluşuna geçer. Mülkiyeti takas kuruluşuna geçen teminatlara aksi kanunda öngörülmedikçe 47 nci maddenin ikinci ve beşinci fıkraları ile dördüncü fıkrasının (a) bendi uygulanır...*”. Merkezî Karşı Taraf Yönetmeliği⁴⁴ m. 19 hükmünde; nakit, devlet iç borçlanma senetleri, borsaya kote edilen veya edilmeyen pay senetleri, teminat mektupları ve borsada işlem gören altın gibi araçların merkezî karşı taraf⁴⁵ hizmeti yürüten üye kuruluşlar tarafından Takasbank’a teminat amacıyla tevdi edilebileceği düzenlenmiştir. SerPK m. 78/II hükmünde yapılan açık gönderme uyarınca, konusunu kayden izlenen sermaye piyasası araçları oluşturmaya bile, merkezî karşı taraf uygulaması kapsamında Takasbank’a tevdi edilen teminatlara da SerPK m. 47'nin ilgili hükümleri uygulanacaktır⁴⁶.

C. Temeldeki Hukukî İlişkinin Niteliği Bakımından

Konusunu bir sermaye piyasası aracının oluşturduğu teminat sözleşmeleri, münhasıran sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan borç ilişkilerini güvence altına alabileceği gibi; sermaye piyasası işlemleri dışında kalan ticarî borç ilişkilerini veya iki gerçek kişi arasındaki adî borç ilişkilerini de güvence altına alabilir. Finansal

⁴⁴ İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezî Karşı Taraf Yönetmeliği, RG. T. 14.08.2013, S. 28735.

⁴⁵ Malî piyasadaki sistemik riskin azaltılması ve kredi riskinin önlenmesi amacıyla SerPK m. 78 ile Türk sermaye piyasası hukukunda bir yenilik olarak merkezî karşı taraf kavramı getirilmiştir. Merkezî karşı taraf uygulamasında, merkezî takas kuruluşu, takas işlemlerinin tamamlanabilmesinin bir garantisi olarak, alıcıya karşı satıcı; satıcıya karşı ise alıcı rolü üstlenir. Kanun gerekçesine göre, takas işleminin sona erdirilmesinde takas kuruluşuna tevdi edilen teminatların da kullanılabileceği hususu gözetildiğinde, merkezî karşı taraf uygulaması; bu teminatların rehin ve haciz gibi hukukî işlemlere karşı korunması bakımından önem taşır.

⁴⁶ SerPK m. 47 uyarınca sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerinin konu bakımından kapsamı hakkında açıklamalar için bkz. Sönmez, **a.g.e.**, s. 283 vd.

teminat sözleşmelerine ilişkin öngörülen özel hükümlerin, münhasıran sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan borç ilişkilerini güvence altına alan teminatlara mı uygulanacağı sorunu, esasında bir hukuk politikası tercihidir. Söz konusu tercih, finansal teminat sözleşmelerinin taraflar bakımından kapsamına ilişkin benimsenen anlayış ile benzerlik gösterir. Meselâ, teminat sözleşmesine taraf olabilecek potansiyel çevrenin sadece finansal kurumlardan oluştuğu bir hukuk düzeninde, finansal teminat sözleşmesi ile güvence altına alınabilecek borç ilişkilerinin sadece finansal işlemler olabileceği söylenebilir. Ancak, teminat sözleşmesinin tarafı olabilecek geniş bir potansiyel çevre öngörülmüşse, bu takdirde finansal teminat sözleşmesi ile güvence altına alınabilecek potansiyel borç ilişkilerinin kapsamının da aynı ölçüde genişlediği söylenebilir⁴⁷.

Konuyla ilişkin uluslararası düzenlemelerdeki genel yaklaşım, finansal teminatın verilmesine yol açan hukukî ilişkinin niteliği bakımından herhangi bir sınırlama getirilmesinin uygun olmadığı yönündedir. Nitekim Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 2/I-f ve UNIDROIT Konvansiyonu m. 31/d hükümlerinde, kaynağının niteliği ne olursa olsun, her türlü borç için konusunu bir finansal varlığın oluşturduğu teminat sözleşmelerinin akdedilebileceği öngörülmüştür. Ancak anılan direktifte, UNIDROIT Konvansiyon'dan farklı olarak; nakit ödemesi veya finansal aracın teslimi yollarının dışında bir ifa modalitesinin belirlenmesi hâlinde, söz konusu borç ilişkisini güvence altına alan teminata direktif hükümlerinin uygulanmayacağı öngörülmüştür. Başka bir deyişle, direktif kapsamında verilen ve konusunu bir finansal varlığın oluşturduğu teminat sözleşmelerinin güvence altına aldığı borçların; nakit ödemesi veya finansal varlığın teslimi yollarıyla ifa edilmesi zorunluluğu getirilmiştir.

SerPK m. 47 hükmüne bakıldığında ise, taraflara ilişkin bir sınırlama öngörülmeişinin bir uzantısı olarak, teminat sözleşmesinin akdedilmesine yol açan temeldeki hukukî ilişkinin niteliğinin kapsamı bakımından da herhangi bir sınırlama getirilmediği görülmektedir⁴⁸. Buna göre, taraflar arasındaki borç ilişkisinin niteliği ne

⁴⁷ Sönmez, **a.g.e.**, s. 288-289.

⁴⁸ Sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanmayan ve ticarî ilişkilerden veya iki gerçek kişi arasındaki ticarî olmayan ilişkilerden doğacak borçların; finansal teminat sözleşmeleriyle güvence altına alınmasının doğru bir hukuk politikası olmadığı hakkında bkz. Benli, **a.g.e.**, s. 98. Yazara

olursa olsun, ister bir sermaye piyasası işlemi, isterse de ticarî veya adî bir borç ilişkisi, konusunu MKK nezdinde kayden izlenen bir sermaye piyasası aracının oluşturduğu teminat sözleşmesi ile güvence altına alınabilir. Belirtilmelidir ki, SerPK m. 47 kapsamında verilen bir finansal teminat ile güvence altına alınan borcun, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'nden farklı olarak, nakit ödemesi veya finansal aracın teslimi yollarıyla ifa edilmesi zorunluluğu da bulunmamaktadır. Borç, farklı bir yolla ifa edilse de bile, teminat sözleşmesine SerPK m. 47 hükmü uygulanır.

D. Sözleşmenin Hukukî Niteliği Bakımından

Kaydî sermaye piyasası araçları; senet unsurunun bertaraf edilmesi sebebiyle, nisbî nitelikteki ortaklık veya alacak haklarının çıplak olarak kendisini ifade eder⁴⁹. Dolayısıyla, hak niteliğindeki bu kaydî değerlerin üzerinde tesis edilen teminatlara, birbiriyle paralel hükümler içeren SerPK m. 47/I ile TMK m. 955'in uygulanma kabiliyeti bulunmaktadır. Teminat sözleşmesinin hukukî niteliğinin belirlenebilmesi için, öncelikle bu iki hüküm arasındaki ilişkinin ortaya konması, başka bir ifade ile SerPK m. 47/I hükmünün genel hüküm niteliğindeki TMK m. 955 hükmünün bir tekrarı olup olmadığının tespit edilmesi gerekir.

Cismanî varlığı bulunmayan alacakların ve diğer hakların⁵⁰ üzerinde de tıpkı eşya gibi rehin hakkı tesis edilebilmesi mümkündür⁵¹ (TMK m. 954 vd.). Bunun için,

göre, SerPK m. 47 hükmünün amaçlarından birinin piyasadaki sistemik riskleri önlemek olduğundan; bu hükmün uygulama alanının da (tıpkı 3213 sayılı Maden Kanunu m. 42/I hükmünde, maden ipoteğinin, madencinin sadece maden işinden doğan borcunu teminat altına alma amacıyla tesis edilebilmesi gibi) sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan borç ilişkilerine hasredilmesi gerekirdi.

⁴⁹ Birinci Bölüm/III/E.

⁵⁰ Her ne kadar kanun koyucu tarafından özel olarak belirtilse de “alacak rehni”, “hak rehni” kavramının kapsamı altındadır. Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 3; Ergüne, **a.g.m.**, s. 744 dn. 21.

⁵¹ Hak rehninin hukukî niteliği, bir başka deyişle teknik anlamda rehin hakkı olup olmadığı tartışmalıdır. Tartışmalar için bkz. ZK-ZGB-Haab, Einl. N. 41; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 5 vd.; Ergüne, **a.g.e.**, N. 33 vd. Bir görüşe göre, alacak veya diğer haklar üzerinde kurulan rehin, eşya üzerinde kurulan rehin ile aynı niteliktedir. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 899, N. 5-6; Jürgen Damrau, **Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 7: Sachenrecht §§ 854-1296, WEG, ErbbauRG**, 8. Auflage (Redakteur: Reinhard Gaier), 2020 (Kısaltılmışı: MüKo-BGB-Damrau), § 1273 N. 1; Erol Cansel, **Türk Menkul Rehni Hukuku C. I: Teslim Şartlı Menkul Rehni**, Sevinç Matbaası, Ankara 1967, s. 11; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 9-10. Hak rehninin sınırlı bir aynî hak olmakla birlikte mutlak etkisinin sınırlı olduğu yönünde bkz. BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 153c. Diğer görüşe göre, her ne kadar TMK taşınır rehnini düzenleyen hükümler arasında yer alsada, alacak ve diğer haklar üzerinde tesis edilen rehin hakkı, sahibine aynî hak sağlamaz; hak rehni sahibi, rehin konusu alacak ile eş nitelikte bir hakka sahiptir.

rehin konusu hakkın devredilebilir ve paraya çevrilebilir olması gerekir⁵² (TMK 954/I). Şu hâlde tedavül yeteneğine sahip kaydı değerler üzerinde TMK kapsamında hak rehni tesis edilebilir. Aksine bir düzenleme olmaması hâlinde, alacak ve diğer hakların rehnine teslimine bağlı taşınır rehni hükümleri uygulanır (TMK m. 954/II). Yine TMK m. 955 hükmü uyarınca, hak rehminin kazanılması; rehin konusunun senede bağlanmış veya bağlanmamış alacak yahut diğer bir hak olmasına göre değişkenlik arz eder: “*Senede bağlanmış olan veya olmayan alacakların rehni için rehin sözleşmesinin yazılı şekilde yapılması ve senede bağlı alacaklarda senedin teslim edilmesi gerekir ... Diğer hakların rehinde, yazılı rehin sözleşmesiyle birlikte, bu hakların devri için öngörülen şekle uyulması gerekir*”.

Hak üzerinde rehin tesis edilebilmesi için, rehin alan ile veren arasında yazılı⁵³ bir rehin sözleşmesi akdedilmelidir. Senede bağlanmamış haklarda, rehin sözleşmesinin etkisi kurucudur. Ortada teslim edilecek bir senet bulunmadığından, yazılı rehin sözleşmesinin kurulduğu anda rehin hakkı doğar ve rehinli alacaklı sırasını bu sözleşmenin tarihine göre alır. Dolayısıyla buradaki yazılı rehin sözleşmesi, rehin

M. Kemal Oğuzman, Özer Seliçi, Saibe Oktay-Özdemir, **Eşya Hukuku**, 20. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul 2017, N. 3796; Hüseyin Hatemi, Rona Serozan, Abdülkadir Arpacı, **Eşya Hukuku**, Filiz Kitabevi, İstanbul 1991, s. 361-362. Bizim de katıldığımız diğer bir görüşe göre ise, aynı haklar sadece eşya üzerinde tesis edilebilir; bu sebeple alacak ve diğer haklar üzerinde tesis edilen rehin aynı hak niteliğini haiz olamaz. Ancak hak üzerinde rehin hakkı kazanan alacaklı, borcun ifa edilmemesi hâlinde teminat konusu hakkın paraya çevrilmesi suretiyle alacağını karşılama yetkisi bakımından mutlak bir hakka sahip olur. Ferit H. Saymen, Halid K. Elbir, **Türk Eşya Hukuku Dersleri**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1963, s. 690; Nuşin Ayiter, **Eşya Hukuku Kısa Ders Kitabı**, 3. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 1987, s. 194, 196; Ergüne, **a.g.e.**, N. 36. Hak üzerinde kurulan rehmin, sahibine mutlak bir hak bahşetmesi sebebiyle bunun aynı hakka benzer bir hak olduğu hakkında bkz. Bülent Köprülü, Selim Kaneti, **Sınırlı Aynı Haklar**, 2. Bası, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, İstanbul 1982-1983, s. 536.

⁵² Sözleşme veya hukukî ilişkinin niteliği gereği devri veya parayla ölçülebilmesi mümkün olmayan haklar üzerinde rehin kurulamaz. Söz konusu zorunluluk kanunda belirtilmese de hakkın mahiyeti gereği mevcuttur. Zira rehin hakkı, sahibine alacağını rehin konusunun değerinden öncelikle tahsil etme yetkisi verir. Peter Tuor, Bernhard Schnyder, Jörg Schmid, Alexandra Rumo-Jungo, **Das Schweizerische Zivilgesetzbuch**, 13. Auflage, Schulthess Juristische Medien AG, Zürich-Basel-Genf 2009, s. 1170, N. 14; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3799; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 536; Ergüne, **a.g.e.**, N. 41; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1341.

⁵³ Hak üzerinde rehin hakkı kuran sözleşme, rehnedilen hakkın devri için öngörülen şekil şartına tâbidir. Hans-Jürgen Lwowski, **Kreditsicherheiten**, 5. Auflage, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 1982, s. 65; MüKo-BGB-Damrau, § 1274, N. 2.

kurmaya yönelik borçlandırıcı işlemi değil; tasarruf işlemi ifade eder ve teslim şartlı taşınır rehnindeki aynî sözleşmeyi karşılar⁵⁴.

Senede bağlanmış alacaklarda ise, rehin tesis edilebilmesi için, yazılı rehin sözleşmesine ilâveten senedin zilyetliğinin⁵⁵ rehin alana devredilmesi gerekir. Senede bağlanmış alacakları TMK m. 955/I uyarınca konu edinen yazılı rehin sözleşmeleri borçlandırıcı işlem niteliğinde değildir⁵⁶. Buradaki yazılı rehin sözleşmesi, rehin hakkının kurulmasına yönelik bir tasarruf işlemi olarak aynî sözleşmeyi ifade eder. Zilyetliğin devri ise, aynî sözleşmenin hüküm ve sonuçlarını doğurabilmesi (rehin hakkının kurulması) için gerçekleştirilmesi gereken kanunî bir şarttır⁵⁷. Zilyetliğin devri, aynî sözleşmeden bağımsız bir işlem olarak⁵⁸ aynî sözleşme ile birlikte tasarruf işlemi oluşturur⁵⁹. Şu hâlde, senede bağlı alacak üzerinde rehin kurulmasını sağlayan

⁵⁴ ZK-ZGB-Oftringer/Bär, Art. 900, N. 13; BK-ZGB-Zobl, Art. 900, N. 35; BSK-ZGB-Bauer, Art. 900, N. 3; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 35; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3804; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 540; Kemal Tahir Gürsoy, Fikret Eren, Erol Cansel, **Türk Eşya Hukuku**, 2. Bası, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, Ankara 1984, s. 1129; Seda İrem Çakırca, **Adi Alacakların Rehni**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2006, s. 35; Ergüne, **a.g.m.**, s. 745; Turhan Esener, Kudret Güven, **Eşya Hukuku**, 7. Bası, Yetkin Yayınevi, Ankara 2017, s. 563; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1347.

⁵⁵ Her ne kadar TMK m. 955/I hükmünde sadece “teslimden” bahsedilmişse de bundan anlaşılması gereken teslimle bağlı taşınır rehnindeki esaslar çerçevesinde senedin zilyetliğinin devredilmesidir. Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1348.

⁵⁶ TMK’da borçlandırıcı işlem niteliğindeki rehin sözleşmesine dair bir düzenleme bulunmaması, yapılan yazılı rehin sözleşmesinin niteliği konusunda tartışmalara yol açmıştır. Bir görüşe göre, senede bağlanmış alacaklarda akdedilen yazılı rehin sözleşmesi (tıpkı teslimle bağlı taşınır rehninde olduğu gibi) borçlandırıcı işlemi; akabinde gerçekleştirilen senedin zilyetliğinin devri ise tasarruf işlemi ifade eder. Bu noktada akdedilen yazılı rehin sözleşmesi, senedin zilyetliğinin rehin verenden rehin alana geçirilmesi borcunu doğurur. Rehnin tesis edilmesi bu borcun ifasına bağlıdır. ZK-ZGB-Oftringer/Bär, Art. 900, N. 12; BK-ZGB-Zobl, Art. 900, N. 58; BSK-ZGB-Bauer, Art. 900, N. 6.

⁵⁷ Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3804; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1348; Ergüne, **a.g.e.**, N. 49.

⁵⁸ Zilyetliğin devri ile aynî sözleşme, çoğu zaman aynı anda gerçekleşse de iki ayrı hukukî işlemlerdir. Zilyetliğin devrinin, aynî sözleşmenin kurulmasından daha sonra gerçekleştirilmesi mümkündür. Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 846. Zilyetliğin devri, hakkın doğması için aynî sözleşmeye eklenmesi gereken tamamlayıcı olgu niteliğindedir. Necip Kocayusufoğlu, **Borçlar Hukuku Genel Bölüm, Birinci Cilt: Borçlar Hukukuna Giriş, Hukukî İşlem, Sözleşme**, 4. Basıdan 7. Tıpkı Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul 2017, s. 96, N. 6. Zilyetliğin devrinin aynî sözleşmenin bir parçası olduğu hakkında aksi görüş için bkz. ve. karşı. Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 36; A. Lâle Sirmen, **Eşya Hukuku**, 7. Bası, Yetkin Yayınları, Ankara, 2019 (Kısaltılmışı: Sirmen, **Eşya**), s. 505.

⁵⁹ Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 540 dn. 14; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 36; Bilgehan Çetiner, **Taşınmaz Teminatı**, Filiz Kitabevi, İstanbul 2015, s. 33; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3804; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1348; Ergüne, **a.g.e.**, N. 49.

tasarruf işlemi iki ayrı hukukî işlemten oluşur: yazılı rehin sözleşmesi (aynî sözleşme) ile senedin zilyetliğinin devri⁶⁰. Rehinli alacaklı sırasını, söz konusu iki işlemin tamamlandığı tarihe göre alır.

Taşınır mülkiyetinin devrine (TMK 763) ve taşınır rehnine (TMK m. 939) ilişkin hükümlerde olduğu gibi, alacak ve diğer haklar üzerinde rehin tesis edilmesini düzenleyen TMK m. 954 vd. hükümlerinde de borçlandırıcı işlemten hiç söz edilmemiştir⁶¹. TMK’da bahsedilen yazılı rehin sözleşmesi, rehin hakkının kurulmasını sağlayan aynî sözleşme niteliğinde olup, alacağın senede bağlanmış olup olmamasına göre tasarruf işleminin ya tamamını ya da zilyetliğin devriyle birlikte bir kısmını teşkil eder. Bu noktada, aynî sözleşmeyi, borçlandırıcı işlem niteliğindeki rehin sözleşmesinden ayırt etmek gerekir⁶². Salt borçlar hukuku karakterli bir sözleşme niteliğindeki rehin sözleşmesi, TBK m. 1 kapsamında, rehnin hukukî sebebini (*causa*) teşkil eder. Bu sözleşme esaslı unsurlarının kanunda detaylarıyla düzenlenmemesi sebebiyle isimsiz (atipik) bir sözleşmedir ve TBK genel hükümlerine tâbidir⁶³.

⁶⁰ Hakkın kazanılması sadece tarafların irade beyanları (aynî sözleşme) ile gerçekleşmeyip ilâveten zilyetliğin devri de gerekiyorsa “real tasarruf işleminden” bahsedilir. Real sözleşmeler, borçlandırıcı nitelik de taşıyabilir. Meselâ Roma Hukukunda borçlandırıcı nitelikteki âriyet sözleşmelerinin kurulması için şeyin âriyet alana teslim edilmesi gerekmektedir. Kocayusufoğlu, **a.g.e.**, s. 96-97, N. 6.

⁶¹ Anılan hükümlerde borçlandırıcı işlemin yanı sıra, aynî sözleşme kavramından ve sebebe bağlılık (illilik) prensibinin geçerli olup olmadığından da bahsedilmemektedir. TMK m. 1024-1025 hükümlerinde taşınmaz eşyada tescilin geçerli bir hukukî sebebe dayanması gerektiğini açıkça düzenleyen kanun koyucunun, taşınır eşya bakımından sebebe bağlılık konusunda suskun kalması öğretide tartışmalara yol açmıştır. Bir görüşe göre, taşınmaz eşyada olduğu gibi taşınır eşyanın rehinde de sebebe bağlılık ilkesi geçerlidir. Borçlandırıcı işlem niteliğindeki rehin sözleşmesinde mevcut olan bir geçersizlik hâli, tasarruf işlemi (aynî sözleşme ve/veya zilyetliğin devri) de geçersiz kılar. Bu takdirde aynî hakkın doğması söz konusu değildir. Sebebe bağlılık prensibini kabul eden yazarlar için bkz. Ergüne, **a.g.e.**, N. 275, dn. 104. İkinci görüşe göre, taşınır rehinde soyutluk ilkesi geçerlidir. Borçlandırıcı işlem niteliğindeki rehin sözleşmesinde bulunan geçersizlik hâlleri, aynî hakkın doğumuna engel olmaz; meğerki aynî sözleşmede bir geçersizlik hâli bulunsun. Geçerli bir hukukî sebebe dayalı olmaksızın alacaklı lehine kazanılan rehin hakkı sebepsiz zenginleşme teşkil eder. Bu takdirde, rehin veren, açacağı sebepsiz zenginleşme davasıyla taşınırın iadesini talep edebilir. Soyutluk prensibini kabul eden yazarlar için bkz. Ergüne, **a.g.e.**, N. 277, dn. 108.

⁶² Cansel, **a.g.e.**, s. 45-56. Çetiner, İsviçre ve Almanya öğretisi ile yargı kararlarında kavram birliği bulunmaması sebebiyle, rehin sözleşmesini “teminat sözleşmesi”; aynî sözleşmeyi ise “teminat sağlama sözleşmesi” kavramlarıyla ifade etmektedir. Teminat sağlama sözleşmesi, borçlandırıcı işlem niteliğindeki rehin (teminat) sözleşmesinden doğan borcun ifası amacıyla akdedilen aynî bir sözleşmedir. Çetiner, **a.g.e.**, s. 33 dn. 63.

⁶³ Rehin sözleşmesinin esaslı unsurlarını teminatın kurulmasına yönelik taraflar arasındaki irade uyumu ve taşınır veya senede bağlanmış bir hakkın rehni hâllerinde zilyetliğin rehinli alacaklıya devredileceğine ilişkin taraflar arasındaki mutabakat oluşturur. Ergüne, **a.g.e.**, N. 241. Rehin

Dolayısıyla, TBK m. 12/I hükmü uyarınca, borçlandırııcı işlem niteliğindeki rehin sözleşmesi, TMK’da bahsedilen aynî sözleşme niteliğindeki yazılı rehin sözleşmesinden farklı olarak herhangi bir şekle bağlı değildir⁶⁴.

Aynî sözleşme ise, rehin sözleşmesinden farklı olarak taraflar bakımından herhangi bir borç doğurmaz. Aynî sözleşme, bir aynî hakkın kurulmasını veya devredilmesini sağlayan bir akit olarak tasarruf işlemi aşamasında taraflar arasında var olması gereken⁶⁵ irade uyuşmasını ifade eder⁶⁶. Meselâ senede bağlanmış bir alacağın rehnindeki aynî sözleşme, senedin zilyetliğinin rehin kurmak amacıyla devredildiği noktasında taraflar arasındaki anlaşmadır. Burada taraflardan biri, zilyetliğin; rehin tesisi değil de alacağın temliki amacıyla devredildiğini düşünüyorsa, rehin hakkı doğmaz. Aynî sözleşmenin, rehin sözleşmesinin içerisinde eş zamanlı olarak akdedilmesi mümkün ve hattâ yaygındır⁶⁷. Ancak burada görünüşteki birliktelik, rehin sözleşmesi ile aynî sözleşmenin iki ayrı hukukî işlem olduğu gerçeğini değiştirmez⁶⁸.

verenin, sözleşmeden doğan borcunu ifa etmemesi hâlinde, alacaklı borcun yerine getirilmesini dava yoluyla talep edebilir. Dava sonucundan elde edilen mahkeme hükmü, rehin verenin tasarruf işleminde vermesi gereken irade beyanı yerine geçer. Senede bağlanmamış alacaklarda, mahkeme hükmüyle rehin hakkı doğar. Senede bağlanmış alacaklarda ise, rehin hakkı senedin zilyetliğinin cebri icra yoluyla rehin alana devredildiği anda kurulur. Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 42.

⁶⁴ Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 538; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 41; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1345. Borçlandırııcı işlem niteliğindeki rehin sözleşmesinin yazılı şekle tâbi olduğu yönünde bkz. Rona Serozan, **Eşya Hukuku I**, 3. Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul 2014, N. 1478.

⁶⁵ Kanun koyucunun suskunluğuna rağmen, taşınır mülkiyetinin devrinde ve rehinde tasarruf işlemi aşamasında aynî sözleşmenin gerçekleşmesi gerektiği öğretide kabul edilmektedir. Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 479; Cansel, **a.g.e.**, s. 89; Gürsoy, Eren, Cansel, **a.g.e.**, s. 672; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 2583; Turgut Öz, **Öğreti ve Uygulamada Sebepsiz Zenginleşme**, Kazancı Hukuk Yayınları, İstanbul 1990, s. 183 vd.; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 36; Hatemi, Serozan, Arpacı, **a.g.e.**, s. 308 vd; Ergüne, **a.g.e.**, N. 269.

⁶⁶ Aynî sözleşme kavramı hakkında bkz. Erol Cansel, “Menkul Mülkiyetinin Geçişinin İlliği Meselesi ve Aynî Sözleşme Kavramı”, **İmran Öktem’e Armağan**, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, Ankara 1970, ss. 333-358, s. 350 vd.; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 470; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 2583; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 844 vd.; Mehmet Serkan Ergüne, **Taşınır Mülkiyeti**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017 (Kısaltılmışı: Ergüne, **Mülkiyet**), N. 220 vd.; Ergüne, **a.g.e.**, N. 269 vd.

⁶⁷ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 900, N. 13; BK-ZGB-Zobl, Art. 900, N. 35-36; BSK-ZGB-Bauer, Art. 900, N. 3; Kuhn, **a.g.e.**, § 23 N. 36.

⁶⁸ Kuhn, **a.g.e.**, § 23 N. 36; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 480; Hatemi, Serozan, Arpacı, **a.g.e.**, s. 308; Tufan Ögüz, “Motorlu Araçların Rehnine İlişkin Uygulamanın Kamuya Açıklık Aleniyet İlkesi Açısından Değerlendirilmesi”, **Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan**, Beta, İstanbul 2000, ss. 693-725, s. 697 dn. 7; Ergüne, **a.g.e.**, N. 271; Çetiner, **a.g.e.**, s. 33 dn. 64. Aynı sözleşmenin çoğunlukla örtülü irade uyuşması ile gerçekleştiği yönünde bkz. Öz, **a.g.e.**, s. 199.

Aynı anda akdedilseler bile, rehin sözleşmesi borçlandırıcı işlemi; aynî sözleşme ise tasarruf işlemini teşkil eder.

Kaydî değerleri konu edinen teminat sözleşmelerine ilişkin mevzuatımızda bulunan iki hüküm arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla değerlendirilmesi gereken ilk husus, SerPK m. 47'nin işlevinin, TBK m. 12/I hükmü gereği herhangi bir şekle tâbi olmayan borçlandırıcı işlem niteliğindeki teminat sözleşmelerine yazılı şekil şartı getirmekten ibaret olup olmadığıdır⁶⁹. Bu noktada SerPK m. 47 hükmünde düzenlenen teminat sözleşmelerinin, TMK 955 hükmündeki teminat sözleşmeleri gibi teminatı doğrudan kuran aynî nitelikte bir akit mi yoksa söz konusu akde sebep (*causa*) teşkil eden bir borçlandırıcı işlem mi olduğu tespit edilmelidir.

SerPK m. 47 ile TMK m. 955 hükümleri lafzıyla birlikte değerlendirildiğinde, her iki düzenlemede de teminat kurma vaadini içeren teminat sözleşmelerinin değil, teminatı sağlayan aynî nitelikteki teminat sözleşmelerinin düzenlendiği anlaşılmaktadır. Şu hâlde SerPK m. 47 ile düzenlenen teminat sözleşmelerinin, tıpkı TMK m. 955 hükmünde bahsedilen yazılı rehin sözleşmeleri gibi, etkisinin kurucu nitelikte olduğunu ve tasarruf işlemi aşamasındaki aynî sözleşmeyi teşkil ettiğini kabul etmek isabetli olur⁷⁰. Bu anlamda, teminatın **tesis edilmesi bakımından** SerPK m. 47 hükmü TMK m. 955'in tekrarı niteliğindedir. SerPK m. 47 kapsamında akdedilen teminat sözleşmeleri tasarruf işlemi niteliğini haizdir. Bununla birlikte, SerPK m. 47 ile getirilen yeni rejim, TMK kapsamında düzenlenen tipik hak rehninden farkını aşağıda ayrıntısıyla açıklanacağı üzere teminatın **hükümleri bakımından** gösterir⁷¹.

E. Merkezî Kayıt Talebinin/MKK'ya Bildirimin Tasarruf İşlemi İçerisindeki Yeri

Kaydî değerleri konu edinen teminat sözleşmelerinin hukukî niteliğine ilişkin olarak açıklığa kavuşturulması gereken diğer bir husus, hakkın kurulmasından sonra MKK nezdinde yapılan *kayıt talebinin* tasarruf işlemi içerisinde yer alıp almadığı

⁶⁹ SerPK m. 47'de öngörülen şekil şartı hakkında açıklamalar hakkında bkz. İkinci Bölüm/II/F.

⁷⁰ Aynı yönde bkz. Urkan, **a.g.e.**, s. 22; Seçer, **a.g.m.**, s. 182; Sirmen, **Eşya**, s. 700 dn. 484; Sönmez, **a.g.m.**, s. 302-303; Ergüne, **a.g.m.**, s. 747; Benli, **a.g.e.**, s. 141. SerPK m. 47 hükmünde düzenlenen teminat sözleşmelerinin borçlandırıcı işlem niteliğinde olduğu hakkında aksi yöndeki görüş için bkz. Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 364.

⁷¹ Bkz. Üçüncü Bölüm.

sorunudur. Bu noktada hemen ifade edelim ki; haricen iktisap edilmiş hakların merkezî kayıt sistemine yansıtılmasını sağlamak amacıyla kayıt talebinde bulunulması SerPK m. 13/V anlamında bir bildirim teşkil eder. Dolayısıyla *merkezî kayıt talebinin* tasarruf işlemi içerisindeki yeri tespit edilirken MKK'ya yapılacak bildirimin de değerlendirilmesi gerekir.

Öğretide bir görüşe göre⁷², kaydî değerler taşınır eşya niteliğinde niteliğindedir ve bunlar üzerinde tesis edilen teminatlara TMK teslim şartlı taşınır rehni hükümleri uygulanmalıdır. Bu takdirde MKK nezdinde yapılan kayıt, bir tasarruf işlemi olarak taşınır rehnindeki zilyetliğin devri işlevi görür. Hattâ bu görüş uyarınca, kaydî değerlerin taşınır değil de bir hak olarak kabul edildiği varsayımında bile MKK nezdinde gerçekleştirilen kayıtlar tasarruf işleminin bir parçasını oluşturur. Zira TMK m. 955/III hükmüne istinaden, MKK nezdinde yapılan kayıt, kaydî değerlerin devri için gerçekleştirilmesi gereken şekil şartıdır. Kaydî değerleri konu edinen aynî akit niteliğindeki teminat sözleşmeleri hakkın tesisi bakımından kurucu etkiye sahip değildir. Hakkın kurulması, MKK nezdinde yapılacak kayıt ile gerçekleşir. Şu hâlde, anılan görüş uyarınca kaydî değerlerin hukukî niteliği, MKK kayıtlarının hukukî niteliği bakımından pratik bir fark yaratmaz. Merkezî kayıt işlemi, her halükârda aynî sözleşme ile birlikte tasarruf işlemini oluşturur.

Belirtilmelidir ki; bir kaydî değer üzerinde merkezî kayıt sistemine yansımayacak şekilde hak tesis edilmesi teminat veya intifa işlemlerinde ya da borsa dışında gerçekleştirilen alım-satım işlemlerinde mümkündür. Açıklayıcı kayıt sisteminin benimsendiği Türk sermaye piyasalarında -kural olarak- merkezî kayıt işlemi yapılmaksızın da kaydî değer üzerinde hak iktisap edilebilmektedir. Hattâ kanaatimizce borsada gerçekleştirilen alım-satım işlemleri bakımından da merkezî kayıt işlemleri hakka doğrudan etki etmeyen, sadece mevcut hakkı açıklayıcı niteliktedir⁷³. Dolayısıyla merkezî kayıt işlemine yönelik talebin/bildirimin hakkın doğumu bakımından kurucu nitelik taşımadığı bu hâllerde onun tasarruf işlemi niteliğinden de bahsedilemeyecektir.

⁷² Sönmez, **a.g.m.**, s. 304 vd.; Benli, **a.g.e.**, s. 143.

⁷³ İkinci Bölüm/III/B/2.

Merkezî kayıt talebinin kurucu nitelik taşıması; hakkın SerPK m. 13/V uyarınca MKK'ya bildirildiği -bazı hâllerde- gündeme gelebilir. Esasında bir merkezî kayıt talebi teşkil eden bildirim, kaydî değer üzerinde arzu edilen hakların iktisap edilebilmesi bakımından -kural olarak- zorunlu bir unsur değildir. O yüzden ki, SerPK m. 13/V sadece işlemin üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi için MKK'ya bildirim şart koşturmuştur. Ancak MKK'ya yapılacak bildirim hakkın doğumu bakımından gerekli bir kanunî şartı ya da tasarruf yetkisi eksikliğini bertaraf ediyorsa; bildirim hakkı kurucu niteliktedir⁷⁴. İşte bildirim; hakkı kurucu rol üstlendiği hâllerde bildirilen aynî sözleşmenin hüküm ifade edebilmesi için gerekli bir kanunî şart olarak tasarruf işlemi içerisindeki yerini alır. Ancak bildirim hakkı kurmuyorsa; tasarruf işlemi niteliği taşımaz. Bu takdirde tasarruf işlemi; tek başına aynî sözleşme ya da aynî sözleşmenin hüküm ifade etmesi için başka bir kanunî şart varsa bu şart ile birlikte aynî sözleşme oluşturur.

Bildirimin hakkı **kurucu nitelik taşıdığı hâllerde** tasarruf işleminin de bir parçası olacağı yönündeki görüşümüz, yukarıda anılan kaydî değer taşıyan eşya ve merkezî kayıt işlemlerini teslim bağli taşınır rehnindeki zilyetliğin devri ve dolayısıyla tasarruf işleminin bir parçası olarak kabul eden görüşten -gerekçe- bakımından ayrılmaktadır. Kanaatimizce, hakların rejimine tâbi kaydî değerlerin üzerinde rehin kurmaya ilişkin gerçekleştirilen merkezî kayıt talebinin/bildirimin; teslim şartlı taşınır rehnindeki “zilyetliğin devrini” veya hak rehnindeki “hakkın devri için gerçekleştirilmesi için gereken bir şekil şartını” karşılaması söz konusu değildir. Merkezî kayıt talebi/bildirim ancak “hakkın doğumu için gerekli bir kanunî şart” olarak tasarruf işlemi niteliğine sahip olabilir.

⁷⁴ Birinci Bölüm/III/D/1.

F. Sözleşmenin Şekli ve Muhtevası Bakımından

SerPK m. 47/I hükmünde, kaydî⁷⁵ sermaye piyasası araçlarını konu edinen aynı nitelikteki teminat sözleşmelerinin yazılı şekilde kurulması düzenlenmiştir⁷⁶. TBK m. 12/II hükmü uyarınca, kanunda sözleşmeler için öngörülen şekil, kural olarak geçerlilik şartıdır. SerPK m. 47/I hükmünde bahsedilen yazılı şeklin ispat şartı olduğuna dair bir açıklık bulunmadığından, geçerlilik şartı olarak kabul edilmesi gerekir. Teminat sözleşmesinin yazılı şekilde yapılıp yapılmadığını hâkim re'sen dikkate alır. Teminat sözleşmesi müstakil olarak akdedilebileceği gibi; yazılı bir kredi sözleşmesinin hükümleri arasında da düzenlenebilir⁷⁷. Ancak kredi sözleşmesi içerisinde yer alsa dahi teminat sözleşmesi ayrı bir varlığa sahiptir ve tasarruf işlemi niteliğindedir⁷⁸.

Kaydî değeri konu edinen teminat sözleşmelerinin geçerli bir biçimde kurulabilmesi için adı yazılı şekilde akdedilmesi yeterlidir. Sözleşmede iradesini yazılı olarak açıklaması gereken taraf teminat verendir. TBK m. 14/I hükmüne kıyasen, sözleşmenin teminat veren tarafından imzalanması gerekli ve yeterlidir⁷⁹. Teminat verenin kabul iradesi, sonuçlandırıcı fiil olarak sözleşmeyi teslim almasından çıkarılabilir⁸⁰. 5070 sayılı Elektronik İmza Kanunu⁸¹ m. 5/II hükmü uyarınca, banka teminat mektupları haricindeki teminat sözleşmelerinin elektronik imza ile gerçekleştirilmesi mümkün değildir. Bu sebeple, kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerinin ıslak imza ile kurulması gerekir.

⁷⁵ SerPK m. 137/I hükmü ile Cumhurbaşkanı'na tanınan yetkinin kullanılmadığı takdirde, SerPK m. 47'nin konu bakımından kapsamına girmeyen fizikî sermaye piyasası araçlarına ilişkin teminat sözleşmelerinin yazılı şekilde yapılması gerekmez. Ancak, fizikî sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerinin SerPK m. 47 değil de TMK m. 955/I hükmü uyarınca akdedildiği durumlarda, yazılı şekle uyulmalıdır. Benli, **a.g.e.**, s. 101.

⁷⁶ Sönmez, **a.g.m.**, s. 301; Benli, **a.g.e.**, s. 99.

⁷⁷ Derin Altan, Nil Acar, "Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmelerine İlişkin Yeni Düzen ve Uygulamada Yaşanan Çeşitli Sorunlar", **BFHD.**, C. 3, S. 12, ss. 35-52, s. 45.

⁷⁸ Çetiner, **a.g.e.**, s. 24.

⁷⁹ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 900, N. 20; BK-ZGB-Zobl, Art. 900, N. 30; BSK-ZGB-Bauer, Art. 900, N. 2; Kuhn, **a.g.e.**, § 23 N. 38. Taşınır rehni sözleşmesinin tek tarafa borç yükleyen bir sözleşme olduğu; ancak öğretide iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme olarak kabul eden görüşlerin de olduğu hakkında açıklamalar için bkz. Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 112 vd.

⁸⁰ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 900, N. 20; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 37.

⁸¹ RG. T. 23.01.2004, S. 25355.

SerPK m. 47 kapsamında akdedilen teminat sözleşmesi, tasarruf işlemi niteliğinde olduğundan; belirlilik ilkesinin⁸² gerekleri sıkı bir şekilde yerine getirilmeli ve kaydî değer ferdileştirilmelidir⁸³. Ferdileştirme, ihraç bilgilerinin açıkça belirtilmesiyle gerçekleştirilebilir. Sermaye piyasası araçları MKK nezdinde hak sahibi adına açılmış hesaplarda izlendiğinden; teminat sözleşmesinde hesap isminin verilmesi de kaydî değeri ferdileştirir. Bu bağlamda, isme açılmış hesapta izlenen kaydî değerlerin, sözleşmede sadece hesap isminin belirtilmesi suretiyle toplu olarak teminat verilmesi mümkündür. Ancak SerPK m. 13/II hükmü uyarınca, kaydî sermaye piyasası araçlarının hak sahibi ismine hesap açılmaksızın toplu olarak tutulmasına Kurul tarafından karar verilebilir. Bu takdirde, teminat sözleşmesinde sadece hesap isminin belirtilmesi belirlilik ilkesi bakımından yeterli olmayıp hangi kaydî değer için teminat verildiğinin açıkça belirtilmesi gerekecektir.

III. KAYDÎ DEĞERİ KONU EDİNER TEMİNAT SÖZLEŞMELERİNİN TÜRLERİ

A. Yasal Dayanak

Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'nin teminat sözleşmelerinin kuruluşu ve hükümleri bakımından öngördüğü esaslara paralel bir biçimde⁸⁴, SerPK m. 47 hükmünde kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerinin türleri düzenlenmiştir. Anılan maddenin birinci fıkrasında “*teminat sözleşmelerine konu sermaye piyasası araçlarının mülkiyeti, sözleşmeye bağlı olarak teminat alana kanuni usûllere göre devredilebileceği gibi teminat verende de kalabilir*” denilmek suretiyle teminat konusu finansal varlığın hak sahipliğinin teminat alana devredilmesi imkânı hüküm altına alınmıştır. Mevcut düzenleme, uygulamada geliştirilen mülkiyet hakkına (hak sahipliğine) dayalı teminat ilişkilerine (kaydî sermaye piyasası araçları bakımından) yasal bir dayanak teşkil etmesi sebebiyle ulusal mevzuatımızda bir yenilik olarak nitelendirilebilir. Şu hâlde SerPK uyarınca kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerinin türleri bakımından

⁸² Teminat ilişkilerinde güvence altına bir alacak olduğundan; aynı haklara egemen belirlilik ilkesinin gerekleri kaydî değer ile temin edilen alacak bakımından da yerine getirilmelidir. Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 19.

⁸³ Cansel, **a.g.e.**, s. 62; Ergüne, **a.g.m.**, s. 744; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 73.

⁸⁴ Direktifin getirdiği esaslara ilişkin açıklamalar için bkz. İkinci Bölüm/I/A/2/b.

tarafların elinde iki seçenek bulunmaktadır⁸⁵: teminat konusu aracın teminat alana devredildiği teminat sözleşmeleri (*title transfer financial collateral arrangements*) ile teminat konusu aracın teminat verende bırakıldığı teminat sözleşmeleri (*security financial collateral arrangements*).

B. Kaydî Değerin Teminat Alana Devredildiği Teminat Sözleşmeleri

1. Teminatın Hukukî Niteliği

SerPK m. 47/II hükmünde “*Mülkiyetin teminat alana devredildiği teminat sözleşmelerinde; teminat alan, teminat sözleşmesinin kurulduğu anda teminat konusu sermaye piyasası araçlarının mülkiyet hakkına, kanuni usûllere uyarak devri sonucu sahip olur. Teminat sözleşmesinin sona ermesi ile teminat alan, teminat konusu sermaye piyasası araçlarının veya eş değerinin mülkiyetini teminat verene iade eder.*” denilmek suretiyle kaydî değer teminat alana devredildiği teminat sözleşmelerinin esasları belirlenmiştir⁸⁶. Düzenlemeye ilk bakışta dikkat çeken husus, teminat sözleşmesinin sona ermesi hâlinde teminat alanın malvarlığına dâhil edilmiş bulunan teminat konusu sermaye piyasası aracının iadesine ilişkindir. Bu durum esasen söz konusu teminat sözleşmelerinin hukukî niteliğinin belirlenmesinde büyük önem arz etmektedir.

⁸⁵ İsviçre hukukunda ise kaydî değer ya BEG Art. 24 uyarınca teminat alanın hesabına aktararak ya da BEG Art. 25 uyarınca teminat verenin hesabında bırakılarak teminat verilebilir. Kaydî değer Art. 24 uyarınca teminat verildiği hâllerde, kaydî değer devri için gereken süreç işler. Buradaki tasarruf işlemi iki aşamadan oluşur: teminat veren hesap sahibinin aracı kuruluşuna kaydî değer aktarılması için talimat vermesi ve kaydî değer teminat alanın hesabına kaydedilmesi. BEG Art. 25 uyarınca tesis edilen teminatlarla ise teminat veren hesap sahibi ile aracı kuruluşu arasında geri alınamaz niteliğe sahip bir “kontrol sözleşmesi” akdedilir. Bu sözleşmede taraflar, aracı kuruluşun; teminat alanın talimatlarını teminat verenin ek bir onayı veya işbirliği olmaksızın yerine getireceği konusunda mutabık kalır. Üçüncü kişi yararına akdedilen kontrol sözleşmesi (OR Art. 112), borçlandırııcı değil tasarruf işlemi niteliğindedir. BEG Art. 24 veya 25 uyarınca tesis edilen teminatlar; olağan veya düzensiz (usûlsüz) rehin olabileceği gibi inançlı veya inançlı olmayan bir işlem yoluyla sahipliğin devri niteliğinde de olabilir. Kuhn, **a.g.e.**, § 26 N. 63 ff.; BSK-ZGB-Bauer, Art. 901, N. 11. Kontrol sözleşmesi yoluyla kurulan teminatların; rehinin kurulması için zilyetliğin alacaklıya devrini zorunlu kılan Art. 884’ün (TMK m. 939) kanunî bir istisnasını oluşturduğu yönünde BSK-ZGB-Bauer, Art. 899, N. 3a.

⁸⁶ Kaydî değer teminat alana devredildiği teminat sözleşmelerinin kanunen kabul edilmesinin temelinde Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi’nin getirdiği esaslara paralel olarak teminat verenden alacaklı olan üçüncü kişilerin teminat sahibinin güvencesine el uzatabilmesini önleme amacı yatmaktadır. İkinci Bölüm/I/A/2/b.

Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'nin tanımlar başlıklı m. 2/1-i hükmünde finansal araçlar bakımından eş değerin ne anlama geldiği ifade edilmiştir⁸⁷. Buna göre, aynı ihraççıya veya borçluya ait aynı türden ihracın aynı nominal değerdeki bir kısmını oluşturan finansal araçlar birbirinin eş değeri konumundadır⁸⁸. Bilgisayar ortamında tutulan kaydî hakların fiziksel varlıkları bulunmaması sebebiyle gerçek anlamda bir mislî iadelerinin gerçekleştirilmesi mümkün değildir. Bu anlamda, anılan direktiften SerPK vasıtasıyla iç hukukumuzda aktarmış bulunduğumuz -eş değer üzerinden iade- kavramı, kaydî sistemde mislen iadeye imkân tanıyan hukukî bir kurumdur⁸⁹.

Teminatlar, alacaklıya sağladığı yetkiler bakımından şahsî ve aynî olmak üzere iki grupta incelenir⁹⁰. En yaygın örneğini kefalet ve garanti sözleşmelerinin oluşturduğu şahsî teminatlarda, teminat veren bir başkasının borcu için kişisel malvarlığıyla borç altına girer. Aynî teminatlarda ise, alacağın güvencesini oluşturmak üzere teminat verilen nesne veya hak üzerinde alacaklı lehine aynî hak tesis edilir. Tesis edilen bu aynî hak sınırlı bir aynî hak olabileceği gibi⁹¹ bir mülkiyet hakkı da olabilir. Şu hâlde, hak sahipliğini teminat alana geçiren ve konusunu kaydî sermaye piyasası araçlarının oluşturduğu teminat sözleşmelerinin hukukî niteliğinin tespiti

⁸⁷ Anılan hükümde teminat konusunun para olması hâlinde eş değer iadenin aynı nicelikteki paranın aynı döviz biriminden ödenmesi anlamına geleceği belirtilmiştir. Hükmün İngilizce metni şu şekildedir: “For the purpose of this Directive: *equivalent collateral*:

(i) *in relation to cash, means a payment of the same amount and in the same currency;*

(ii) *in relation to financial instruments, means financial instruments of the same issuer or debtor, forming part of the same issue or class and of the same nominal amount, currency and description or, where a financial collateral arrangement provides for the transfer of other assets following the occurrence of any event relating to or affecting any financial instruments provided as financial collateral, those other assets”*

⁸⁸ Eş değer teminatın başlangıçta verilen teminatın yerine geçeceğine dair bkz. Thomas Rudolf Maria Pius Keijser, **Financial Collateral Arrangements**, Kluwer 2006, s. 73. Konunun UNIDROIT Konvansiyonu ile Finansal Teminat Düzenlemeleri'ndeki düzenleniş farkları bakımından bkz. Benli, **a.g.e.**, s. 130.

⁸⁹ İsviçre hukukunda, mislî niteliğin kaydî değerin (*Bucheffekten*) zorunlu bir unsuru olduğu hakkında Kuhn, **a.g.e.**, § 26 N. 23.

⁹⁰ Aynî (nesnel) ve şahsî (kişisel) teminat kavramları hakkında ayrıntılı açıklamalar için bkz. Kuntalp, **Teminat**, s. 280 vd. Alacak ve diğer hakların hukukî niteliği itibarıyla şey olmamaları gereği, üst başlık olarak “aynî teminat” kavramı yerine “real teminat” kavramının tercih edilmesinin daha uygun olduğu hakkında Çetiner, **a.g.e.**, s. 15, dn. 6.

⁹¹ TMK'da düzenlenmiş bulunan rehin hakları ve taşınmaz yükü, teminat işlevine sahip sınırlı aynî hakları oluşturur.

noktasında, öncelikle SerPK m. 47 hükmü ile mülkiyet hakkına dayalı teminat türleri arasındaki ilişki ortaya konmalıdır.

Mülkiyet hakkına (hak sahipliğine) dayalı teminat ilişkileri; mülkiyeti saklı tutma sözleşmesi ile yasal dayanağı bulunmamakla birlikte uygulamada geliştirilmiş bulunan ve geçerlilikleri hakkında öğretide şüphe barındırmayan *teminat amacıyla temlik* ve *düzensiz rehinden* ibarettir. Mülkiyeti saklı tutma sözleşmelerinin, doğası gereği SerPK m. 47/II kapsamında değerlendirilmesi mümkün olmadığından, kaydı değerinin teminat alana devredildiği teminatların hukukî niteliğinin sadece düzensiz rehin veya teminat amacıyla temlik kurumları ile açıklanabilmesi söz konusudur.

Konusunu para veya diğer misli eşyanın oluşturduğu düzensiz (usûlsüz) rehin (*irreguläres Pfandrecht*); alacaklı ile borçlunun teminatın herhangi bir sebeple sona ermesi hâlinde, teminat konusunun aynen değil de mislen iade edileceğine dair anlaşmaları teminat türünü ifade eder. Buna göre, teminat konusu varlık rehinli alacaklının malvarlığına karışır. Borcun sona ermesi hâlinde ise aynen değil; aynı miktar, tür ve kalitede (mislen) iadesi gündeme gelir⁹². Dolayısıyla düzensiz rehinde gerçek bir rehin hakkı mevcut değildir⁹³. Ancak rehlin düzensizliği, olağan taşınır rehni hükümlerinin niteliği uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanmasına engel değildir⁹⁴.

Mülkiyetin teminat alana geçirilmesi, düzensiz rehin ile olağan taşınır rehni arasındaki kalın çizgiyi oluşturur. Zira olağan taşınır rehninde teminat konusu varlık üzerinde alacaklı lehine sınırlı bir aynî hak (rehin) tesis edilirken; düzensiz rehinde

⁹² Cansel, **a.g.e.**, s. 64; ZK-ZGB-Oftringer/Bär, Syst. Teil, N. 183; BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1106; Kuntalp, **Teminat**, s. 284. Wolfgang Wiegand, **J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 3: Sachenrecht, §§ 1204-1296, SchiffsRG (Pfandrecht)**, 2009 Berlin (Kısaltılmışı: SK-BGB-Wiegand), § 1204, N. 54; Kuhn, **a.g.e.**, § 15 N. 1; Fürsprecher Reto Huwyler, **Grundzüge der Sicherheiten an Bucheffekten**, Magisterarbeit, Boll 2010, <http://huwylerlaw.ch/wsb/data/documents/Magisterarbeit.pdf> (ET. 10.02.2020) s. 17-18. Ekonomik açıdan düzensiz rehlin, doğabilecek zararların borçlu tarafından peşinen ödenmesini ifade ettiğine dair bkz. Cansel, **a.g.e.**, s. 65; Serozan, **a.g.e.**, N. 1473.

⁹³ ZK-ZGB-Oftringer/Bär, Syst. Teil, N. 188; SK-BGB-Wiegand, § 1204, N. 56; Jörg-Andreas Weber, **Kreditsicherungsrecht**, 10. Auflage, Beck Juristischer Verlag, 2018, s. 142. Nitekim Serozan da düzensiz rehni -gerçek olmayan rehin- olarak adlandırmaktadır (Serozan, **a.g.e.**, N. 1473).

⁹⁴ BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1132; Cansel, **a.g.e.**, s. 67; Dorothee Mühl, Wolfgang Petereit, **Recht der Kreditsicherheiten in europäischen Ländern**, Teil. V: Schweiz, hrsg. Walther Hadding, Uwe H. Schneider, Berlin, 1983, N. 412.

mülkiyet hakkı devredilir⁹⁵. Alacaklının teminat konusu varlığın sadece zilyedi değil, aynı zamanda sahibi hâline getirilmesi düzensiz rehni olağan taşınır rehninden ayırır⁹⁶. Mülkiyeti elinde bulunduran alacaklı, teminat konusunu dilediği gibi kullanabilir, onu tasarruf işlemlerine konu edebilir. Düzensiz rehinle teminat konusunu iktisap eden alacaklının, borcun ifa edilmesi hâlinde sadece borçlar hukuku anlamında, başlangıçtaki teminat konusuna denk düşen aynı miktar, tür ve kalitedeki iadeyi gerçekleştirme borcu söz konusudur⁹⁷. Başka bir ifade ile, borcun ifası hâlinde teminat verenin alacaklıya karşı mislen iadeyi konu edinen şahsî bir talep hakkı mevcuttur. Bu sebeple alacaklının iflas etmesi durumunda, borç ifa edilmiş ve teminat sona ermiş olsa bile, teminat veren mislen iadeyi talep hakkını iflas masasına sadece şahsî talep hakkı olarak kaydettirebilir⁹⁸.

Düzensiz rehin, borcun ödenmemesi hâlinde alacaklının ne şekilde tatmin edileceği bakımından da olağan taşınır rehninden ayrılır. Şöyle ki, olağan taşınır rehninde borcun ifa edilmemesi hâlinde alacaklının rehin konusunu icra organları vasıtasıyla paraya çevirerek alacağını tahsil etmesi söz konusudur. Düzensiz rehinde ise paraya çevrilecek bir teminat konusu bulunmamaktadır⁹⁹. Alacaklı, teminat konusunu kendi malvarlığına dâhil etmesi sebebiyle çoktan tatmin edilmiş vaziyette

⁹⁵ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 188; BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1134; Mühl, Petereit, **a.g.e.**, N. 412. Mülkiyetin en baştan devredilmesinin her zaman bir düzensiz rehin anlamına gelmediği; bunun için teminat ilişkisinin yorumlanması gerektiği hakkında MüKo-BGB-Damrau, § 1204, N. 9.

⁹⁶ BSK-ZGB-Bauer, Vor. Art. 884-894, N. 29.

⁹⁷ BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1159; Kuhn, **a.g.e.**, § 15 N. 1. Tarafların borcun ödenmesi hâlinde başlangıçtaki teminat konusunun aynen iade edileceğine dair anlaşmaları mümkündür. Meselâ paranın kapalı bir zarf vasıtasıyla ferdileştirilerek teminat verilmesinde durum böyledir. Ancak bu takdirde düzensiz rehinden değil; olağan taşınır rehninden bahsedilir. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 185; Cansel, **a.g.e.**, s. 65-66; Weber, **a.g.e.**, s. 142. İlhan Helvacı, **Türk Medenî Kanununa Göre Lex Commisoria (Mürtehinin Merhunu Temellük) Yasası**, Alfa, İstanbul, 1997, s. 113, dn. 309.

⁹⁸ Teminat verenin rehin konusunu iflâs masasından ayırma hakkının olmadığı ve bu hususun düzensiz rehlin teminat veren bakımından sakıncalı tarafını oluşturduğu hakkında bkz. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 197; Mühl, Petereit, **a.g.e.**, N. 414.

⁹⁹ Olağan taşınır rehninden farklı olarak düzensiz rehinde teminat konusunun paraya çevrilip satış bedelinin alacaklıya verilmesine gerek olmadığı yönünde bkz. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 198; Cansel, **a.g.e.**, s. 194; Mühl, Petereit, **a.g.e.**, N. 414.

olup¹⁰⁰ borcun ödenmemesi hâlinde sadece mislen iade borcundan kurtulmuş olur¹⁰¹. Ancak teminatın değeri borcun miktarından fazla ise, borçlunun arta kalan değer mislen iadesine ilişkin şahsî talep hakkı devam eder¹⁰².

TMK’da açıkça düzenlenmemesine rağmen geçerliliği hakkında öğretide şüphe barındırmayan¹⁰³ düzensiz rehnin hukukî niteliği tartışmalıdır¹⁰⁴. Mülkiyetin alacaklıya geçirilmesi noktasında olağan taşınır rehninden ayrılan düzensiz rehin, bu özelliği itibarıyla teminat amacıyla temlik işlemlerine benzetilmekte ve ferî nitelik taşımadığı kabul edilmektedir¹⁰⁵. Ancak teminatın konusunu oluşturabilecek varlıklar, borcun ifa edilmesi hâlinde teminat konusunun iadesi ve alacaklının tatmin edilme yolu bakımlarından bu iki teminat türü birbirinden ayrılır¹⁰⁶. Öncelikle düzensiz rehinde teminat konusunu ancak mislî varlıklar oluşturabilir¹⁰⁷. Teminaten temlik işlemlerinde ise böyle bir sınırlama söz konusu olmaksızın teminatın konusunu mislî olmayan varlıklar da teşkil edebilir. Düzensiz rehinde alacaklının uhdesinde

¹⁰⁰ Banka uygulamalarında, kredi sözleşmesinden doğan borcun muaccel olmadığı dönemde banka tarafından borçludan tahsil edilen tutar üzerinde banka lehine düzensiz rehin hakkı doğar. Kredi borcu muaccel olur olmaz banka teminat konusu tutardan tatmin edilir. Oruç Hami Şener, “Bankanın Rehinli Alacaklı Sıfatına Sahip Olduğu Adi Alacak Rehninde Rehnin Borçluya İhbarı ve İhbarın Sonuçları”, **DEÜHFD**, C. 11, S. 2, ss. 195-250, s. 229.

¹⁰¹ Borcun ödenmemesi hâlinde alacaklının iade borcundan kurtulması ve ek bir talepte bulunamaması ile borçlunun teminat konusunu geri alamaması bir takas işlemi barındırmaz. Zira düzensiz rehinde karşılıklı iki alacak söz konusu değildir. Bu sebeple, alacaklının mislen iade borcundan kurtulabilmesi için takas beyanında bulunmasına gerek yoktur, borçlunun temerrüde düşmesi yeterlidir. Cansel, **a.g.e.**, s. 67 ve 69; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 255. Yine rehinli alacaklının rehin konusu üzerinde hapis hakkının doğması da mümkün değildir. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 196.

¹⁰² Mühl, Petereit, **a.g.e.**, N. 414. Arta kalan değer iadesi esasında lex commissoria yasağının bir neticesidir. Makaracı Başak, **a.g.m.**, 155; Şener, **a.g.m.**, 227. Arta kalan değer taraflarca bir cezaî şart olarak kararlaştırılabileceği hakkında bkz. Cansel, **a.g.e.**, s. 194. Yazara göre, arta kalan değer mülkiyetinin borcun ifa edilmemesi hâlinde alacaklıda kalacağına dair bir cezaî şart taraflarca öngörülmüşse, iadenin talep edilmesi mümkün değildir.

¹⁰³ BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1107; SK-BGB-Wiegand, § 1204, N. 55; Cansel, **a.g.e.**, s. 67; Tuor, Schnyder, Schmid, Rumo-Jungo, **a.g.e.**, s. 1154, N. 6.

¹⁰⁴ Tartışmalar hakkında detaylı açıklamalar için bkz. BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1123 vd.; SK-BGB-Wiegand, § 1204, N. 55; Cansel, **a.g.e.**, s. 65 vd.; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 251.

¹⁰⁵ Helvacı, **a.g.e.**, s. 115. Düzensiz rehnin ferî nitelik taşıdığı hakkında aksi görüş için bkz. BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1136; Kuhn, **a.g.e.**, § 15 N. 1; Reto Huwyler, **a.g.e.**, s. 17.

¹⁰⁶ Düzensiz rehin ile teminaten temlik arasındaki farklar için bkz. Kuntalp, **Teminat**, s. 284; Serozan, **a.g.e.**, N. 1473.

¹⁰⁷ Düzensiz rehnin konusunu genellikle para, hamile yazılı kıymetli evrak yahut beyaz ciroyu ihtiva eden emre yazılı senetler oluşturur. Cansel, **a.g.e.**, s. 64; Kuhn, **a.g.e.**, § 15 N. 1; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 251.

bulundurduğu teminat konusunu dilediği gibi kullanması ve tasarruf etmesi mümkündür¹⁰⁸. Ancak teminaten temlikte alacaklının teminat konusunu kullanma yetkisi teminat amacıyla sınırlıdır¹⁰⁹. Düzensiz rehinde yukarıda açıklandığı üzere mislen iade söz konusu iken; teminaten temlikte, teminatın konusunu misli bir varlık oluştursa bile, bunun aynen iade edilmesi gerekir¹¹⁰. Yine düzensiz rehinde alacaklının teminat konusundan tatmin edilmesi hâlinde paraya çevrilecek bir rehin konusu bulunmaz iken; teminaten temlikte alacaklının teminat konusunu paraya çevirerek alacağını elde etmesi söz konusu olabilir¹¹¹. Bu noktada ne olağan rehin ne de inançlı işlem olduğu kabul edilebilecek düzensiz rehinin *sui generis*, rehin benzeri bir hukukî kurum olarak nitelendirilmesi mümkündür¹¹².

Düzensiz rehin ile teminaten temlik kurumları arasındaki ayrım gözetilerek yapılacak bir değerlendirme sonucu, SerPK m. 47/II kapsamında hak sahipliğini alacaklıya geçiren teminat sözleşmelerinin hukukî niteliğinin **düzensiz hak rehni** olarak belirlenmesi isabetli olur¹¹³. Zira SerPK kapsamında düzenlenen teminatlarda,

¹⁰⁸ Kuhn, **a.g.e.**, § 15 N. 11.

¹⁰⁹ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 241; Andreas von Tuhr, Arnold Escher, **Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts Band II (mit Supplement)**, 3. Auflage, Zürich, 1984, s. 339; BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1438; Ergun Özsunay, **Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler**, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, İstanbul, 1968, s. 58; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 39; Helvacı, **a.g.e.**, s. 115; Saibe Oktay-Özdemir, “Teminat Amaçlı Alacak Devri ve Toptan Temlik Sözleşmeleri”, **İÜHF**, C. LVII, S. 1-2, ss. 265-299, s. 270; Şirin Aydıncık, “Bir İnançlı İşlem Türü Olarak Alacağın Teminat Amacıyla Temlik”, **İÜHF**, C. LXIV, S. 1, ss. 131-194, s. 137.

¹¹⁰ Helvacı, **a.g.e.**, s. 114. *Zobl* ise iade borcundan bahsederken aynen-mislen ayrımı yapmamakla birlikte, doğrudan “teminat konusunun” iade edileceğini belirtmektedir (BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1443). Misli ve tüketilen eşya üzerinde kurulan teminatın rehin değil teminat amacıyla temlik olduğu yönünde bkz. Ayiter, **a.g.e.**, s. 188. Kanaatimizce yazarın buradaki “teminat maksadıyla temlik” ifadesinden kastı “inançlı işlemler” değildir. Zira düzensiz rehin ilişkilerinde de teminat amacıyla gerçekleştirilen bir temlik vardır.

¹¹¹ Teminaten temlik işlemlerinde, alacaklının teminat konusundan ne şekilde tatmin edileceği inanç anlaşmasında belirlenir. Oktay-Özdemir, **a.g.m.**, s. 271. Karş. BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1443.

¹¹² BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1133; Kuhn, **a.g.e.**, § 15 N. 1; Kuntalp, **Teminat**, s. 285; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 251.

¹¹³ Aynı yönde Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 237; Sönmez, **a.g.m.**, s. 309. Bu türden teminat sözleşmelerinin hukukî niteliğinin teminaten temlik olduğu yönünde bkz. Ulu, **a.g.e.**, s. 48; Sirmen, **Eşya**, s. 700 dn. 484. Öğretide diğer bir görüş uyarınca SerPK m. 47 hükmüne tâbi hak sahipliğini alacaklıya geçiren teminat sözleşmelerinin düzensiz rehin veya teminaten temlik olarak akdedilebilmesi mümkündür. Ancak teminaten temlik işlemlerinde SerPK m. 47 hükmünün uygulanabilmesi için inanç anlaşmasında alacaklıya teminat konusu üzerinde sınırsız tasarruf yetkisi verilmelidir. Benli, **a.g.e.**, s. 121. Hemen belirtelim ki bu türden teminat işlemlerinde, malın

piyasa aracının tedavül yeteneğinin hiçbir şekilde sınırlanmaması esastır¹¹⁴. Hukukî niteliğin teminaten temlik olarak belirlenmesi hâlinde, alacaklının tasarruf yetkisi teminat amacıyla sınırlanacağından, kanunun amacı ve piyasanın ihtiyaçları ile örtüşmeyen bir netice ile karşılaşılır. Öte yandan, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'ne paralel olarak eş değer üzerinden iade kavramı ile mislen iadeye imkân verilmesi de hukukî niteliğin düzensiz rehin olarak belirlenmesi gerektiğini işaret etmektedir.

SerPK m. 47/IV (a) hükmü uyarınca, hak sahipliğinin alacaklıya geçirildiği teminat sözleşmelerinde, borcun ödenmemesi hâlinde alacağını tahsil etme yöntemi bakımından alacaklının önünde iki yol bulunmaktadır¹¹⁵. Birincisi, teminat konusunun değerini borçlunun yükümlülüklerinden mahsup etme imkânıdır. Bu takdirde, alacaklı piyasa aracını uhdesinde bulundurmaya devam edecek, ancak aşan değer in iadesi yükümlülüğü altına girecektir. Alacaklının elindeki ikinci imkân ise, piyasa aracını re'sen satarak satım bedelinden alacağını tahsil etmektir.

Alacaklının sahip olduğu bu imkânlar teminaten temlik kurumu ile uyumludur. Zira teminaten temlikte alacaklı cebri icra yoluna başvurmaksızın inanç konusunu paraya çevirebileceği gibi aradaki değer farkını ödeyerek onu kendi malvarlığı içerisinde tutmaya devam da edebilir. Dolayısıyla, SerPK m. 47/IV (a)'dan doğan imkânların bu uyumundan yola çıkılarak teminatın türü teminaten temlik olarak nitelendirilebilir. Ancak kanaatimizce söz konusu imkânları teminatın hukukî niteliğinin tayin edilmesinde bir kriter olarak kabul etmek mümkün görünmemektedir. Teminat sözleşmesinin konusunun bir kaydî sermaye piyasası aracı olduğu dikkate alındığında, tedavül yeteneğinin ortadan kalkmaması bakımından alacaklıya kolay satım ve paraya çevirme imkânlarının sunulması, teminat sözleşmesinin hukukî niteliğinden ziyade piyasanın ihtiyaçlarına ve kanunun amacına bağlanan bir sonuçtur.

üçüncü kişilere devri söz konusu olduğundan, inanç anlaşmasında teminat konusunun iadesinin aynen değil de mislen yahut ikame değer üzerinden gerçekleştirileceği kararlaştırılır. Bu sebeple mevcut teminat ilişkisi bakımından bir teminaten temlikten değil düzensiz rehinden bahsedilir. Şu hâlde, kanaatimizce SerPK m. 47 kapsamında hak sahipliğini alacaklıya geçiren teminat sözleşmelerinin hukukî niteliği her hâlükârda düzensiz rehin olarak belirlenmelidir.

¹¹⁴ Finansal teminatların hukukî ve iktisadî işlevi hakkında bkz. Üçüncü Bölüm/I/B/1.

¹¹⁵ Alacağın teminat konusu kaydî değerden karşılanması bakımından alacaklının sahip olduğu imkânlar hakkında açıklamalar için bkz. Üçüncü Bölüm/III/A.

Hak sahipliğinin teminat alana geçirildiği teminatların karakteristik özelliği, alacağın kaydî değerden karşılanmasına ilişkin alacaklıya sunduğu imkânlar değil; misli teminat konusunun sahipliğini teminat alana geçirmesi ve borcun ifa edilmesi şartına bağlı olarak borçlu lehine mislen iadeyi konu edinen şahsî bir talep hakkı doğurmasıdır. Öte yandan, söz konusu imkânların düzensiz rehin niteliğindeki teminatlarla çeliştiği de söylenemez. Dolayısıyla, kaydî değeri teminat alana devreden teminatların düzensiz rehin değil de teminaten temlik olarak nitelendirilmesinin haklı bir gerekçesi yoktur.

Tarafların, sözleşme özgürlüğü gereği kaydî değeri konu edinen teminat amaçlı inanca temlik sözleşmesi akdetmeleri elbette mümkündür. Ancak bu türden teminatlar SerPK m. 47 hükmünün uygulama alanı dışında kalır. Kaydî değerlerin teminat amacıyla temlik edilmesi, esasen SerPK yürürlüğe girmeden önce, bu kanunun 47. maddesiyle getirilen sahipliğin alacaklıya devredildiği teminat türlerinin mevcut olmadığı dönem bakımından önem arz etmekteydi. Bu bakımdan, olağan taşınır rehni kurallarının yetersiz kalması sebebiyle taraflarca tercih edilebilecek inanca işlemlerin, kanunun getirdiği yeni sistem çerçevesinde ayrıca değerlendirilmesi gerekmektedir. Zira kaydî değeri konu edinmesi hâlinde teknik anlamda bir finansal teminat niteliği taşımayacak olan teminaten temlik işlemi, kaydî değer in tedavül yeteneğini ortadan kaldırmaktadır.

Teminat amacıyla gerçekleştirilen inanca işlemlerin konusunu taşınır-taşınmaz eşya ile alacak hakları oluşturabilir. Bu noktada, temlik edilebilir nitelik ve parasal değer taşıması sebebiyle kaydî sermaye piyasası araçlarının teminaten temlik edilmeleri elbette mümkündür¹¹⁶. Teminat amacıyla kaydî değeri devralan teminat sahibi, tam hak iktisabı teorisi uyarınca kaydî değeri bir bütün olarak iktisap eder ve onun tek başına bağımsız olarak sahibi hâline gelir¹¹⁷. Teminat sahibi, güvence altına alınan alacağın elde edilememesi hâlinde, inanca konusu alacağı, alacak rehninin aksine cebri icra yoluna başvurmaksızın paraya çevirme yetkisine sahiptir¹¹⁸. Yine, teminat

¹¹⁶ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 255-256.

¹¹⁷ Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 39; Oktay-Özdemir, **a.g.m.**, s. 270; Aydıncık, **a.g.m.**, s. 149.

¹¹⁸ Özsunay, **a.g.e.**, s. 65, dn. 107. Teminat alan in bizzat teminat konusu alacağı tahsil yoluyla da tatmin edilebileceği hakkında Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 40.

sahibinin inanç konusu alacak ile güvence altına alınan alacak arasındaki değer farkını ödemek koşuluyla inanç konusu alacağı kendi uhdesinde tutmaya devam etmesi de mümkündür¹¹⁹.

Teminat amacıyla inançlı işlem yapmak suretiyle, alacak/hak rehnine nazaran daha güçlü bir hukukî konum elde eden alacaklı, SerPK m. 47 ile getirilen düzensiz rehin bakımından ise daha zayıf bir konuma sahip olur. Zira anılan madde kapsamında hak sahipliğini alacaklıya devreden teminat sözleşmesi akdetmekle, teminat alan, teminaten temlikte sahip olacağı yetkileri de ihtiva eden daha güçlü bir hukukî pozisyona sahip olur. Kaydî değeri teminaten elde eden alacaklı, öncelikle kaydî değeri teminat amacıyla sınırlı olarak kullanılmalı ve teminat sona erdiği zaman da mislen değil aynen iadeyi gerçekleştirmelidir¹²⁰. Yine teminaten temlik işlemlerinin en büyük sakıncasını oluşturan, alacaklının iflâsı hâlinde alacağın iflâs masasına kaydolması sebebiyle meydana gelebilecek hak kayıpları da her zaman mümkündür¹²¹. SerPK m. 47 rejimine tâbi olarak gerçekleştirilen düzensiz rehin niteliğindeki teminatlarda ise, teminat amacıyla sınırlı olmadan kullanılan kaydî değer eş değer üzerinden iadesi mümkün olduğu gibi, SerPK m. 47/V hükmü ile alacaklının iflâsı hâlinde borçlu koruma altındadır. Dolayısıyla 6362 sayılı kanun ile öngörülen yeni düzende, SerPK m. 47 kapsamından ayrılarak teminat amacıyla inançlı işlem yapılmasının pratik bir yararı kalmamıştır¹²².

¹¹⁹ Bu takdirde teminaten temlikin ifa uğruna edime dönüştüğü hakkında Oktay-Özdemir, **a.g.m.**, s. 272. Ayrıca bkz. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 312.

¹²⁰ Bkz. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 250; Özsunay, **a.g.e.**, s. 58; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 39; Oktay-Özdemir, **a.g.m.**, s. 270; Aydınçık, **a.g.m.**, s. 137. İnanç sözleşmesinin, teminat alana sadece nisbî nitelikte bir iade borcu yüklemesi sebebiyle, iadenin ikinci bir temlik işlemi ile gerçekleştirileceği hakkında Baki İlkay Engin, **Alacağı Temlik Edenin Garanti Sorumluluğu**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2002, s. 13.

¹²¹ Oktay-Özdemir, **a.g.m.**, s. 268. SerPK m. 47 hükmüne tâbi olarak tesis edilen teminatların yeniden yapılandırma ve tasfiye kararlarına karşı koruma altında olmasına ilişkin açıklamalar için bkz. Üçüncü Bölüm/IV.

¹²² SerPK m. 47/V hükmüyle getirilen, alacaklının iflâsı hâlinde borçlunun hak kaybını önleyen korumanın teminaten temlik işlemlerinde söz konusu olmaması sebebiyle SerPK m. 47 kapsamında hak sahipliğini devreden teminat sözleşmelerinin daha avantajlı olduğu yönünde Sönmez, **a.g.m.**, s. 292. Yazara göre, tarafların hükmen teslim yoluyla teminaten temlik işlemini gerçekleştirmelerinin bir mantığı olabilir. Zira kaydî değer kira veya ödünç gibi özel bir hukukî ilişkiye dayanarak borçluda bırakılmasının haklı bir ekonomik gerekçesi olabilir. Bu takdirde SerPK m. 47 hükmünün tesis edilen teminata uygulanabilirliği, ancak bu teminatın TMK m. 766 hükmü karşısında geçerli olup olmadığına göre değişkenlik gösterir. Sönmez, **a.g.m.**, s. 295. Kanaatimizce, teminaten temlikin Türk ve İsviçre hukuklarında hükmen teslim yoluyla

2. Kaydî Değerin Devri

a. Genel Olarak

SerPK m. 47/I hükmü uyarınca, hak sahipliğinin alacaklıya geçirildiği finansal teminatlarda, kaydî değer kanunî usûllere uyularak devrinin gerçekleştirilmesi gerekir. Birincil piyasada ihraç edilmiş bulunan sermaye piyasası araçlarının tedavülü ikincil piyasalarda sağlanır. Bu noktada, alım-satım işlemine konu edilecek sermaye piyasası aracının devri ya hukuk kuralları ile örgütlenmiş fizikî bir yapıya sahip - borsada¹²³- ya da hukukî denetim ve gözetimden yoksun -tezgâh üstü piyasalarda- gerçekleştirilebilir¹²⁴.

Borsada gerçekleştirilen alım-satıma ilişkin yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütme yetkisi, aracılı elde tutma sisteminin bir neticesi olarak SerPK m. 3/I (a) hükmü ile münhasıran aracı kurumlara tanınmıştır¹²⁵. Yatırımcıların bir aracı kurum vasıtası olmaksızın doğrudan borsada alım-satım işlemleri gerçekleştirmesi mümkün değildir¹²⁶. Bu sebeple, borsada işlem yapmak isteyen yatırımcıların Kurul tarafından yetkilendirilerek borsa üyelik belgesine sahip olan aracı kurumlar ile “alım-satıma

gerçekleştirilmesi mümkün olmadığından (Kuntalp, **Teminat**, s. 282, dn. 53), SerPK m. 47 hükmünün gündeme gelmesi de söz konusu değildir.

¹²³ SerPK tanımlar başlıklı m. 3/I (ç) hükmü uyarınca borsa: “Anonim şirket şeklinde kurulan, sermaye piyasası araçları, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Kurulca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere kendisi veya piyasa işleticisi tarafından işletilen ve/veya yönetilen, alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getiren veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştıran, bu Kanuna uygun olarak yetkilendirilen ve düzenli faaliyet gösteren sistemleri ve pazar yerlerini” ifade eder.

¹²⁴ Borsa ile tezgâh üstü piyasalar arasındaki ayrım için bkz. Birinci Bölüm, dn. 18.

¹²⁵ SerPK m. 3/I (a) ile aynı kanunun m. 37/I hükmüne yapılan atıf sebebiyle, kanun kapsamında olduğu belirtilen, sermaye piyasası araçlarına ilişkin emirlerin alınması ve iletilmesi; bu emirlerin müşteri adı ve hesabına yahut (aracı kurum tarafından) kendi adına fakat müşteri hesabına yerine getirilmesi ve sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım-satım faaliyetleri münhasıran aracı kurumlar tarafından yürütülmektedir.

¹²⁶ Borsa İstanbul Bilgilendirme Kitapçıkları, **Pay Alım Satım Kılavuzu**, İstanbul 2013, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay_alim_satim_kilavuzu.pdf (ET. 28.02.2020, Kısaltılmışı: Borsa İstanbul, **Kılavuz**), s. 2.

aracılık çerçeve sözleşmesi¹²⁷, akdetmeleri gerekir¹²⁸. Bu aşamadan sonra, müşterilerine vekâleten¹²⁹ hareket eden aracı kurumlar, onlardan aldığı emirleri

¹²⁷ Çerçeve sözleşmeler, tarafların ileride aynı türden sözleşmeyi akdetme niyetinde olmaları sebebiyle -bağlayıcı olmamakla birlikte- muhtemel bireysel sözleşmelerin şartları hakkında şimdiden -çerçeve- adı verilen bu sözleşmede mutabık oldukları sürekli borç ilişkisi doğuran sözleşmeleri ifade eder. Bu noktada, çerçeve sözleşme ile taraflar; ileride bireysel olarak akdedecekleri sözleşmenin içeriğini kısmen veya tamamen -ileride bireysel sözleşmenin kurulma aşamasında bu hususlar üzerinde tekrardan bir belirleme yapmaksızın- şimdiden belirlemektedir. Çerçeve sözleşmede belirlenen içerik bakımından taraflar bağlayıcı olmayıp bunların ileride bireysel sözleşme bakımından değiştirilmesi mümkündür. Hattâ çerçeve sözleşmeye dayanılarak ileride bireysel sözleşmeyi akdetmekten kaçınan tarafa karşı dava ve talep hakkı da bulunmamaktadır. Nami Barlas, “Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmelerin Özellikleri”, **Prof. Dr. Erdoğan MOROĞLU’na 65. Yaş Günü Armağanı**, Beta Yayınları, İstanbul, 1999, ss. 807-828, s. 808 vd. Borsa üyesi aracı kurumlar ile yatırımcılar arasında akdedilen sözleşmeler bakımından ise öğretide bir görüşe göre, çerçeve sözleşmelerde en azından taraflardan birinin ilerideki bireysel sözleşmenin akdedilmesi yönünde edim yükümlülüğü bulunur. Bireysel sözleşmeyi akdetmekten kaçınma hâlinde sözleşmenin müspet ihlâli meydana gelir ve tazminat yaptırımı gündeme gelir. Bu noktada, yatırımcı bakımından herhangi bir yükümlülüğün doğmadığı konusunda hemfikir olunmakla birlikte; aracı kurumun çerçeve sözleşmeyi imzalamakla birlikte yatırımcı talimatlarını yerine getirme borcu altına girdiğinin ve haklı bir sebep (örneğin *insider trading* veya manipülasyon amaçlı emirler) olmaksızın bu talimatları reddetmelerinin mümkün olmadığını kabul etmek gerekir. Bkz. İsmail Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri**, BTHAE., Ankara, 2000, s. 88; Mehmet Murat İnceoğlu, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Seçkin Yayınları, Ankara 2004, s. 141-142. Aracı kurumlar ile yatırımcılar arasındaki akdedilen sözleşmelerim Barlas tarafından yapılan tanım kapsamına girmediği; sözleşme koşullarının çoğunluğunun genel işlem koşulu niteliğinde zaten yatırımcı yararına Kurul tarafından belirlendiği; borç doğurmayan bir sözleşmenin akdedilmesinin makul olmadığı ve dolayısıyla da bu türden sözleşmelerde yatırımcının bir yükümlülüğü olmadığı ancak aracı kurumun dürüstlük kurallarına uygun bir biçimde haklı bir sebep olmaksızın yatırımcı talimatlarını yerine getirme borcu olduğu hakkında bkz. Nusret Çetin, Hatice Ebru Töremiş, “Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği”, **GÜHFD**, C. XII, S. 1-2, ss. 77-102, s. 86 vd. Şu hâlde, aracılık çerçeve sözleşmesi uyarınca, her seferinde yeni bir sözleşme kurulmasına gerek kalmaksızın yatırımcının alım-satım talimatlarını farklı zamanlarda aracı kuruma iletmesi mümkündür. Cemile Demir Gökyayla, “İkinci El Piyasalarındaki Alım-Satım Aracılık Faaliyetlerinden Doğan İspat Sorunları”, **Prof. Dr. Mahmut BİRSEL’e Armağan**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir 2001, ss. 173-199, s. 176.

¹²⁸ Borsa İstanbul, **Kılavuz**, s. 5. Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ III-37.1 m. 14 (RG. T. 11.07.2013, S. 28704) uyarınca emir iletimine aracılık faaliyetinin yürütülmesinde aracı kurum ile müşteri arasında çerçeve sözleşme imzalanması esastır. Bunun bir yazılı geçerlilik şartı olduğu yönünde Berzek, **a.g.m.**, s. 61; Acar, **a.g.m.**, s. 324. TBK m. 532 vd. hükümleri uyarınca düzenlenen komisyon sözleşmelerine kanunda şekil şartı getirilmediğinden bunun ispat şekli olduğu yönünde Demir Gökyayla, **a.g.m.**, s. 176, dn. 19. SerPK’da aracılık çerçeve sözleşmesine ilişkin şekil şartı öngörülmedi gerekçesiyle bunun ispat şekli olduğu yönünde Nusret Çetin, **Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemlerinin Hukuki Niteliği**, SPK. Yeterlik Etüdü, Ankara 2004, s. 10. Yazılı şekil şartının bir kanun hükmüyle öngörülmesine kadar aracılık çerçeve sözleşmelerinin şekle tâbi olamayacağı ve nitekim Yargıtay’ın da sözlü yapılan aracılık çerçeve sözleşmelerini geçerli sayma eğiliminde olduğu hakkında İnceoğlu, **a.g.e.**, s. 35. Tebliğ hükmüyle şekle ilişkin bir geçerlilik şartının öngörülemeyeceği fikrine iştirak etmekle birlikte, anılan tebliğ hükmünün aracılık çerçeve sözleşmeleri bakımından zaten bir şekil şartı öngörme amacı taşımadığı kanaatindeyiz. Zira hükmün lafzı bu yönde bir ibareyi ihtiva etmemektedir. Bu yaklaşımla, hüküm ile sadece bir sözleşme yapma zorunluluğu getirildiğinin kabulü isabetli olur.

borsaya iletir; borsada devir sözleşmesi akdedilir ve MKK ile Takasbank'ın da dâhil olmasıyla -post trading- işlemleri tamamlanır.

Borsa alım-satım işlemlerinde; satıcı yatırımcı, satım emrini; alıcı yatırımcı ise alım emrini yazılı olarak veya faks, telefon, elektronik ortam ya da ATM'den kendi ilgili aracı kurumuna verir¹³⁰. Mevcut alım-satım talimatlarının borsaya iletilmesi¹³¹,

¹²⁹ Bir iş görme edimini içeren aracılık çerçeve sözleşmeleri, SerPK da dâhil olmak üzere kanunla düzenlenmemiştir. Bu noktada, söz konusu sözleşmelerin hukukî niteliği belirlenirken TBK'da yer alan temsil, vekâlet, komisyonculuk ve tellallığa ilişkin hükümlerin gözetilmesi gerekir. Tellallıkta, aracılık görevini üstlenen kişi iş sahibi adına sözleşme akdetmeyip sadece iş sahibiyle kurulacak sözleşmenin karşı tarafının bir araya getirmektedir. Bu noktada, aracılık faaliyeti gösteren aracı kurumun tarafları bir araya getirmekten ziyade sözleşmeyi bizzat akdetmesi söz konusu olduğundan yatırımcı-aracı kurum arasındaki ilişkisine tellallığa ilişkin hükümlerin uygulanması mümkün değildir. Çetin, Töremiş, **a.g.e.**, s. 93. Tellallığın vekâletin bir alt çeşidi olması sebebiyle, tellallığa ilişkin hükümlerin vekâlete ilişkin hükümlerle birlikte uygulanması gerektiği hakkında bkz. Yasaman, **a.g.e.**, s. 114-115; Berzek, **a.g.m.**, s. 58. SerPK m. 37/I (b) uyarınca çerçeve sözleşme ile aracılık faaliyetini üstlenen aracı kurumun ya müşterisinin adı ve hesabına ya da kendi adına fakat müşterisinin hesabına hareket etmesi söz konusudur. Bir görüşe göre, aracı kurumun müşteri nam ve hesabına hareket ettiği hâlde iç ilişkide vekâlet; dış ilişkide doğrudan temsil ilişkisi mevcuttur. Aracı kurumun kendi namına fakat müşteri hesabına hareket etmesi hâlinde ise iç ilişkide komisyon; dış ilişkide dolaylı temsil ilişkisi söz konusu olur. Yasaman, **a.g.e.**, s. 114; Berzek, **a.g.m.**, s. 57. Aracı kurumun kendi adına yatırımcı hesabına hareket ettiği ihtimâlde, iç ilişkide salt bir komisyon sözleşmesinin olmadığı, zira çerçeve sözleşmede vekâlet ve komisyon sözleşmelerinin unsurlarını birlikte barındıran karışık muhtevalı akit niteliğinde olduğu hakkında bkz. Çetin, Töremiş, **a.g.m.**, s. 93. Belirtilmelidir ki, SerPK m. 37/I (c) uyarınca aracı kurumların kendi nam ve hesabına hareket ederek aracılık faaliyetinde bulunmaları da mümkündür. Ancak bu hâlde, kendi nam ve hesabına alınan piyasa aracının müşteri nam ve hesabına devredilmesi söz konusu olduğundan aracı kurum ile yatırımcı arasında satım ilişkisi kurulmaktadır. Ünal, **a.g.e.**, s. 77; Müge Karakaya, **Aracı Kurumların Alım Satım Aracılık Faaliyetinden Doğan Hukuki Sorumluluğu**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008, s. 12.

¹³⁰ Borsa İstanbul, **Kılavuz**, s. 13.

¹³¹ Emirler, müşteri emri ve borsa emri olmak üzere ikiye ayrılır. Müşteri emri, borsada işlem yapmak isteyen yatırımcının, ilgili aracı kurumun aracılık çerçeve sözleşmesinden doğan edim borcunu ifa etmesine yönelik olarak ona yöneltilen tek taraflı hukukî işlem niteliğindeki talimatlardır. Bu noktada aracı kuruma iletilen müşteri emirleri bir icap veya kabul niteliği taşımamaktadır. Aynı yönde Çetin, **a.g.e.**, s. 18-19; Töremiş, **a.g.e.**, s. 12. Aksi yöndeki görüş uyarınca, aracı kuruma iletilen alım-satım emirleri alıcı-satıcıya yönelik bir icap-kabul niteliği taşır. Ünal, **Aracı Kurumlar**, s. 277; Demir Gökyayla, **a.g.m.**, s. 180. Müşteri talimatları esasen, yatırımcıların ilgili aracı kuruma yönelttiği “Benim alım-satım emrimi borsaya ilet” içeriğindeki irade beyanıdır. Bu irade beyanları, aracı kurumların alım-satım talimatını borsaya intikal ettirmesiyle birlikte icap veya kabul niteliği kazanır. İşte sisteme düşürülen bu icap ve kabul niteliğindeki irade beyanları borsa emirlerini oluşturur. Borsa emrine bürünmüş bir talimatın değiştirilmesi veya geri alınması mümkün değildir. Alım veya satım emri olduğu önemli olmaksızın sisteme ilk düşürülen emir icap; sonraki ise kabul niteliğindedir. Borsa sisteminde, müşteri emrinin icap veya kabul niteliğine bürünmesindeki kriter, bunların aracı kurumları tarafından borsaya iletilme anıdır. Bu sebeple, borçlar hukukunun icap ve kabule ilişkin hükümlerinin bire bir uygulanması mümkün değildir. Ancak bu husus, borçlar hukuku ilkelerinin uygulanmasına mani değildir. Karş. Kocayusufoğlu, **a.g.e.**, s. 168, N. 6. Sisteme düşürülmüş fakat eşini henüz bulmamış emirler her zaman icap niteliği taşımakta olup kimliği belirsiz potansiyel yatırımcı kitlesine yönelmektedir. Şüphesiz sözleşmenin kurulabilmesi bakımından, başka bir deyişle borsadaki eşleşmenin

ilgili aracı kurumun yatırımcı ile akdetmiş bulunduğu aracılık çerçeve sözleşmesinden doğan aslî edim borcudur¹³². Alım-satım talimatları ilgili aracı kurumlar tarafından borsaya iletilmekle birlikte borsa emrine dönüşür ve sistem tarafından otomatik olarak eşleştirilir. Eşleşmenin gerçekleştirildiği an itibarıyla, kaydî değeri konu edinen devir sözleşmesi T gününde (*transaction day*) kurulmuş olunur¹³³.

T işlem gününde kurulan alım-satım işlemleri, T+2 gününde merkezî takas kuruluşu Takasbank tarafından, MKK nezdindeki takas havuz hesabı ve aracı kuruluş havuz hesapları kullanılarak gerçekleştirilen takas işlemleriyle tamamlanır¹³⁴. Dolayısıyla borsa alım-satım işlemlerine ilişkin takas işlemleri, MKK ile Takasbank arasındaki entegre sistem aracılığıyla gerçekleştirilir¹³⁵. Takas işlemleri; Merkezî Takas Yönetmeliği m. 4/I (i) hükmü uyarınca “*piyasada gerçekleşen işlemlerle ilgili olarak ortaya çıkan yükümlülüklerin, Takasbank tarafından belirlenen süre ve şartlarda, üyeler tarafından yerine getirilmesi suretiyle taraflar arasında nakit ve/veya varlıkların transferini sağlayan süreçlerin tamamını*” ifade eder. Buna göre, takas işlemleriyle; alım işlemine aracılık eden aracı kurumun satım bedelini ödemesi, satım işlemine aracılık eden aracı kurumun ise kaydî değeri devralan hesabına

gerçekleştirilebilmesi açısından, icabın sözleşmenin esaslı unsurlarını içermesi ve kabulün de icaba uygun olması gerekir. Sözleşmenin esaslı unsuru bakımından müşteri emirleri; limit fiyatlı veya serbest fiyatlı olabilir. Limit fiyatlı emirlerde satıcı razı olduğu en düşük fiyatı; alıcı ise razı olduğu en yüksek fiyatı ilgili aracı kurumuna iletir. Serbest fiyatlı emirlerde ise, ilgili aracı kurum alım-satım işlemini Borsa İstanbul’da oluşan fiyat üzerinden gerçekleştirme serbestisine sahiptir. Detaylı açıklamalar için bkz. Çetin, **a.g.e.**, s. 18-19; Borsa İstanbul, **a.g.e.**, s. 6.

¹³² Aracı kurumun çerçeve sözleşmeden doğan borçları; sözleşmeye ve yatırımcının talimatlarına uygun bir biçimde hareket etme, elde edilen malvarlığını yatırımcıya aktarma, yatırımcının sahipliğindeki piyasa araçlarını merkezî saklama kuruluşuna saklatma ile bilgi ve hesap verme olarak sıralanabilir. Buna karşılık yatırımcının borçları ise, aracılık faaliyetinin yürütülmesinin bedeli olarak serbestçe kararlaştırılan komisyon (kurtaj) tutarını ödemek, borsada aracı kurum tarafından gerçekleştirilen işlemlerden doğan “borsa işlem maliyetini” karşılamak ve gerçekleştirilmesi istenen hukukî işlemin ifasına yönelik işlemleri (bedeli ödemek gibi) gerçekleştirmek olarak belirlenebilir. Çetin, **a.g.e.**, s. 17 vd.

¹³³ Borsa emirlerinin eşleşmesiyle kurulan satım sözleşmesinin bedel ve konu dışındaki unsurları mevzuatla önceden belirlenir. Aracı kurumlar tarafından borsaya intikal ettirilen müşteri emirleri, sistem tarafından tek bir bilgisayar ağında toplanır ve mevzuatla önceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde birbiriyle uyulan irade beyanları otomatik olarak eşleştirilir. Töremiş, **a.g.e.**, s. 12; Ünal, **a.g.e.**, s. 419; Benli, **a.g.e.**, s. 127.

¹³⁴ Nitekim Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 6/III hükmünde merkezî takas kuruluşunun MKK üyesi kuruluşlarla bağlantı kurmaksızın doğrudan MKK’da hesap açtırabileceği belirtilmiş; yine anılan tebliğ m. 5/III hükmüyle, takas işlemlerinin yürütülebilmesi için MKK nezdinde merkezî takas kuruluşu itibarıyla da kayıtların tutulacağı düzenlenmiştir.

¹³⁵ MKK, **İlke ve Kurallar**, s. 7.

aktarması sağlanır¹³⁶. Merkezî takas sisteminin mevzuat gereği işleyiş yöntemi itibariyle, borsada gerçekleştirilen işlemlerin, aracı kurumlar arasında bağımsız olarak tamamlanması mümkün değildir. Borsadaki alım satım işlemleri aracı kurumlar tarafından ancak MKK ile Takasbank arasında kurulmuş entegre sistemde tamamlanabilir [Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 17/I].

Öğretide bir görüşe¹³⁷ göre, borsa teşkilâtında alım-satım emirlerinin gerçekleştirilmesiyle kurulan devir sözleşmesi borçlandırıcı işlem niteliğindedir. Borçlandırıcı işlemi takiben gerçekleştirilen takas işlemleri ise zilyetliğin havalesini sağlayan bir tasarruf işlemidir. Kanaatimizce anılan görüş, borsaya kote edilen ve hareketsizleştirme yöntemiyle merkezî olarak saklanan hisse senetlerinin devrinden yola çıkmaktadır. Hareketsizleştirme yönteminde, hisse senetleri merkezî saklama kuruluşu kasalarında hareketsizleştirilir ve bunlara ilişkin hukukî işlemler kayden gerçekleştirilir¹³⁸. Fizikî varlıklarını muhafaza eden bu hisse senetlerinin devri ise, kıymetli evraka ilişkin taşınır rehni hükümleri uyarınca gerçekleştirilir. Bu noktada takas işlemleri, tasarruf işlemi olarak zilyetliğin havalesi işlevi görür¹³⁹. Ancak kaydileştirme yönteminin benimsendiği bir düzende, hisse senetlerinin fizikî varlıklarını tamamen kaybetmeleri sebebiyle artık zilyetliği havale edilecek bir kıymetli evraktan bahsedilemez¹⁴⁰. Dolayısıyla takas işlemlerinin, kaydî değerler bakımından klasik tanımından uzaklaşarak hakkın doğumu bakımından kurucu niteliğini kaybettiği ortadadır. Kanaatimizce, çıplak ortaklık ve/veya alacak hakları niteliğindeki kaydî değerlere ilişkin alım satım emirlerinin borsada eşleştirildiği anda akdedilen devir sözleşmesinin borçlandırıcı işlemle beraber tasarruf işlemini oluşturduğunun kabulü gerekir. Bunu takiben gerçekleştirilen takas işlemleri ise, hakka doğrudan etki etmeyen, sadece mevcut hakkı açıklayıcı nitelikteki kayıtlar olarak değerlendirilmelidir¹⁴¹. Takas işlemlerinin zilyetliğin havalesinin sağlandığı bir

¹³⁶ BIS Glossary, **a.g.e.**, s. 45; McGill, Patel, **a.g.e.**, s. 44; Loader, **a.g.e.**, s. 1.

¹³⁷ Çetin, **a.g.e.**, s. 27; Töremiş, **a.g.e.**, s. 11.

¹³⁸ Aracılı elde tutma sisteminde hareketsizleştirme ve kaydileştirme yöntemleri hakkında bkz. Birinci Bölüm/II/B/1.

¹³⁹ Bkz. Öztan, **a.g.e.**, s. 337

¹⁴⁰ Urkan, **a.g.e.**, s. 22.

¹⁴¹ Manavgat, **Kaydî Sistem**, s. 182.

tasarruf işlemi olarak nitelendirilmesi, sadece Takasbank'ın kasalarında henüz kaydıleştirilmeden saklanan sermaye piyasası araçları bakımından mümkündür.

Merkezî takas sisteminin işleyişi şu şekilde özetlenebilir¹⁴²: T gününde kurulmuş bulunan sözleşme bilgileri, online olarak Borsa İstanbul tarafından Takasbank'a iletilir. Burada, aracı kurum bazında ve müşteri detaylı gerçekleştirilen netleştirme yöntemiyle net alacak-borç bilgileri elde edilir. Netleştirme sonuçları T günü akşamında, kontrol edilmek üzere, Takasbank tarafından MKK'ya bildirilir. T+1 gününde, MKK tarafından kontrolleri gerçekleştirilmiş netleştirme bilgileri, Takasbank üye ekranlarına yansıtılır ve böylece T+1 günü akşamına kadar ilgili aracı kurumlara hatalı sözleşme taleplerini Borsa İstanbul'a iletme imkânı tanınır. Düzeltme talepleri, T+1 günü akşamında Borsa İstanbul tarafından online olarak Takasbank'a aktarılır ve gerekli kontroller sonucu elde edilen farklar tekrardan MKK'ya bildirilir. Nihayet T+2 gününde¹⁴³, satım konusu kaydî değer, satıma aracılık eden aracı kuruluş tarafından; ilgili aracı kuruluş nezdindeki yatırımcı (satıcı) hesabından, önce aracı kuruluş havuz hesabına, oradan da MKK nezdinde tutulan "Takasbank takas havuz hesabına" aktarılır. Bu noktada, kaydî değere ilişkin takas borcu sona erer [Kaydıleştirme Tebliği (II-13.1) m. 17/II]. Alıcının kaydî değer takas alacağı bakımından ise, Takasbank takas havuz hesabında bulunan kaydî değer, önce alıma aracılık eden aracılı kuruluş havuz hesabına, oradan da yatırımcı (alıcı) hesabına aktarılmasıyla işlem tamamlanır¹⁴⁴ [Kaydıleştirme Tebliği (II-13.1) m. 17/III].

¹⁴² Detaylı bilgi için bkz. Çetin, **a.g.e.**, s. 28 vd.; Töremiş, **a.g.e.**, 13 vd.; MKK, **İlke ve Kurallar**, s. 7; Borsa İstanbul, **Kılavuz**, s. 8-9; Borsa İstanbul Bilgilendirme Kitapçıkları, Yatırımcılar İçin Borsa, İstanbul 2014, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Yatirimcilar_icin_BORSA.pdf (ET. 29.02.2020, Kısaltılmışı: Borsa İstanbul, **Yatırımcılar**), s. 15-16.

¹⁴³ Kaydî değer satım sözleşmesinde, satıcının edimi kaydî değeri devretmek iken; alıcının borcu satım bedelini ödemektedir. Bu bakımdan, T+2 gününde tamamlanacak takas işlemleri, kaydî değer takası ile nakit takasına ilişkin işlemler ayrı ayrı gerçekleştirilir. Yukarıda sadece kaydî değer takasına ilişkin işlemler özetlenmiş olup nakit takasına ilişkin süreç için bkz. Çetin, **a.g.e.**, s. 29-30; Töremiş, **a.g.e.**, 26 vd.

¹⁴⁴ İlgili aracı kuruluşların, müşterileri hesabına vekâleten hareket etmeleri sebebiyle, takas alacağı ile borcu; kaydî değer yatırımcı hesaplarına değil, ilgili aracı kuruluşların havuz hesaplarına giriş-çıkış anında sona erer. Havuz hesabında kaydî değeri bulunduran ilgili aracı kuruluş, aracılık çerçeve sözleşmesi uyarınca kaydî değeri yatırımcı hesabına alacaklandırmak ile yükümlüdür. Takas işlemlerinin gerçek alacaklı-borçlu tarafından değil; onların ilgili aracı kuruluşları ile merkezî takas ve saklama kuruluşlarının dâhil olduğu bir sistemde gerçekleştirilmesi sebebiyle, kaydî değer takas borcunun ifa edildiği an ile devrin gerçekleştiği an farklılık arz etmektedir. Satıcı, kaydî değer takas borcunu, kaydî değer takas havuz hesabına aktarıldığı anda ifa etmiş olmakta; ancak kaydî değer alıcının hesabına aktarılması, kaydî değer takas havuz hesabından alıma

b. Kaydî Değerin Düzensiz Rehin Kapsamında Devri

Öğretide bir görüşe¹⁴⁵ göre, SerPK m. 47 hükmüne tâbi olarak hak sahipliğini alacaklıya geçiren -düzensiz rehin niteliğindeki- teminat sözleşmelerinin ifasına yönelik olarak gerçekleştirilmesi gereken devir işlemi, yukarıda özetlenmiş bulunan borsa mekanizması ile sağlanır. Kanaatimizce, kaydî değer in düzensiz rehin kapsamında teminat alana devrinin borsada gerçekleştirilmesi mümkün değildir. Yazılı olarak akdedilen teminat sözleşmesinde taraflarca hem kaydî değer üzerinde teminat tesis edilmesi hem de onun alacaklıya devredilmesi kararlaştırılır. Söz konusu teminat sözleşmesi bir tasarruf işlemi olarak¹⁴⁶ akdedilmekle birlikte kaydî değer teminat alana **haricen** devrolunur. Dolayısıyla, zaten devredilmiş bulunan kaydî değer in; ilgili aracı kuruluşlar vasıtasıyla ayrıca borsada alım-satım işlemine konu edilmesi anlamlı değildir. Öte yandan, borsa mekanizmasının çalıştırılması hâlinde dahi, teminat sözleşmesinin taraflarca verilecek alım-satım emirlerinin, belirsiz bir kitleye yönelmiş borsa emirler ağı içerisinde eşleşmesinin ne şekilde gerçekleşeceği de şüpheli ve hattâ rasyonaliteden uzaktır. İlâveten, SerPK m. 77/III hükmünün mefhumu muhalifinden, borsa dışında gerçekleştirilen işlemlerin merkezî takas yoluyla tamamlanmadığı da ortadadır

Şu hâlde, SerPK m. 47/I hükmündeki -kanunî usûllere göre devredilir- ifadesinden anlaşılması gereken, kaydî değeri bu hüküm kapsamında konu edinen ve haricî olarak akdedilen yazılı teminat sözleşmelerinin kendisidir. Bu noktada, hakkın sonraki tarihli tasarrufların daha önce bildirilme tehdidinden kurtulması açısından teminat sözleşmesi SerPK m. 13/V hükmü uyarınca MKK'ya bildirilmelidir. Bildirimin, kaydî değeri hâli hazırda bulunduğu hesabı tutan MKK üyesi aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirilmesi gerekir [Kaydîleştirme Tebliği (II-13.1) m. 17/IV]. Üye aracı kurum tarafından değişikliğin bildirilebilmesi için kaydî değere o zamana kadar konu edinen tasarruf zincirinin her bir halkasına dair yazılı sözleşmenin taraflarca

aracılık eden ilgili aracı kuruluş havuz hesabına aktarıldığı ana denk gelmektedir. Takas borcunun kapanması ile kaydî değeri alıcı hesabına yansıtılmasının ayrı anlarda cereyan etmesi sistemsal bir zorunluluk olup; aksi yöndeki bir düşünce Takasbank'ın hukukî sorumluluğunda bulunan sistemik rizikoyu satıcının sırtına yüklemek anlamına gelir.

¹⁴⁵ Benli, **a.g.e.**, s. 126-127.

¹⁴⁶ Teminat sözleşmelerinin hukukî niteliği hakkında bkz. İkinci Bölüm/II/D.

ibraz edilmesi gerekir. Bildirimin gerçekleştirilmesi hâlinde, teminat konusu kaydî değer, teminat alanın hesabında¹⁴⁷ açılacak alt hesaba teminat açıklaması ile kayden aktarılır. Teminat verene ilişkin kimlik bilgileri ise bu hesapla bağlantılı olarak izlenir [Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 22/III, VI, VII].

C. Kaydî Değerin Teminat Verende Bırakıldığı Sözleşmeler

1. Teminatın Hukukî Niteliği

Hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı finansal teminatlar SerPK m. 47/I hükmünde düzenlenmiştir. Buna göre, kaydî değer alacaklıya devredileceğine ilişkin teminat sözleşmesinde bir hüküm bulunmaması hâlinde, hak sahipliğinin teminat verende kalacağı kabul edilir. Hak sahipliğinin alacaklıya geçirilmemesi sebebiyle, bu türden teminat sözleşmelerinde, kaydî değer üzerinde alacaklıya sınırlı aynî hak tesis edilir.

Kaydî sermaye piyasası araçlarının niteliğindeki ayrışma temelinde¹⁴⁸, hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı sözleşmeyle tesis edilen teminatın hukukî niteliği öğretide tartışmalıdır. Bir görüşe göre¹⁴⁹, kaydî değerler taşınır eşya niteliğinde olduğundan, teminatın hukukî niteliği taşınır rehni olarak belirlenmelidir ve taşınır rehni özel bir türü olduğu kabul edilerek TMK 939 vd. teslimine bağlı taşınır rehni hükümleri kıyasen uygulanmalıdır. İkinci bir görüşe göre¹⁵⁰, kaydî değerler bir alacak hakkıdır. Dolayısıyla bunları konu edinen teminatlara alacak rehnine ilişkin TMK 955/I hükmünün uygulanması gerekir. Üçüncü bir görüş uyarınca¹⁵¹ ise, kaydî değerler paya bağlı haklar olarak klasik alacak hakkından ayrılır. Bu durumda, diğer hakların rehnine ilişkin TMK 955/III hükmü uygulama alanı bulmalıdır.

Kanaatimizce teminat konusunun çıplak ortaklık ve/veya alacak hakkı niteliğindeki kaydî sermaye piyasası araçları olduğu göz önüne alındığında, tesis edilen teminatın hukukî niteliği “alacak/hak rehni” olarak belirlenmelidir. Dolayısıyla

¹⁴⁷ Şüphesiz, hakkını üçüncü kişilere karşı ileri sürebilmek isteyen teminat alanın MKK üyesi aracı kuruluş nezdinde bir yatırım hesabı bulunması gerekir.

¹⁴⁸ Tartışmalar için bkz. Birinci Bölüm/III/E.

¹⁴⁹ Sönmez, **a.g.m.**, s. 304 ve 311.

¹⁵⁰ Özer, **a.g.m.**, s. 812.

¹⁵¹ Urkan, **a.g.e.**, s. 21.

SerPK m. 47 kapsamında sahipliğin teminat verende bırakıldığı teminat sözleşmelerine, niteliği uygun düştüğü ölçüde TMK m. 954 vd. alacaklar ve diğer haklar üzerinde rehne ilişkin hükümler kıyasen uygulanır. Ancak bu noktada, kaydî değer in ihtiva ettiği hakkın kapsamına göre bir ayırım yapılmalıdır¹⁵². Eğer piyasa aracı sadece alacak hakkından ibaretse, alacak rehnine ilişkin TMK m. 955/I; alacak hakkından ziyade ortaklık hakkı da içeriyorsa diğer hak rehnine ilişkin TMK m. 955/III hükmü gündeme gelir. Hakkın tesis edilmesi bakımından, TMK m. 955/I hükmünün uygulanması hâlinde yapılacak yazılı rehin sözleşmesi yeterli olacakken; TMK m. 955/III hükmünün uygulanması hâlinde, yazılı sözleşmeye ilâveten hakkın devrine ilişkin şekil şartına uyulması gerekecektir. Kaydî değer in devri, ortaklık ve alacak hakları bakımından kapsamının ne olduğu önemli olmaksızın, TBK m. 183 vd. alacağın temliki hükümlerine tâbi olarak gerçekleştirilir¹⁵³. Şu hâlde, kaydî değerler bakımından TMK m. 955/I ile m. 955/III hükümleri arasında pratik açıdan bir fark kanaatimizce kalmamıştır¹⁵⁴. Zira her iki fıkra bakımından da rehin hakkının kurulması için yazılı rehin sözleşmesinin akdedilmesi yeterlidir. Ayrıca, TMK 954/II hükmünde yapılan gönderme gereği, her halükârda TMK m. 939 vd. taşınır rehni hükümleri de kıyasen uygulama alanı bulur.

2. Teminatın MKK Kayıtlarına Yansıtılması

Kaydî değeri teminat verende bırakan teminatlar, yazılı rehin sözleşmesinin akdedilmesiyle tesis edilmiş olunur. Ancak rehin hakkını kaydî değeri konu edinen sonraki tarihli tasarruflara karşı koruma altına almak bakımından SerPK m. 13/V hükmü uyarınca MKK'ya bildirimde bulunulması gerekir¹⁵⁵. Bildirimin, kaydî değer in hâli hazırda bulunduğu hesabı tutan MKK üyesi aracı kurum tarafından gerçekleştirilmesi gerekir [Kaydîleştirme Tebliği (II-13.1) m. 17/IV]. Kaydî değer in merkezî kayıt sistemine yansımayacak şekilde birden fazla kez tasarruf işlemlerine konu edilmesi mümkün olduğundan, mevcut hesap gerçek hak sahipliğini

¹⁵² Aynı yönde Seçer, **a.g.m.**, s. 178 ve 181.

¹⁵³ Senede bağlanmamış bir hakkı devreden sözleşme için sadece yazılı şekil şartı öngörülmüş ise, bu hak üzerinde rehin kurulabilmesi için yazılı rehin sözleşmesi yeterlidir. Tuor, Schnyder, Schmid, Rumo-Jungo, **a.g.e.**, s. 1172, N. 18.

¹⁵⁴ Aynı yönde Ergüne, **a.g.m.**, s. 744 dn. 21.

¹⁵⁵ Birinci Bölüm/III/D/1.

yansıtmayabilir. Bu noktada üye aracı kurum tarafından değışikliğin bildirilebilmesi için, kaydî değeri o zamana kadar konu edinen tasarruf zincirinin her bir halkasına dair yazılı sözleşmenin taraflarca ibraz edilmesi gerekir. Bildirimin gerçekleştirilmesi hâlinde, teminat konusu kaydî değeri, aksine bir anlaşma yoksa teminat verenin hesabına bağılı olarak açılan alt hesaba, teminat alanın kimlik bilgileri de işlenerek kaydedilir. Taraflarca öngörölmüşse, kaydî değerin teminat alanın hesabına bağılı olarak açılan alt hesaba kaydedilmesi de mümkündür. Bu hâlde teminat verenin kimlik bilgileri söz konusu alt hesaba işlenir [Kaydileştirme Tebliğı (II-13.1) m. 22/II].



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KAYDÎ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINI KONU EDİEN TEMİNAT SÖZLEŞMELERİNİN HÜKÜMLERİ

I. KAYDÎ DEĞERİN KULLANILMASI

A. Kaydî Değerin Teminat Alana Devredildiği Sözleşmelerde

SerPK m. 47 hükmü kapsamında tesis edilen ve hak sahipliğini alacaklıya geçiren teminatlarda; teminat alan kaydî değer sahibi olarak kaydî değer kullanılması, semerelerinin devşirilmesi ve onun tasarruf işlemlerine konu edilmesi bakımından tam yetkiye sahiptir¹. Bu türden teminatların tesis edilmesiyle, teminat alan kaydî değeri kendi malvarlığına dâhil eder ve bir düzensiz rehin olarak sadece kaydî değeri mislen iade borcu altına girer. Teminaten temlikten farklı olarak, kaydî değer kullanımı teminat amacıyla sınırlı da değildir. Dolayısıyla alacaklının kaydî değeri dilediği gibi kullanması, onu başkalarına devretmesi yahut rehin vermesi mümkündür. Bu noktada bir alt veya art rehin hakkının tesis edilmesinden de bahsedilemez. Zira teminat verenin, kaydî değer üzerinde herhangi bir tasarruf yetkisi kalmadığından, artık bir başkasına ait kaydî değer üzerinde art rehin tesis etmesi mümkün olmadığı gibi; hak sahibi sıfatını haiz alacaklının kendi malvarlığı üzerinde üçüncü bir kişi lehine tesis edeceği rehin hakkı da alt rehin olarak nitelendirilemez. Dolayısıyla, kaydî değer alacaklıya devredildiği teminatlarda, teknik anlamda bir kullanım yetkisinden söz etmeye bile gerek yoktur.

B. Kaydî Değerin Teminat Verende Bırakıldığı Sözleşmelerde

1. Kullanım Yetkisinin Anlamı

SerPK m. 47/III hükmünde “*Mülkiyetin teminat verende kaldığı teminat sözleşmelerinde; teminat konusu sermaye piyasası aracının satışı da dâhil olmak üzere ne kapsamda kullanılabileceği hususunda taraflar aralarında anlaşır*lar” denilmek suretiyle, sahipliğin teminat verende bırakıldığı teminatlar bakımından, sözleşmeyle alacaklıya teminat konusu kaydî değeri kullanma yetkisi tanınabileceği

¹ Kuhn, a.g.e., § 15 N. 11, § 26 N. 109.

düzenlenmiştir. Hemen belirtelim ki, sahipliği teminat verende bırakan sözleşmeler, alacaklıya -kendiliğinden- kullanım yetkisi bahşetmez; bunun için taraflarca kullanım yetkisinin kapsamına ilişkin açıkça düzenleme yapılması gerekir. Bu noktada, taraflarca alacaklıya muğlâk bir “kullanım yetkisi” tanındığı hâllerde, bunun kapsamının nasıl belirleneceği sorunu ile karşılaşmaktadır. Bu husus, verilen teminatın hukukî niteliğine de doğrudan etkide bulunduğundan, SerPK m. 47/III hükmünde bahsedilen kullanım yetkisinden ne anlaşılması gerektiğinin ortaya konması gerekir. Tesis edilen teminatın sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen bir finansal teminat olduğu göz önüne alındığında, şüphesiz bu değerlendirmenin kanunun amacı ve ruhu çerçevesinde finansal teminatın işlevlerinden yola çıkılarak yapılması gerekir.

SerPK kapsamında tesis edilen finansal teminatların iktisadî ve hukukî olmak üzere başlıca iki işlevi bulunur². İktisadî işlev, teminatın sermaye piyasalarında domino etkisi yaratabilecek sistemik riskleri bertaraf edebilme yeteneğidir. Bu anlamda, bir veya birkaç finansal kuruluştaki baş gösteren iflâs gibi finansal şokun bütün finans piyasasına, ulusal ekonomiye ve sonrasında uluslararası platforma bulaşma riskini en aza indirmek finansal teminatların iktisadî işlevini oluşturur. Hukukî işlev ise güvence (*recovery function*) ve tedavül (*tradeability function*) olmak üzere iki grupta incelenir³. Güvence işlevi, borcun ifa edilmemesi hâlinde alacaklının alacağını teminat konusu değerden karşılayabilmesini ifade eder. Başka bir deyişle hukukî güvence, medenî hukuk anlamında alacaklıya bir teminat hakkı tesis edilmesidir. Ancak finansal teminatın güvence işlevi; sistemik riski bertaraf etme işlevi ile sıkı sıkıya bağlı bir biçimde alacaklının tatmin edilmesini kolaylaştırması ve hızlandırması sebebiyle onu medenî hukukun tipik teminatlarından ayırır. Tedavül işlevi ise, piyasa aracı üzerinde hangi türden bir teminat tesis edildiği önemli olmaksızın, teminat konusunun sahibinin tasarruf yetkisinin hiçbir şekilde sınırlandırılmadan piyasa

² Benli, **a.g.e.**, s.20 vd.

³ Alacaklının bir an önce tatmin edilmesini sağlayan güvence işlevi ekonomik açıdan telafi işlevi olarak da adlandırılır. Nitekim UNIDROIT Konvansiyonu ile Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi'ne paralel olarak SerPK 47 hükmünde de alacaklının alacağına erişmesini hızlandıran ve kolaylaştıran hükümler öngörülmüştür. Bkz. Üçüncü Bölüm/III/A. Tedavül işlevi ise, piyasa araçlarının likiditasyonuna hizmet etmektedir. Finansal teminatın iki işlevi hakkında açıklamalar için bkz. Keijser, **a.g.e.**, s. 16 vd.

aracının el değıştirebilmesinin sağlanmasıdır⁴. Dolayısıyla sermaye piyasalarının doğası gereği sürekli tedavül edilebilir olması gereken sermaye piyasası araçlarının, sırf teminat işlemlerine konu olmalarından ötürü bu yeteneklerinin kısıtlanmaması gerekir. Görüldüğü üzere tedavülü ve güvenceyi sağlayan hukukî işlev, sistemik riskin bertaraf edilmesine yönelik iktisadî işlevin düzgün bir şekilde yerine getirilmesine hizmet etmektedir. Hukukî işlevi köreltilen finansal teminatların piyasanın ihtiyaçlarına cevap vermesi mümkün olmayıp, konu hakkındaki normatif düzenlemelerin iktisadî işleve en üst seviyede hizmet eder nitelikte ihdas edilmesi ve yorumlanması gerekmektedir.

Şu hâlde, sermaye piyasalarında piyasa araçlarının kullanılmasına ilişkin verilen bir yetkiden anlaşılması gereken ilk husus, bu kullanım yetkisiyle bir tasarruf yetkisinin tanınmış olduğudur⁵. Sahipliği teminat verende bırakan teminat sözleşmelerinde, alacaklıya kapsamı belirsiz bir kullanım yetkisi tanındığı hâllerde bunun kaydı değerın satım, ödünç veya rehin gibi işlemlere ilişkin tasarruflara konu edilmesine yönelik bir tasarruf yetkisi niteliinde olduğu kabul edilmelidir⁶. Dolayısıyla, finansal teminatın tedavül fonksiyonu göz önüne alındığında, SerPK m. 47/III uyarınca verilen kapsamı kesin sınırlarla çizilmemiş (muğlâk) bir “kullanım yetkisinin” teminat konusunun sadece semerelerinin devşirilmesine ilişkin olduğu kanaatimizce söylenemez⁷. SerPK m. 47/III hükmünde yer alan “*teminat alan teminat konusu aracı kullanmış ise ... eş değerini teminat verene iade eder*” ifadesi de kaydı değerın kullanılmakla aslında elden çıkarıldığı yönündeki görüşümüzü destekler niteliktedir.

⁴ Tedavül işlevini haiz teminatlar olarak TMK’ da sadece ipotekli borç senedi ve irat senedi düzenlenmiştir.

⁵ Keijser, **a.g.e.**, s. 175.

⁶ Keijser, Kyrkousi, Bakanos, **a.g.m.**, s. 442.

⁷ Dolayısıyla teminat sözleşmesinde aksi açıkça kararlaştırılmadığı müddetçe, teminat konusu sermaye piyasası aracının pay olduğu durumlarda kâr payı; borçlanma araçları olduğu durumlarda ise faiz teminat verene ait olur. Kaydı değerın pay olduğu durumlarda, münhasıran pay sahibine tanınmış hakların teminat alan tarafından kullanılması mümkün değildir. Bu kapsamda genel kurula iptal davası açma hakkı ile TMK m. 960 ve TTK m.427/II hükümleri uyarınca paydan ayrı devredilmesi mümkün olmayan oy hakkı münhasıran teminat verene aittir. Bu hakların teminat alan tarafından kullanılacağına ilişkin sözleşme hükümleri de geçersizdir. Sönmez, **a.g.m.**, s. 315-316.

Her ne kadar medenî hukuk anlamında kullanım yetkisi ile tasarruf yetkisi birbirinden tamamen ayrı yetkiler olsa da sermaye piyasalarının yapısı ve hak sahiplerinin sermaye piyasası araçlarından faydalanma biçimi bu iki yetkinin örtüşebileceğini işaret etmektedir. Zira yatırımcılar, sahip oldukları kaydî hakkın sadece semerelerini devşirmekten öte; onun değerinin borsadaki anlık dalgalanmalarda göstereceği artışlardan istifade etmek yönünde haklı bir beklenti içerisinde. İşte kullanım yetkisinin sermaye piyasaları bakımından anlamını -kaydî değer elden çıkarılabilmesi yahut kredili işlemlerde teminat olarak gösterilebilmesi- şeklinde finansal aracın ekonomik etkinliğine hizmet ederek genişleten görüşümüz de yatırımcıların bu haklı beklentisine dayanmaktadır.

2. Kullanım Yetkisinin Teminatın Hukukî Niteliğine Etkisi

SerPK m. 47 kapsamında tesis edilen ve kaydî değeri teminat verende bırakan teminatların hukukî niteliği yukarıda hak rehni olarak belirlenmişti⁸. Buna göre, söz konusu teminatlara SerPK m. 47'nin bu türden sözleşmelere ilişkin hükümleri ile niteliği uygun düştüğü ölçüde TMK m. 954 vd. ve TMK m. 954/II'de yapılan gönderme gereği TMK m. 939 vd. hükümlerinin kıyasen uygulanması gerekir. Ancak SerPK m. 47/III hükmünde, kullanım yetkisinin kapsamının taraflarca serbest bir şekilde çizilebilmesi mümkün kılınarak, bu yetkinin teminatın hukukî niteliğini değiştirme ihtimâli yaratılmıştır.

Teminat sözleşmesinde taraflarca, kullanım yetkisi kapsamında kaydî değer alacaklı tarafından tasarruf işlemlerine konu edilebilmesi ve/veya onun semelerinin devşirilebilmesi SerPK m. 47/III uyarınca kararlaştırılabilir. Dolayısıyla anılan hüküm ile teminat konusunun teminat verenin rızasına tâbi olarak alacaklı tarafından üçüncü kişilere devredilmesine veya rehin verilmesine yahut ürünlerinden yararlanılmasına imkân tanıyan TMK m. 942, m. 945/II ile m. 947/II hükümleriyle paralellik kurulduğu söylenebilir. Zira taşınır rehni alacaklı, kural olarak rehin konusunu kullanamaz,

⁸ İkinci Bölüm/III/C/1.

ürünlerinden yararlanamaz ve onu tasarruf işlemlerine konu edemez⁹. Ancak anılan hükümler uyarınca bunun aksinin taraflarca kararlaştırılması her zaman mümkündür¹⁰.

SerPK m. 47/III hükmü uyarınca, kaydî değer in semerelerinin devşirilmesine ilişkin bir kullanım yetkisinin alacaklıya tanınması hâlinde, bunun teminatın hukukî niteliğine etkisi, TMK 947/II hükmünde düzenlenen yararlanmalı rehin bakımından yapılacak bir değerlendirme sonucu tespit edilebilir. Atipik bir rehin türü olarak yararlanmalı rehin; tarafların alacaklıya, borcun ifa edilmemesi hâlinde rehin konusunu paraya çevirmek yetkisine ilâve olarak onun semerelerini devşirme hususunda bir yetki tanımlarını ifade eder¹¹. SerPK m. 47/III hükmünde, taraflarca teminat alana semerelerin devşirilmesine ilişkin bir kullanım yetkisi verilebileceği öngörülse de; bu yetki kapsamında elde edilen gelirin teminat altındaki borçtan düşölüp düşölmeyeceği hususunda bir düzenleme getirilmemiştir. Dolayısıyla, taraflarca bu hususta bir belirleme yapılmaması hâlinde konunun medenî hukukun esasları çerçevesinde değerlendirilmesi gerekecektir.

Alman hukukunda, BGB §1214 uyarınca alacaklının rehin konusundan yararlanması mümkündür. Ancak anılan hükmün ikinci fıkrası uyarınca; rehin konusundan elde edilen net gelir, teminat altındaki alacaktan ve onun yan edimlerinden mahsup edilir. Dolayısıyla Alman hukukunda yararlanmalı rehinde semerelerin

⁹ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 890, N. 16, Art. 892, N. 15; BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 505; BK-ZGB-Zobl, Art. 892, N. 17; Cansel, **a.g.e.**, s. 169 vd.; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 495-496; SK-BGB-Wiegand, § 1213, N. 1; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1267; Ali Eskiocak, **Teslime Bağlı Taşınır Rehninde Alacaklının Hukukî Durumu**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s. 168. Yine TMK m. 959/I uyarınca, faiz veya kâr payı gibi dönemsel gelir getiren alacaklar üzerinde rehin kurulması hâlinde, teminatın paraya çevrilmesi aşamasında bu yan edimlerden vadesi geçmiş olanlar rehnin kapsamına girmez. Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1364.

¹⁰ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 890, N. 16-17; BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 505; Ayiter, **a.g.e.**, s. 189; SK-BGB-Wiegand, § 1213, N. 1; Sirmen, **Eşya**, s. 687; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1267.

¹¹ BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 505; BSK-ZGB-Bauer, Art. 892, N. 9; Serozan, **a.g.e.**, N. 1472. Alacaklıya; alacağının faizi yerine rehin konusu taşınırın ürünlerini elde etme yetkisi verildiği durumlarda bir yararlanmalı rehinden bahsedildiği hakkında ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 890, N. 17. Fransız hukukunda sınırlı aynı haklar arasında düzenlenen yararlanmalı rehin hakkının (*antichrèse*), rehinli alacaklıya rehin konusunun ürünlerinden yararlanılmasına ilâveten rehin konusunun kullanılma yetkisinin de tanındığı hâllerde mevcut olduğunun; sadece ürünlerden yararlanma yetkisinin tanınmasının yararlanmalı rehin olarak nitelendirilemeyeceği yönünde Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 234.

devşirilmesi alacaklının tatmin edilmesine hizmet eder¹². Türk-İsviçre hukukunda ise; ne TMK ne de ZGB’de net gelirin alacaktan veya onun yan edimlerinden düşüleceğine dair bir düzenleme mevcut değildir. İsviçre hukukunda, söz konusu boşluk BGB §1214 hükmüne uygun olarak doldurulmaktadır¹³. Buna göre, yararlanmalı rehin kapsamında rehin konusundan elde edilen net gelirin alacaktan ve onun yan edimlerinden düşüleceği kabul edilmektedir.

Türk hukuku bakımından da mevcut boşluğun BGB §1214 ile uyumlu olarak doldurulması kanaatimizce mümkündür. Dolayısıyla, TMK m. 947/II ve SerPK m. 47/III hükümleri uyarınca alacaklının yararlanmalı rehin kapsamında semereleri devşirme yetkisi ancak taraflarca kararlaştırılmışsa mümkündür. Yine aksi taraflarca ayrıca kararlaştırılmamışsa; elde edilen net gelirin alacaktan veya onun yan ediminden düşüleceği kabul edilmelidir.

SerPK m. 47/III hükmü uyarınca kaydî değer tasarruf işlemlerine konu edilebilmesine ilişkin bir kullanım yetkisinin alacaklıya verilmesinin teminatın hukukî niteliğine etkisi noktasında ise, devir yetkisi ile devir dışında kalan (rehin veya intifa hakkı tesis etme gibi) tasarruf yetkileri arasında bir ayırım yapılmalıdır. Devir dışındaki yetkilerin alacaklıya bahşedildiği teminatlarda, kaydî değer üçüncü bir kişiye devredilemeyeceğinden -yani mislen iade borcunun doğması mümkün olmadığından- teminat bir hak rehni olarak hukukî niteliğini korur. Alacaklıya devir yetkisinin tanındığı sözleşmeler bakımından ise, bu yetkinin teminatın hukukî niteliğine olan etkisi, ancak finansal teminatların hukukî işlevi ışığında genel satış yetkisi ile alacağın tahsiline yönelik re’sen satış (özel yoldan paraya çevirme) yetkisi arasındaki ayırım gözetilerek tespit edilebilir.

Taşınır rehninde muaccel olan alacak ifa edilmezse, rehin konusu kural olarak İKK. m. 145 vd. uyarınca icra yoluyla paraya çevrilir. Bununla birlikte, borcun henüz muaccel olmadığı bir dönemde de lex commissoria yasağını ihlâl etmemek kaydıyla taraflarca rehin konusunun alacaklı tarafından re’sen satılarak alacağın tahsil etmesi

¹² MüKo-BGB-Damrau, §1214, N. 1, 3.

¹³ Dolayısıyla yararlanmalı rehlin pratik bir öneme sahip olmadığı hakkında ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 890, N. 17; BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 506a.

kararlařtırılabilir¹⁴. Bu türden verilen satış yetkilerindeki temel amaç, borcun ifa edilmemesi hâlinde alacaklının rehin konusunu satarak alacağını elde etmesini sağlamaktır. Esasında özel yoldan paraya çevirme yetkisi alacaklının SerPK m. 47/IV hükmünden doğan kanunî bir yetkisidir¹⁵. Teminat sözleşmesinde bir düzenleme olmasa bile, sahipliğin teminat verende bırakıldığı teminatlar bakımından, alacaklının re'sen satış yetkisi mevcuttur.

Re'sen satış yetkisi ne medenî hukuk ne de sermaye piyasalarının yapısı bakımından teknik anlamda bir kullanım yetkisidir. Bu yetki sadece teminat konusunun paraya çevrilmesine ilişkin özel bir yetki olması sebebiyle teminatın niteliğini etkilemez. Satış yetkisi borcun muaccel olduğu bir döneme ilişkin verildiğinden; yetkinin kullanılması hâlinde iadenin mislen ya da aynen yapılacağına ilişkin bir tartışmanın da manası yoktur. Zira kaydî değerin iadesi bu hâlde söz konusu değildir. İade, ancak satış yetkisinin anlamını yitireceği borcun ifa edildiği dönemde gündeme gelir ve bir hak rehninin hükümlerine uygun olarak mislen değil aynen gerçekleştirilmelidir. Dolayısıyla, alacaklıya sadece özel yoldan paraya çevirmeye ilişkin bir yetki tanınması hâlinde -ki zaten taraflar bir belirleme yapmasa dahi bu yetki kanunen tanınmıştır- hak sahipliğini teminat verende bırakan teminatların hak rehni niteliğini koruduğu kabul edilmeli ve “hak sahipliğini teminat verende bırakan sözleşmelere” ilişkin ilgili SerPK m. 47 hükümleri uygulanmalıdır. Finansal teminatların tedavül işlevi gereği, verilen satış yetkisinin özel yoldan paraya çevirmeye ilişkin olduğu yönünde sözleşmede açık bir düzenleme bulunmaması hâlinde ise, bunun alacaklıya kaydî değeri kullanma-tüketme yetkisini de ihtiva eden genel satış yetkisi olduğu kabul edilmeli ve aşağıda açıklanacağı üzere bir düzensiz rehin olarak “hak sahipliğini alacaklıya geçiren sözleşmelere” ilişkin ilgili SerPK m. 47 hükümleri kıyasen uygulanmalıdır.

SerPK m. 47/III hükmünde, “...*Teminat sözleşmesinin sona ermesi ile teminat alan teminat konusu sermaye piyasası araçlarını veya bu araçları **kullanmış ise eş değerini** teminat verene iade eder*” denilmek suretiyle kullanım yetkisi kapsamında

¹⁴ Cansel, **a.g.e.**, s. 236; Sirmen, **Eşya**, s. 686.

¹⁵ Üçüncü Bölüm/III/A.

kaydî değerin devredilmesi hâlinde iadenin mislen yapılacağı düzenlenmiştir. Finansal teminatların tedavül işlevi temelinde hükümden çıkarılacak ilk sonuç, aksine bir anlaşma yapılmadığı müddetçe, alacaklının; kaydî değeri elden çıkarmak suretiyle onu -kullandığı- ve piyasadaki fiyat dalgalanmalarından fayda sağladığıdır. Dolayısıyla, alacaklıya genel olarak satış yetkisi tanıyan finansal teminatlar bakımından alacaklının teminat vereni temsilen hareket ettiğinin, satış bedelini muhafaza etme yükümlülüğünün bulunduğu ve teminatın bu ikame değer üzerinde devam ettiğinin kabul edilmesi mümkün değildir. Başka bir deyişle, bu genel satış yetkisi teminat altına alınan alacağın tahsiline ilişkin değildir. Bu noktada esas itibarıyla, teminat sözleşmesinde kaydî değer alacaklıya devredilmemekle birlikte, genel satış yetkisinin tanınması yoluyla, düzensiz rehin kapsamında hak sahipliğinin alacaklıya devredildiği teminat türüne ilişkin hüküm ve sonuçlar öngörülmektedir. Zira alacaklı, tıpkı hak sahipliğini alacaklıya devreden teminatlarda olduğu gibi, finansal teminatın tedavül işlevi dolayısıyla kaydî değeri elden çıkarıp ekonomik bir fayda sağlayabilmekte ve sadece onu mislen iade borcu altına girmektedir. Dolayısıyla, alacaklıya genel satış yetkisi tanıyan teminatların -devir yetkisinin kullanıldığı andan itibaren- düzensiz rehin olarak nitelendirilmesi¹⁶ ve SerPK m. 47'nin "kaydî değerin alacaklıya devredildiği sözleşmelere" ilişkin ilgili hükümlerinin niteliği uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanması isabetli olur.

Devir yetkisine ilişkin olarak açıklığa kavuşturulması gereken bir diğer husus, alacaklıya muğlâk bir kullanım yetkisi tanındığı hâllerde, bunun teminatın hukukî niteliğine etkisidir. Yukarıda da belirtildiği üzere, kapsamı belirsiz bir kullanım yetkisi tanınmasının sermaye piyasaları bakımından anlamı alacaklıya verilen tasarruf yetkisidir. Bu tasarruf yetkisi sadece devir işlemleri ile de sınırlı olmayıp ödünç veya teminat gibi diğer işlemlere ilişkin tasarrufları da kapsamaktadır. Bu türden bir yetkinin mevcut olduğu durumda alacaklıya, paraya çevrilmeye ilişkin özel bir satış yetkisinden ziyade, genel satış yetkisini de ihtiva eden "herhangi bir tasarruf işlemi yapma yetkisi" tanınmış olmaktadır. Dolayısıyla kaydî değeri satmak suretiyle ondan yararlanması mümkün olan alacaklının SerPK m. 47/III uyarınca mislen iade borcu altına gireceğinin ve bir düzensiz rehin olarak sahipliği alacaklıya geçiren teminat

¹⁶ Aynı yönde Keijser, **a.g.e.**, s. 237.

sözleşmelerine ilişkin ilgili hükümlerin niteliği uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanacağını kabul edilmesi gerekir.

Netice itibariyle, sahipliği teminat verende bırakan teminat sözleşmeleri bakımından kanunda teminat konusunun tedavülü hususunda bir zaruret öngörülmemekte; finansal teminatın tedavül işlevi, taraflara bu yönde bir serbesti tanımak yoluyla desteklenmektedir. Eş değer üzerinden iade imkânı ise, SerPK m. 47/III hükmü ile kaydı değer elden çıkarılmış olması koşuluna bağlanmaktadır¹⁷. Bu noktada kullanım yetkisine ilişkin taraflarca herhangi bir belirlemenin yapılmadığı sözleşmelerde, teminatın (borcun) sona ermesi hâlinde bir hak rehni olarak, kaydı değer aynen iadesi gerekir. Yine özel yoldan paraya çevirmeye ilişkin re'sen satış ile rehin verme veya intifa tesis etmeye yönelik tasarruf yetkileri bakımından da teminat hak rehni niteliğini korumakta ve teminatın sona ermesi hâlinde kaydı değer aynen iadesi gerekmektedir. Ancak tarafların alacaklıya herhangi bir kısıtlama getirmeksizin verilen genel satış yetkilerinde veya bu türden bir yetkiyi ihtiva ettiği kabul edilecek olan muğlâk kapsamlı kullanım yetkilerinde; kaydı değer devredilmesiyle birlikte teminatın niteliği düzensiz rehne dönüşmekte ve hak sahipliğinin alacaklıya geçirildiği teminat sözleşmelerine ilişkin ilgili SerPK hükümlerinin kıyasen uygulanması gerekmektedir.

3. Kaydı Değer Üzerinde Art Rehin Tesis Edilmesi

Art rehin; alacak ve diğer haklar bakımından TMK m. 958 hükmünde düzenlenmiştir. Bir hakkın rehnedilmiş olması, bu hak üzerinde başka rehinlerin kurulmasına engel değildir¹⁸. Rehinli hak üzerinde, üçüncü kişiler lehine rehin hakkı kurulması için; TMK m. 955 (yahut SerPK m. 47) hükmünde öngörülen tasarruf işlemi niteliğindeki yazılı rehin sözleşmesinin akdedilmesi¹⁹ ve TMK m. 958 uyarınca

¹⁷ Anılan hükümde esasen “...*bu araçları kullanmış ise eş değerini teminat verene iade eder.*” denilmek suretiyle mislen iade imkânı kaydı değer kullanılması koşuluna bağlanmıştır. Kanaatimizce burada, kullanım yetkisinin sermaye piyasalarında ifade ettiği anlama paralel olarak “kullanım” ifadesinin kaydı değer “elden çıkarma” şeklinde yorumlanması gerekir.

¹⁸ BK-ZGB-Zobl, Art. 893, N. 2-3, Art. 900, N. 42; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3653; Ergüne, **a.g.m.**, s. 753.

¹⁹ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 903, N. 4; BK-ZGB-Zobl, Art. 903, N. 16-17; BSK-ZGB-Bauer, Art. 903, N. 3.

durumun önce gelen rehin hakkı sahibine yazılı olarak bildirilmesi²⁰ gerekir. Bildirim, muhatabına ulaşması gerekli tek taraflı bir hukukî işlem olup rehin veren veya art rehinli alacaklı tarafından gerçekleştirilebilir. Bildirimin hukukî sonuç doğurması için önce gelen rehin hakkı sahibinin art rehin hakkına ilişkin muvafakati aranmayacağı gibi işleme itiraz etmesi de neticeyi değiştirmez²¹. Bildirim, yazılı rehin sözleşmesinin hüküm ve sonuçlarını doğurabilmesi (art rehin hakkının kurulması) için gerçekleştirilmesi gereken kanunî bir şarttır²².

SerPK m. 47 hükmünde art rehne ilişkin özel bir düzenleme mevcut değildir. Kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen art rehin hakkının doğumu bakımından da TMK m. 958 hükmü uygulanır. Hak sahipliğinin teminat alana geçirildiği teminatlarda, alacaklı kaydî değer sahibi olmakla ona ilişkin tasarruf işlemlerinin yapılmasında yegâne yetkili kişi hâline gelir²³. Teminat verenin, artık sahibi olmadığı bir hak üzerinde tasarrufta bulunarak üçüncü kişiler lehine rehin hakkı kurması mümkün değildir²⁴. Dolayısıyla kaydî değer üzerinde art rehin tesisi, sadece hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı sözleşmeler bakımından gündeme gelebilir.

TMK m. 954/II hükmünde yapılan gönderme gereği, taşınır rehninde sıra ilişkisini düzenleyen TMK m. 948/II uyarınca; aynı kaydî değer üzerinde birden çok rehin hakkı tesis edildiği hâllerde sıra ilişkisi, hakların kuruluş tarihine göre belirlenir²⁵ (*Alterspriorität, prior tempore potior iure*). Dolayısıyla art rehin hakkı TMK m. 958 uyarınca önceki tarihli rehinli alacaklıya yazılı olarak bildirilmesiyle birlikte kurulur²⁶

²⁰ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 903, N. 5; BK-ZGB-Zobl, Art. 903, N. 20; BSK-ZGB-Bauer, Art. 903, N. 4.

²¹ Cansel, **a.g.e.**, s. 184; Ergüne, **a.g.m.**, s. 754.

²² ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 903, N. 5; BK-ZGB-Zobl, Art. 903, N. 28; BSK-ZGB-Bauer, Art. 903, N. 4.; Cansel, **a.g.e.**, s. 184; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 106; Ergüne, **a.g.m.**, s. 754; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1362; Ergüne, **a.g.e.**, N. 77. Ayrıca bkz. Şebnem Akipek, “Tamamlayıcı Olgunun Hukukî İşleme Etkisi”, **AÜHFD**, C.44, S.1-4, ss. 269-291, s. 280.

²³ Kuhn, **a.g.e.**, § 15 N. 11.

²⁴ Benzer yaklaşımla teminaten temlik işlemleri bakımından aynı görüş için bkz. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Syst. Teil, N. 269; BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Syst. Teil, N. 1456. Aksi yönde Sönmez, **a.g.m.**, s. 318.

²⁵ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 893, N. 11; BK-ZGB-Zobl, Art. 893, N. 1; BSK-ZGB-Bauer, Art. 893, N. 8.

²⁶ TMK m. 958 uyarınca yapılacak bildirim; art rehin hakkının doğumu bakımından gerçekleştirilmesi gereken kanunî bir şart (kanunî tamamlayıcı olgu) niteliğinde olduğundan; bildirim

ve sıra itibariyle ilk rehinli alacaklıdan sonra gelir²⁷. Ancak bu noktada, SerPK m. 13/V hükmü uyarınca gerçekleştirilecek bildirimin de ayrıca değerlendirilmesi gerekir.

Sonraki tarihli rehin sözleşmesi; ilk rehin hakkından daha önce MKK'ya bildirilirse; sıra bakımından ilk rehin hakkının önüne geçer²⁸. Bu durumda sonraki tarihli rehin sözleşmesi TMK m. 958 uyarınca önceki tarihli rehinli alacaklıya yazılı olarak yapılacak bildirimle değil; SerPK m. 13/V uyarınca MKK'ya yapılan bildirimle hüküm ifade eder. Bildirimin bu takdirdeki işlevi, art rehin hakkının doğumu bakımından gerekli bir kanunî şartı -yani TMK m. 958 uyarınca gerçekleştirilecek yazılı bildirimi- bertaraf etmektir. Dolayısıyla MKK'ya bildirim; sonraki tarihli rehin hakkının doğumu bakımından gerçekleştirilmesi gereken bir kanunî şart niteliği taşır.

Art rehin hakkı bakımından değerlendirilmesi gereken bir diğer konu, kaydî değer üzerindeki rehin hakları arasındaki sıra ilişkisinin tayin edilmesinde iyiniyetin rolüdür. Sonraki tarihli rehinli alacaklı bakımından iyiniyetli olmanın anlamı, kendisinin birinci sırada olduğunun yahut kaydî değer üzerinde daha önceden üçüncü kişi lehine bir rehin hakkı kurulmamış olduğunun bilinciyle hareket etmesidir. Böyle bir hâlde rehin sözleşmesi akdeden alacaklı, önceki tarihli rehin hakkının varlığından habersiz olduğundan, kaydî değer üzerindeki rehin hakkını diğer rehin hakkından arî olarak kazandığını düşünmektedir. Zira buradaki rehin sözleşmesi alacaklı tarafından -bir art rehin olarak sonra gelmek üzere- akdedilmemektedir.

Aynı kaydî değer üzerinde birbirinden habersiz kurulan birden fazla rehin haklarında; bunlardan hiçbirinin MKK'ya bildirilmediği hâllerde sadece tarih itibariyle ilk kurulan rehin sözleşmesi hüküm ve sonuçlarını doğurur. Sonraki tarihli rehin hakkı bakımından MKK'ya bildirim hakkı kurucu nitelik taşıdığından; bildirim yapılmadıkça sonraki tarihli rehinli alacaklının kaydî değer paraya çevrilmesi aşamasında birinci rehinli alacaklının alacağının tamamı karşılandıktan sonra bakiye

gerçekleştirilince art rehin hakkı, art rehin sözleşmesinin yapıldığı andan itibaren -yani geçmişe etkili olarak- hüküm ve sonuçlarını doğurur. Bkz. Akipek, **a.g.m.**, s. 281 vd.

²⁷ Ancak sıra ilişkisini düzenleyen hükmün emredici nitelikte olmaması sebebiyle; rehin hakkı sahiplerinin kendi aralarında ve rehin veren ile akdettikleri sözleşme ile sıra ilişkisini değiştirmesi mümkündür. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 893, N. 24-25; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 108; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3655.

²⁸ Birinci Bölüm/III/D/3/b/iv.

tutardan tatmin edilmesi de mümkün değildir. Zira bu takdirde MKK'ya bildirimde bulunulmadığından TMK m. 958 uyarınca hakkın kuruluşu için gerekli yazılı bildirim şartı bertaraf edilmiş değildir. Esasında önceki tarihli rehinden haberdar olmayan iyiniyetli alacaklının TMK m. 958 uyarınca yazılı bildirimde bulunması hayatın olağan akışına aykırıdır²⁹. Sonraki tarihli rehin sözleşmesi MKK'ya bildirilmedikçe; ikinci sırada gelebilecek mevcut bir rehin hakkından bahsedilemez. Fakat sonraki tarihli rehin sözleşmesi MKK'ya bildirilirse; hem rehin hakkı kurulmuş olur ve hem de sıra bakımından öne geçer³⁰.

Sonraki tarihli rehinli alacaklının, kaydî değer üzerindeki önceki tarihli rehin hakkından haberdar olduğu hâllerde; art rehin hakkı TMK m. 958 uyarınca durumun önceki tarihli rehinli alacaklıya yazılı olarak bildirilmesiyle kurulur. Art rehin hakkı MKK'ya bildirilmese dahi; art rehinli alacaklı, kaydî değer paraya çevrilmesi aşamasında birinci rehinli alacaklının alacağının tamamı karşılandıktan sonra bakiye tutardan tatmin edilir. Ancak art rehin hakkı MKK'ya bildirilirse; bildirim -SerPK m. 13/V hükmünün iyiniyetli iktisapları koruyan bir düzenleme olmaması sebebiyle- hukukî sonuçlarını doğurur ve art rehin hakkı sıra bakımından öne geçer. Art rehin hakkı TMK m. 958 uyarınca gerçekleştirilen bildirimle zaten kurulmuş bulunduğu; MKK'ya bildirimin bu takdirdeki işlevi hakkı kurmak değil, sadece rehin hakları arasındaki sıra ilişkisini tayin etmektir.

4. Kaydî Değer Üzerinde Alt Rehin Tesis Edilmesi

Alt rehin, TMK m. 942 hükmünde teslim bağli taşınır rehni bakımından düzenlenmiştir. Buna göre alacaklı, rehin verenin rızasını almak koşuluyla rehin konusunu bir başkasına kendi adına rehin verebilir³¹. Alacak ve diğer haklar üzerindeki rehni düzenleyen TMK 954 vd. hükümlerinde alt rehne ilişkin bir hüküm öngörülmemiştir. Ancak TMK m. 954/II' de yapılan gönderme gereği, TMK m. 942

²⁹ Bu noktada, TMK m. 958'deki bildirimin rehin veren tarafından da gerçekleştirilebileceği; dolayısıyla sonraki tarihli rehin hakkının hüküm ve sonuçlarını doğurabilmesinin halâ bu bildirimin gerçekleştirilmesine bağli olduğu ileri sürülebilir. Ancak bu takdirde bile "art rehin kurma" iradesinden yoksun alacaklıya; rehin verenin üçüncü bir kişiye gerçekleştireceği bildirimle bu iradenin yüklenmesi mümkün değildir.

³⁰ Urkan, **a.g.e.**, s. 26; Seçer, **a.g.m.**, s. 186.

³¹ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 887, N. 2; BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Art. 887, N. 2; BK-ZGB-Zobl, Art. 893, N. 4; BSK-ZGB-Bauer, Art. 887, N. 1.

hükmü kıyasen alacak ve diğer haklar üzerinde tesis edilen rehinler bakımından da uygulama alanı bulur.

SerPK m 47/III hükmünde alt rehne ilişkin bir düzenleme mevcut değildir. Ancak anılan hüküm uyarınca tanınacak bir kullanım yetkisi kapsamında, alacaklının rehin konusu kaydî değeri kendi adına üçüncü kişilere rehin vermesi elbette kararlaştırılabilir. Özellikle alacaklıya tanınan muğlâk kullanım yetkilerinde, alacaklı kaydî değeri konu edinen her türlü tasarruf işlemini gerçekleştirebileceğinden, kaydî değer alt rehin verilmesi de mümkündür. Dolayısıyla kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen ve hak sahipliğini teminat verende bırakan teminatlar bakımından da TMK m. 942 hükmünün kıyasen uygulanması mümkündür.

TMK m. 942 uyarınca tesis edilen bir alt rehinde, alt rehinli alacaklı sıra itibariyle ilk rehinli alacaklıdan önce gelir. Alt rehinli alacaklının, rehin konusunu paraya çevirip alacağını elde etmesi hâlinde, alacağın elde edildiği oranda (ilk rehin veren) malikin kendi alacaklısı konumundaki alt rehin verene olan borcu da sona erer³². Bu husus esasında rehin konusu malın paraya çevrilmesiyle birlikte onun ilk rehin verene iade imkânının ortadan kalkmasından ileri gelir³³. Kaydî sermaye piyasası araçlarını SerPK m. 47/III kapsamında konu edinen teminat sözleşmelerinde ise, kaydî değer alt rehin sebebiyle paraya çevrilmesi kullanım yetkisi kapsamında elden çıkarılması anlamına gelir. Alacaklı kaydî değeri kendi borcunun teminatı olarak kullanmakta ve onun paraya çevrilmesini müteakip kendi borcundan kurtulmakta, başka bir deyişle kaydî değeri alt rehin vasıtasıyla tüketip ondan fayda sağlamaktadır. Böyle bir durumda, alt rehin verenin kaydî değeri mislen iade borcu altına gireceği ortadadır. Bu noktadan itibaren düzensiz rehin niteliğine bürünen teminata, SerPK m. 47'nin hak sahipliğinin alacaklıya devredildiği teminat sözleşmelerine ilişkin hükümlerinin kıyasen uygulanması gerekir. Görüldüğü üzere, kaydî değer alt rehin kapsamında paraya çevrilmesi birinci teminat ilişkisinin niteliğini düzensiz rehne dönüştürmekte; ancak bu teminatın kaynağı olan alacak ilişkisine, taşınır rehnindeki

³² Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3692; Sirmen, **Eşya**, s. 687; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1277, dn. 134; Eskiocak, **a.g.e.**, s. 172; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 261.

³³ Bkz. Cansel, **a.g.e.**, s. 175; Eskiocak, **a.g.e.**, s. 169.

durumun aksine, bir etkide bulunmamaktadır³⁴. Kanaatimizce, kaydî değer üzerinde alt rehin kurulması ve kaydî değer paraya çevrilmesi hâlinde; alt rehinli alacaklının tatmin edilmesi, birinci rehinli alacağı sona erdirmeyecektir.

Kaydî değer alt rehin verilmesi bakımından açıklığa kavuşturulması gereken bir diğer husus, teminat verenin rızası olmadan gerçekleştirilen tasarruflardır. TMK m. 945/II hükmünde, malikin rızası olmaksızın taşınırı devreden veya rehin veren alacaklının bundan doğan zarardan kusursuz sorumlu olacağı düzenlenmiştir. Alacaklının malikin rızası olmaksızın tasarrufta bulunması başlı başına bir kusur teşkil ettiğinden, alacaklının kusursuz olduğunu ileri sürmesi mümkün değildir³⁵. Buradaki zarar, iyiniyetli üçüncü kişilerin taşınır üzerinde edindiği aynî hakkın korunmasından kaynaklanır³⁶. Böyle bir tehlikenin, kıymetli evrak niteliği taşımayan ve dolayısıyla kıymetli evrakın iyiniyetle iktisap edilmesine ilişkin hükümlerine tâbi olmayan³⁷ kaydî değerler bakımından söz konusu olmadığı ortadadır³⁸. Zira iyiniyet sadece kanunun iyiniyete hukukî bir sonuç bağladığı durumlarda korunur³⁹ (TMK m. 3/I). Ancak bu noktada, SerPK m. 13/V hükmü uyarınca yapılacak bildirimin -tasarruf yetkisi eksikliğini bertaraf etme- işlevi göz önüne alındığında; rehin alanın TMK m. 945/II uyarınca bir tazmin sorumluluğunun doğup doğmayacağı sorusu akla gelebilir⁴⁰.

Kanaatimizce TMK m. 945/II hükmü, MKK'ya bildirim yoluyla kaydî değer hak sahipliğinin kaybedildiği durumlarda dahi uygulama alanı bulmaz. Kaydî değer alt rehin kapsamında paraya çevrilmesi hâlinde ilk rehinin düzensiz niteliğe bürüneceği ve alt rehin verenin mislen iade borcunun doğacağı görüşümüz doğrultusunda; kaydî

³⁴ Kaydî sermaye piyasası araçlarının alacaklı tarafından alt rehin verilmesinin ilk rehinle teminat altına alınan alacağı etkilemediği hususunda aynı yönde Sönmez, **a.g.m.**, s. 317.

³⁵ Cansel, **a.g.e.**, s. 171; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 496.

³⁶ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 890, N. 24.

³⁷ Birinci Bölüm/III/E.

³⁸ Alacaklının tasarruf yetkisi olmamasına rağmen alt rehin kurmasının, iyiniyetli iktisapların korunduğu hâllerde (TMK m. 939/II ve 988) hak kayıplarına yol açabileceği; ancak bunun sadece hamile ve emre yazılı senetler bakımından gündeme gelebileceği hakkında bkz. Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 83.

³⁹ Taşınır eşyanın aksine (TMK m. 939/II ve 988), senede bağlanmamış alacakların üzerindeki hakların kazanılmasında iyiniyetin korunmadığı hakkında bkz. ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 900, N. 103; BK-ZGB-Zobl, Art. 900, N. 41-42. Ayrıca bkz. Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1368.

⁴⁰ Karş. BK-ZGB-Zobl/Thurnherr, Art. 887, N. 29; BK-ZGB-Zobl, Art. 890, N. 50.

değerin hak sahipliğinin -paraya çevrilme yahut MKK'ya bildirim yoluyla- üçüncü kişiler tarafından iktisap edilmesi TMK m. 945/II uyarınca tazmin edilecek bir zarar doğurmamaktadır.

II. KAYDÎ DEĞERİN İADESİ

A. İadenin Yöntemi

SerPK m. 47 hükmü uyarınca, teminatın verilmesine yol açan borç ilişkisinin sona ermesi hâlinde, kaydî değer teminat alan tarafından teminat verene iade edilmesi gerekir. Anılan hükümde, kaydî değer hak sahipliğinin teminat alana devredildiği durumda teminat sözleşmesinin sona ermesi ile birlikte teminat alanın teminat konusu sermaye piyasası aracını aynen veya eş değeri ile teminat verene iade edeceği düzenlenmektedir. Aynı iade yöntemi hak sahipliğinin teminat verende kaldığı durumlar için de kabul edilmiştir. Ancak hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı sözleşmelerde mislen iade imkânı kaydî değer teminat alanca elden çıkarılmış olması şartına bağlanmıştır (SerPK m. 47/III).

Öte yandan SerPK m. 47/III hükmünde yer alan, hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı teminatlar bakımından aynen iadeyi mümkün kılan düzenlemede iadenin konusunu neyin oluşturacağı açık değildir. Zira her ne kadar anılan kanunî düzenlemede kaydî değer aynen iade edilebileceği hüküm altına alınsa da; hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı teminatlarda teknik olarak bir iadenin (mislen yahut aynen) gerçekleştirilmesi kanaatimizce mümkün değildir. Böyle bir durumda teminat alan kaydî değer hak sahipliğini malvarlığında bulundurmadağı gibi; -taşınır rehnindeki durumun aksine- bir rehin zilyetliğine de sahip değildir. O hâlde hükümde kastedilenin ne olduğunun açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Kanaatimizce burada merkezî kayıt sisteminde rehin alanın alt hesabına -rehin kaydıyla- aktarılan kaydî değerlerin iadesi kastedilmektedir. Bu takdirde kaydî değer (aynen) iadesi; rehin alanın vereceğı “rehin kaydının kaldırılması ve alt hesabın kapatılmasına” yönelik bir talimat neticesinde “kayden” gerçekleştirilir. Ayrıca belirtelim ki, haricen tesis edilen rehin hakkının MKK'ya bildirilmediğı bir durumda “kayden iade” imkânının dahi bulunmayışı; hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı teminatlarda teknik olarak bir iadenin mümkün olmadığını destekler niteliktedir.

Kaydî değerin iadesi sadece düzensiz rehin niteliğinde bir tasarrufla hak sahipliğinin teminat alana devredildiği teminatlar bakımından söz konusu olur. Bu bağlamda, kaydî değerin teminat verende bırakıldığı teminatlarda da teminat alanın iade borcu; ancak kaydî değerin kullanım yetkisi kapsamında üçüncü kişilere devredildiği hâllerde gündeme gelebilir. Zaten bu durumda devir yetkisinin kullanıldığı andan itibaren olağan rehnin niteliği düzensiz rehne dönüşmektedir.

Kaydî değerin teminat alana devredildiği sözleşmelerde, teminat alan; asıl borcun sona ermesi hâlinde, haricî olarak akdedilen bir temlik sözleşmesi ile kaydî değeri teminat verene iade eder. İadenin olağan yöntemi eş değer üzerindendir. Zira teminat sözleşmesi ile birlikte kaydî hak alacaklının malvarlığına dâhil olur. Bu sebeptendir ki, teminat süresi boyunca kaydî hakkın alacaklı tarafından elden çıkarılmadığı bir hâlde bile eş değer üzerinden iadesi kanaatimizce mümkündür. Ancak böyle bir durumda dahi alacaklının SerPK m. 47/II uyarınca kaydî hakkı aynen iade etmesinde de bir engel yoktur.

Hak sahipliği teminat alana geçirilsin yahut teminat verende bırakılsın, iadenin eş değer üzerinden gerçekleştirileceği bir durumda, sermaye piyasası aracının eş değerinin kanunî eş değer (*statutory equivalent collateral*) üzerinden mi yoksa iradî/sözleşmesel eş değer (*contractual equivalent collateral*) üzerinden mi belirleneceğinin tespit edilmesi gerekir⁴¹. Kanunî eş değer; aynı ihraççıya veya borçluya ait aynı türden ihracın aynı nominal değere sahip finansal araçlarını ifade eder⁴². Dolayısıyla kanunî eş değerde, kaydî değerin eş değeri yine bir kaydî değerdir. İradî eş değer ise, tarafların iadenin bir finansal araç yerine başka bir varlık olarak gerçekleştirileceğine dair anlaşmalarını da kapsar. Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 2/I (i) hükmü uyarınca, bir finansal aracın eş değeri ancak diğer bir finansal araç olabilir. Ancak SerPK m. 47 hükmünde böyle bir sınırlamaya gidilmediğinden, eş değerın sözleşme özgürlüğü çerçevesinde taraflarca kaydî değer dışında başka bir varlık olarak belirlenebileceğinin kabulü gerekir⁴³.

⁴¹ Peter Baláž, “The Right of Collateral Taker to Use Collateral”, **BIATEC.**, Vol. XIV, 2/2006, ss. 12-17, s. 14.

⁴² İkinci Bölüm/III/B/1.

⁴³ Sönmez, **a.g.e.**, s. 322.

B. İadeye Alternatif Yollar

1. Genel Olarak

SerPK m. 47 hükmünde, teminatın (asıl borcun) sona ermesi hâlinde sadece kaydî sermaye piyasası aracının teminat verene aynen yahut mislen iade edilmesi öngörülmüştür. Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 5/II hükmünde ise, asıl borcun sona ermesi hâlinde kaydî değer in iadesine ilişkin alternatif yollar düzenlenmiştir. Esasında burada, teminat altındaki asıl borcun ifasına ikâme olarak alacaklıya alternatif yollar tanınmıştır. Buna göre teminat alan; asıl borcun ifasını, teminat sözleşmesinde kendisine tanınacak “ifa uğruna eda yetkisi” ya da “ifa yerine eda yetkisi”ni kullanmak suretiyle sağlayabilir. Başka deyişle, borçlunun asıl borcu ifaya hazır olduğu bir dönemde alacaklı bu ifayı kabul etmeyip; teminat sözleşmesinde kendisine tanınan yetkiyi -tek taraflı irade beyanıyla- kullanarak bir ifa uğruna yahut ifa yerine edim anlaşmasının kurulmasını sağlayabilir. Böylece alacaklı (teminat alan); kaydî değerin hak sahipliğini nihaî olarak edinerek onun iadesi borcundan kurtulabilir.

Hemen belirtelim ki; Direktifte öngörülen düzenlemede ifa uğruna yahut ifa yerine eda anlaşmasının konusunu oluşturacak edim, teminat alanın iade borcu olarak belirlendiğine göre, bu alternatiflerin Türk hukukunda bir karşılık bulabilmesi de sadece iade borcunun doğabileceğı teminatlar bakımından mümkündür. Şu hâlde teknik olarak bir iade borcunun doğmasının mümkün olmadığı⁴⁴ olağan hak rehni kapsamında hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı teminat sözleşmelerinde Direktifte öngörülen alternatiflerin karşılık bulup bulamayacağına tartışılmasına dahi gerek yoktur. İade borcunun doğması sadece düzensiz rehin (yahut teminat amacıyla inançlı işlem) kapsamında verilen teminatlarda mümkün olduğundan; Direktifteki alternatiflerin sadece bu türden teminatlar bakımından değerlendirilmesi gerekir.

Direktifte getirilen alternatiflere -benzer- imkânlar, Türk hukuku bakımından SerPK m. 47/IV hükmünde, sadece alacağın teminat konusundan karşılandığı durumlar bakımından düzenlenmiştir. Bu noktada, aşağıda detayları ile incelenecek olan⁴⁵, alacağın teminattan karşılandığı hâllerde alacaklıya tanınan imkânların;

⁴⁴ Üçüncü Bölüm/III/A.

⁴⁵ Üçüncü Bölüm/III/A.

Direktifin m. 5/II hükmünde getirilen imkânlar ile karıştırılmaması gerekir. Direktifle getirilen iadenin alternatifine ilişkin imkânların SerPK m. 47’de düzenlenmemiş olması sebebiyle; söz konusu yolların Türk hukukunda bir karşılığının bulunup bulunmadığı ancak genel hükümler çerçevesinde yapılacak bir değerlendirme sonucu tespit edilebilir.

2. İfa Uğruna Eda Yetkisi Tanınması

Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 5/II hükmünde, tarafların; teminat sözleşmesinde teminat alana, iade borcunun değerini asıl borçtan mahsup edebilmesi yönünde bir yetki verilebileceği öngörülmüştür. Düzenlemeye göre bu yetki asıl borcun muaccel olduğu bir dönemde teminat alan tarafından kullanılabilir.

Öğretide bir görüşe⁴⁶ göre, Direktifte öngörülen mahsup yetkisinin kullanılması TBK m. 139/I uyarınca iade borcunun asıl borç ile takas edilmesini ifade eder⁴⁷. Ancak iade borcunun konusu olan kaydî değer ile teminat altındaki asıl borcun konusunun aynı türden olmaması sebebiyle⁴⁸; Direktifte öngörülen mahsup yetkisinin (kanunî) takas hakkı olarak nitelendirilmesi TBK m. 139 hükmü bakımından mümkün değildir.

Kanaatimizce, Direktifte öngörülen mahsup yetkisinin -rayiç bedel üzerinden- kullanılması Türk hukuku bakımından taraflar arasında ifa uğruna edim anlaşmasını doğurur. İfa uğruna edimde, borç; ifa uğruna edimin yerine getirildiği anda ve tamamen değil; edimin paraya çevrilmek suretiyle alacaklının alacağına ulaştığı ölçüde sona erer⁴⁹. Teminat sözleşmesinde tanınan mahsup yetkisinin kullanılması

⁴⁶ Sönmez, **a.g.m.**, s. 323.

⁴⁷ Takas hakkında detaylı bilgi için bkz. Fahrettin Aral, **Türk Borçlar Hukukunda Takas**, 2. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 2010, s. 1 vd.; Hüseyin Murat Develioğlu, **6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu’na Göre Takas, Kavram, Takas Beyanında Bulunma Hakkının Oluşum Şartları ve Kullanılması, Takasın Hukukî Sonuçları**, 2. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2012, s. 1 vd.

⁴⁸ Hermann Becker, **Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Band VI: Obligationenrecht, 1. Abteilung: Allgemeine Bestimmungen, Art. 1-183 OR**, 1. Auflage, Stämpfli Verlag AG, 1945, Bern (Kısaltılmışı: BK-OR-Becker), Art. 120, N. 15; Martin Schlüter, **Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 3 Schuldrecht – Allgemeiner Teil II**, C. H. Beck, 8. Auflage, München, 2019, BGB § 387, N. 29-31.

⁴⁹ von Tuhr, Escher, **a.g.e.**, s. 13; Fikret Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 22. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2017, s. 945; Serozan, **İfa**, N. 35; Baki İlkay Engin, “İfa Uğruna Edim”, **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı**, Beta Yayınları, İstanbul, 1999, ss. 839-862, s. 843.

hâlinde kaydî hak üçüncü kişilere satılıp paraya çevrilmez. Ancak kaydî hakkın -rayiç bedel üzerinden- değerinin asıl borca mahsup edilmesi hâlinde; kaydî hakkın üçüncü kişilere satılıp paraya çevrilmesi ile aynı hukukî sonuç elde edilir. Dolayısıyla, mislen iade borcunun rayiç değerinin asıl borçtan mahsup edilmesi ve borcun aradaki değer farkı oranında varlığını koruması hâlinde ifa uğruna edim olgusunun gerçekleştiğinden bahsedilir.

Burada dikkat edilmesi gereken husus, Direktifle getirilen imkânın teminat sözleşmesinde ifa uğruna edim anlaşmasının yapılması değil; asıl borcun muaccel olduğu dönemde ifa uğruna edim anlaşmasını doğuracak bir yetkinin teminat sözleşmesinde teminat alana tanınması anlamına geldiğidir. Düzensiz rehin kapsamında kaydî değeri malvarlığında bulunduran teminat alana böyle bir yetki verilmesi ve teminat alanın da tek taraflı bir irade beyanıyla -rayiç bedel üzerinden- bu yetkisini kullanarak bir ifa uğruna edim anlaşması vücuda getirmesi Türk hukuku bakımından da mümkündür. Böyle bir durumda, düzensiz rehin kapsamında kaydî değeri malvarlığında bulunduran teminat alan; tek taraflı irade beyanıyla kaydî değer hak sahipliğini -rayiç bedeli üzerinden- nihaî olarak edinir. Asıl borç, rayiç bedelin tutarı kadar sona erer. Rayiç bedel asıl borcu karşılamaya yetmiyorsa; eksik kalan kısmın teminat alana ifa edilmesi gerekir. Rayiç bedel, asıl borcun değerini aşıyorsa; bu takdirde aradaki farkın teminat verene iadesi gerekir.

3. İfa Yerine Eda Yetkisi Tanınması

Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 5/II hükmünde, taraflarca; teminat sözleşmesinde teminat alana, iade borcunun değerini asıl borcun yerine saymak yönünde bir yetki verilebileceği öngörülmüştür. Düzenlemeye göre bu yetki asıl borcun muaccel olduğu bir dönemde teminat alan tarafından kullanılabilir. Tıpkı ifa uğruna eda yetkisinde olduğu gibi; teminat alana teminat sözleşmesinde ifa yerine eda yetkisi tanınması tek başına bir ifa yerine edim anlaşmasının yerini almaz. İfa yerine edim anlaşması, teminat alanın tek taraflı irade beyanıyla bu yetkisini kullanması hâlinde doğar.

Her ne kadar ifa yerine sayma yetkisinin kullanılması borcun muaccel olduğu bir dönemde mümkün olsa da; böyle bir yetkinin en baştan teminat sözleşmesinde

verilmesi lex commissoria yasağını gündeme getirir. Dolayısıyla, Direktif ile öngörülen bu imkânın Türk hukukunda bir karşılığının bulunup bulunmadığının belirlenmesi bakımından öncelikle lex commissoria yasağı ekseninde bir değerlendirmenin yapılması zorunludur.

İfa yerine edim anlaşması, edim yükümlülüğünün ifa aşamasında akdedilen bir sözleşme ile değiştirilmesini ifade eder ve borcu sona erdirir⁵⁰. Bu anlaşma çerçevesinde baştaki edim yerine geçen yedek edim, değerce baştaki edimden farklı olsa bile, aradaki fark taraflarca talep edilemez⁵¹. Yukarıda da belirtildiği üzere⁵², Direktifte öngörülen düzenlemede ifa yerine edim anlaşmasının konusu teminat alanın iade borcu olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla bu alternatifin Türk hukukunda bir karşılık bulup bulamayacağı da iade borcunun doğabileceği düzensiz rehin (yahut teminat amacıyla inançlı işlem) kapsamında verilen teminatlar bakımından yapılacak bir değerlendirme sonucu tespit edilebilir.

Türk rehin hukuku öğretisinde bir görüş⁵³ uyarınca; mülkiyetin en baştan devredildiği teminat amacıyla inançlı işlemlerde yahut vefalı satışlarda lex commissoria yasağı uygulanmalıdır. Buna göre tarafların anılan işlemleri gerçekleştirmesinde temel amaç bir alacağı güvence altına almaktan ziyade; lex commissoria yasağını dolanmak suretiyle mülkiyetin nihaî olarak alacaklıya geçirilmesidir⁵⁴. İkinci bir görüş⁵⁵ uyarınca ise; mülkiyetin baştan alacaklıya devredildiği teminat amacıyla yapılan vefalı satışlar ile inanç anlaşmalarında da mülkiyetin naklinin neticelerinin en baştan farkında olan borçlu korunması gereken tehlikeli bir durumda değildir. Ayrıca bu işlemlerin lex commissoria yasağı kapsamına dâhil edilmesi bu kurumların pratikte işlevini kaybetmesine yol açar.

⁵⁰ Rona Serozan, **Borçlar Hukuku Genel Bölüm, C. III (İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme)**, 6. Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2014 (Kısaltılmışı: Serozan, **İfa**) N. 28; Eren, **a.g.e.**, s. 943.

⁵¹ von Tuhr, Escher, **a.g.e.**, s. 11-12; Serozan, **İfa**, N. 29; Eren, **a.g.e.**, s. 944.

⁵² Üçüncü Bölüm/II/B/1.

⁵³ Helvacı, **a.g.e.**, s. 123, 142; Oktay-Özdemir, **a.g.m.**, s. 271; Çetiner, **a.g.e.**, s. 383 vd.

⁵⁴ Çetiner, **a.g.e.**, s. 384.

⁵⁵ Halûk Nami Nomer, “Teminat Amaçlı Vefalı Satışlar ile İnanç Sözleşmeleri ve Lex Commissoria Yasağı”, **Prof. Dr. Cevdet Yavuz'a Armağan, C: II, MÜHFHAD**, ss. 2007-2015, s. 2015.

Kaydî değerin düzensiz rehin (yahut teminat amacıyla inançlı temlik) kapsamında en baştan teminat alana devredildiği teminat sözleşmelerinde; kaydî değerin nihaî olarak alacaklıda kalacağına ilişkin bir yetkinin verilir verilemeyeceği yukarıda açıklanan iki görüşten hangisinin benimseneceğine bağlıdır. Dolayısıyla Direktifte öngörülen ifa yerine eda yetkisi tanıma imkânı Türk hukukunda birinci görüş bakımından mümkün değil iken; ikinci görüş doğrultusunda mümkündür.

III. ALACAĞIN KAYDÎ DEĞERDEN KARŞILANMASI

A. Alacağın Teminattan Karşılmmasını Hızlandıran İmkânlar

1. Genel Olarak

SerPK m. 47/IV hükmü ile, alacağın teminattan karşılmmasının söz konusu olduğu hâllerde⁵⁶ (örneğin temerrüt, iflâs, tasfiye veya sözleşmede öngörülen başka bir sebeple) bunun daha kolay ve hızlı bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlayan imkânlar alacaklı bakımından getirilmiştir. Buna göre, teminat sözleşmelerinin her iki türü bakımından da alacaklının elinde; teminat konusunu re'sen satmak suretiyle elde edilen satım bedelinden alacağını elde etmek veya kaydî hakkı nihaî olarak kendi malvarlığına dâhil ederek onun değerini borçlunun yükümlölüklerine mahsup etmek şeklinde kanunî iki imkân bulunmaktadır⁵⁷.

Alacaklının elindeki iki imkân, SerPK m. 47/IV hükmünde, finansal teminat sözleşmelerinin her iki türü bakımından da ayrı ayrı düzenlenmiştir. SerPK m. 47/IV (a) uyarınca, kaydî değerin teminat alana devredildiği sözleşmeler bakımından alacaklıya tanınan iki imkân, tarafların aksi yönde bir anlaşma yapmamış olmaları koşuluna bağlanmıştır. Düzensiz rehin niteliğindeki teminat ilişkisine istinaden kaydî

⁵⁶ Kanun hükmünde sadece temerrüt hâinden bahsedilmesinin düzenlemenin diğer ifa engelleri bakımından uygulanamayacağı anlamına geldiği ve hattâ temerrüt dışındaki borca aykırılık hâllerinin hükümde yer alan “kanunda öngörülen sebepler”den sayılamayacağı yönünde Benli, **a.g.e.**, s. 132.

⁵⁷ İsviçre hukukunda da finansal teminatların hantal ve uzun bir cebri icra mekanizmasına tâbi tutulmasının teminatın etkinliğini azaltacağı endişesiyle BEG Art. 31 uyarınca teminat alana özel yoldan paraya çevirme yetkisi ve kaydî değerin sahipliğini kendine geçirme imkânları tanınmıştır. Ancak BEG Art. 31 uyarınca alacaklıya tanınan bu iki imkân sadece borsaya kote edilmiş kaydî değerler bakımından mevcuttur. Borsada işlem görmeyen sermaye piyasası aracını konu edinen teminatlarda, ancak taraflar kararlaştırmışsa alacaklının özel yoldan paraya çevirme yetkisi mevcut olabilir. Kuhn, **a.g.e.**, § 26 N. 117-118, 125; BSK-ZGB-Bauer, Art. 901, N. 13.

değeri zaten malvarlığında bulunduran alacaklının, kaydî değeri nihaî olarak edinme imkânını onu uhdesinde tutmaya devam ederek kullanması söz konusudur.

Sahipliğin teminat verende bırakıldığı sözleşmeler bakımından ise, SerPK m. 47/IV (b) uyarınca, alacaklıya tanınan kaydî değeri edinme imkânı, ancak tarafların sözleşmede açıkça bu konuda bir belirleme yapmış olmaları koşuluna bağlanmıştır. Anılan hüküm uyarınca, kaydî değer borsa veya teşkilâtlanmış diğer piyasalarda kote değil ise değerlemenin ne şekilde yapılacağının taraflarca açıkça sözleşmede kararlaştırılması gerekir⁵⁸.

2. Re'sen Satış Yetkisi

Re'sen satış yetkisi; borcun ifa edilmemesi hâlinde alacaklının herhangi bir mahkeme kararına ihtiyaç duymadan ve cebri icra yoluna başvurmadan teminat konusunu özel yoldan paraya çevirebilmesini ifade eder. Türk rehin hukukunda, tarafların TMK m. 949 (lex commissoria) ve TBK m. 27 hükümlerinde öngörülen sınırlamalara riayet ederek sözleşmeyle alacaklıya rehin konusunu özel yoldan paraya çevirme yetkisi tanıyabileceği kabul edilmektedir⁵⁹.

⁵⁸ İsviçre hukukundan farklı olarak, SerPK m. 47/IV ile öngörülen sistemde, borsa veya teşkilâtlanmış diğer piyasalarda kote olmayan kaydî değeri konu edinen teminatlar bakımından da alacaklıya tanınan iki imkân geçerlidir. Bu noktada, sadece kaydî değer teminat verende bırakıldığı sözleşmeler bakımından, alacaklının hak sahipliğini kendisine geçirebilme imkânının kullanabilmesi için taraflarca değerlemenin ne şekilde yapılacağının açıkça belirlenmesi zorunluluğu getirilmiştir. Değer belirlemeye ilişkin bu zorunluluk, kanun koyucu tarafından, hak sahipliğini teminat alana geçirdiği yahut teminat verende bıraktığı önemli olmaksızın; borsaya kote edilmemiş kaydî değer teminatlarında özel yoldan paraya çevirme yetkisi bakımından öngörülmemiştir. Aynı şekilde, sahipliği teminat alana geçiren ve borsada işlem görmeyen kaydî değer teminatlarında da; alacaklının kaydî değeri uhdesinde tutmaya devam edebilme imkânı bakımından da değerlemeye ilişkin bir belirleme yapma zorunluluğu öngörülmemiştir. Dolayısıyla, değerlemenin ne şekilde yapılacağına ilişkin taraflarca bir belirleme yapılmasının zorunlu olmadığı bu hâllerde; teminat alan elindeki imkânlarını dürüstlük kurallarına göre kullanmalıdır.

⁵⁹ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 891, N. 48; BK-ZGB-Zobl, Art. 891, N. 28; Cansel, **a.g.e.**, s. 235-236; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 124; Saymen, Elbir, **a.g.e.**, s. 624; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 463; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3683; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 293; Orhan Emre Konuralp, “Alacaklıya Rehni Özel Yoldan Paraya Çevirme Yetkisi Verilmesi”, **DEÜHFD**, C. 16, Prof. Dr. Hakan Pekcanitez’e Armağan, Özel Sayı, ss. 2855-2880, s. 2866. Cebri icraya ilişkin İİK (RG. T. 19/6/1932, S. 2128) hükümlerinin emredici nitelikte olması sebebiyle böyle bir yetkinin verilemeyeceği yönündeki aksi görüşler için bkz. Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 292, dn. 455’teki yazarlar. Özel yoldan paraya çevirme yetkisi tanınmasının aynı hakların tipe bağlılık ilkesiyle bağdaşmadığı yönünde Suat Sarı, “Alacaklıya Rehni Paraya Çevirme Yetkisi”, **LHD**, C. 5, S. 50, ss. 405-425, s. 416. Taşınmaz teminatı bakımından cebri icraya ilişkin İİK Hükümlerinin yedek hukuk kuralları olduğu ve özel yoldan paraya çevirme yetkisinin resmî sözleşme ile tanınabileceği yönünde Çetiner, **a.g.e.**, s. 111-112.

Özel yoldan paraya çevirme yetkisi, özellikle cebri icra yoluyla gerçekleştirilen satışın, teminat konusunun gerçek değerinin çok altında bir bedelle gerçekleştirileceği endişesiyle taraflarca arzulanır⁶⁰. Bu endişe, cebri icrayla kaybedilen zaman dilimi içerisinde finansal piyasalardaki dalgalanmalar yüzünden önemli ölçüde bir değer kaybına uğrayabilecek sermaye piyasası araçları bakımından daha da belirgindir⁶¹. Nitekim SerPK m. 47/IV hükmünde, teminat sözleşmesinin her iki türü bakımından da alacağın teminattan karşılanmasının söz konusu olduğu hâllerde alacaklıya *“herhangi bir ihbar veya ihtarda bulunma, süre verme, adli veya idari merciden izin ya da onay alma, teminatın açık artırma ya da başka bir yol ile nakde çevrilmesi gibi herhangi bir ön şartı yerine getirme yükümlülüğü olmaksızın”* paraya çevirmeye ilişkin özel bir yetki olarak kaydî değeri re’sen satış yetkisi tanınmıştır. Alacaklıya kanunen tanınan bu imkân, yine SerPK m. 47/III ile alacaklıya tanınan kullanım yetkisiyle birlikte, teminat sözleşmelerini düzenleyen SerPK m. 47 hükmünün karakteristik özelliğini oluşturur.

Özel yoldan paraya çevirme yetkisine ilişkin olarak ortaya konması gereken bir diğer husus, bu yetkinin olağan cebri icra yolunu kapatıp kapatmadığıdır. Öğretide bir görüşe göre⁶², sözleşmeyle alacaklıya özel yoldan paraya çevirme yetkisi tanıyan taraflar, olağan icra yolunu kapatmak noktasında bir serbestiye sahiptir. Diğer bir görüş⁶³ uyarınca ise, özel yoldan paraya çevirme yetkisi ancak icra yolu bertaraf edilmeksizin verilebilir. Dolayısıyla özel yetkiye sahip alacaklının, bu yetkisini kullanmaksızın olağan yoldan teminatı paraya çevirtebilmesi her zaman mümkündür. Kanaatimizce, kaydî değerler bakımından kanunen getirilen re’sen satış yetkisi olağan icra yolunu kapatmayan, ona alternatif bir paraya çevirme yetkisi olarak değerlendirilmelidir. Kaydî değerın satışının fiilen veya hukuken kısıtlanabilme

⁶⁰ Sarı, **a.g.m.**, s. 407.

⁶¹ Cansel, **a.g.e.**, s. 236; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 288.

⁶² Cansel, **a.g.e.**, s. 236.

⁶³ Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3683; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 298.

ihdimâline karşılık olarak (örneğin alacaklının satış yetkisinin idari işleme kaldırılması) olağan yolun her zaman açık olduğunun kabulü isabetli olur⁶⁴.

3. Değerini Borçlunun Yükümlölüklerine Mahsup Etmek Suretiyle Kaydî Hakkı Nihai Olarak Edinme Yetkisi

Finansal teminatlarda, alacağın piyasa aracından karşılanmasına ilişkin olarak, Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 4 ile UNIDROIT Konvansiyonu m. 33 hükümlerinde tanınan ortak imkânların başında, alacaklının teminat konusunu re'sen satabilmesi veya onu kendi malvarlığına dâhil edebilmesi gelir. Nitekim anılan uluslararası düzenlemelere paralel olarak SerPK m. 47/IV hükmünde de alacaklıya re'sen satış yetkisiyle birlikte; hak sahipliğinin teminat alana geçirildiği sözleşmeler bakımından kaydî değerı nihai olarak uhdesinde tutma imkânı ile hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı sözleşmeler bakımından da kaydî değerı edinme imkânı tanınmıştır.

Kaydî değerı nihai olarak uhdesinde tutma veya kendi malvarlığına geçirme noktasında ise, kanaatimizce bir ifa uğruna edimden bahsedilir. İfa uğruna edimde, ifa yerine edimden farklı olarak, borç; ifa uğruna edimin yerine getirildiği anda ve tamamen değil; söz konusu bu edimin paraya çevrilmek suretiyle alacaklının alacağına ulaştığı ölçüde sona ermektedir⁶⁵. SerPK m. 47/IV ile paraya çevrilmemek üzere kaydî değerı edinme imkânı bakımından, bunun bir ifa yerine edim olduğu düşünölebilir. Ancak anılan hükmün (c) bendinde teminat alanın, haklarını kullandıktan sonra alacağından fazla bir değerı elde etme imkânı önlenmiş ve teminat alana arta kalan değerı iade yükümlölüğu getirilmiştir. Bu noktada alacaklının, kaydî değerı; ancak aşan değerı iade etme yükümlölüğuyle uhdesinde tutmaya devam edecek veya kendi malvarlığına geçirecek olmasının, ifa yerine değil; ifa uğruna edim niteliği taşıdığının kabulü gerekir.

⁶⁴ Sönmez, **a.g.m.**, s. 328. İsviçre hukukunda da kaydî değerler bakımından aynı yönde Kuhn, **a.g.e.**, § 26 N. 114.

⁶⁵ von Tuhr, Escher, **a.g.e.**, s. 13; Eren, **a.g.e.**, s. 945; Serozan, **İfa**, N. 35; Engin, **a.g.m.**, s. 843.

B. Alacaklıya Tanınan İmkânlarla İlişkin Getirilen Kanunî Sınırlamalar

1. Kaydî Değerin Vade Tarihindeki Değerinin Esas Alınması

Alacağın teminat konusundan daha kolay ve hızlı bir şekilde karşılanabilmesini sağlamak üzere, SerPK m. 47/IV (a) ve (b) bentleri uyarınca alacaklıya birtakım imkânlar tanınmıştır. Taraflar arasındaki menfaat dengesini gözeterek kanun koyucu aynı hükmün (c) bendi ile, teminat verenin korunmasına yönelik olarak, alacaklının elindeki imkânların kullanılmasında kanunî bir sınırlama öngörmüştür. Buna göre, alacaklı tarafından re'sen satış yahut kaydî hakkı uhdesinde tutma veya uhdesine geçirme imkânlarının kullanılması hâlinde, borsaya veya teşkilâtlanmış diğer piyasalara kote olan kaydî değer, teminat altına alınan borcun muaccel olduğu tarihteki en yüksek değeri esas alınır.

Bir an önce alacağına kavuşmak isteyen alacaklının teminatın gerçek değerinden paraya çevrilmesine ilişkin menfaati, kendi alacağına kavuştuğu ölçüyle sınırlıdır⁶⁶. Dolayısıyla, özel yoldan paraya çevirme yetkisinin tanındığı hâllerde, alacaklının dürüstlük kuralı çerçevesinde hareket etmesi gerekir⁶⁷. Bu kapsamda alacaklı, teminat konusunun ancak gerçek değerini gözeterek paraya çevirme yetkisini kullanabilir. Nitekim SerPK m. 47/IV (a) ve (b) hükümlerinde kaydî değer gerçek değerinden paraya çevrilmesini sağlamak üzere re'sen satışın borsada gerçekleştirileceği düzenlenmiştir. İlâveten (c) bendi ile, kaydî değer vade tarihindeki fiyatının esas alınması yoluyla muhtemel değer kaybı rizikosunu bertaraf edilmiştir⁶⁸.

Borsaya kote edilmiş kaydî sermaye piyasası araçlarının re'sen satışının borsada gerçekleştirilme gereği⁶⁹ karşısında, kaydî değer temerrüt tarihini takip eden

⁶⁶ Sarı, **a.g.m.**, s. 408.

⁶⁷ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 891, N. 56; BK-ZGB-Zobl, Art. 891, N. 52; Cansel, **a.g.e.**, s. 237; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 463; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3683, dn. 115.

⁶⁸ Kaydî değer vade tarihindeki fiyatının esas alınmasına ilişkin düzenlemenin zayıf konumdaki teminat verenin korumak amacıyla ihdas edildiğinden onun lehine olmak kaydıyla teminat sözleşmesinde farklı bir değer belirlemesinin taraflarca yapılabileceği ve dolayısıyla anılan düzenlemenin nisbî emredici nitelik taşıdığı yönünde Sönmez, **a.g.m.**, s. 340.

⁶⁹ BK-ZGB-Zobl, Art. 891, N. 50. Satışın borsada gerçekleştirilmesinin dürüstlük kuralına uygun düştüğü hakkında Cansel, **a.g.e.**, s. 237; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 124-125. Borsaya kote edilmiş

günlerde vade tarihindeki değeri üzerinden satışının gerçekleştirilmesi fiilen mümkün olmayabilir. Zira re'sen satış yetkisinin kullanıldığı an itibariyle, piyasa koşulları içerisinde kaydî değer vade tarihine nazaran değer kaybı yaşamayı her zaman muhtemeldir. Dolayısıyla SerPK m. 47/IV (c) ile getirilen sınırlamanın; kaydî değer vade tarihindeki fiyatı üzerinden fiilen paraya çevrilmesi zorunluluğu olarak değil; piyasa koşulları içerisinde alacaklı tarafından hangi fiyat üzerinden paraya çevrilmiş olursa olsun, teminat altına alınan alaktan mahsup edilecek tutarın kaydî sermaye piyasası aracının vade tarihindeki değeri üzerinden belirlenmesi gereği olarak yorumlanmalıdır⁷⁰.

2. Arta Kalan Değerin İadesini Öngören Hükümün Lex Commissoria Yasağı Bakımından Değerlendirilmesi

Taşınmaz eşya bakımından TMK 873/II ve taşınır⁷¹ eşya bakımından TMK 949 hükümlerinde düzenlenen lex commissoria yasağı, borcun ifa edilmemesi hâlinde, alacaklının tatmin edilmesine hizmet etmek üzere rehin konusu malın mülkiyetinin nihaî olarak rehinli alacaklıya geçirileceğine ilişkin her türlü anlaşmanın geçersiz olmasını ifade eder⁷². Yasağın temelinde yatan amaç, teminat konusunun değerinin alacağın değerini aştığı durumlarda, değer farkının alacaklıda kalmasını ve dolayısıyla borçlunun sömürülmesini önlemektir⁷³.

Kaydî değeri konu edinen teminat sözleşmeleri bakımından da kanaatimizce, SerPK m. 47/IV (c) bendinde “...*Teminat alanın haklarını kullanması ile alacağını*

finansal varlıkların, teminat alan tarafından değerinin çok altında bir bedelle paraya çevrilme riskinin olmadığı hakkında BSK-ZGB-Bauer, Art. 891, N. 35.

⁷⁰ Anılan hükümün ne alacaklının alacağından fazlasına sahip olduğu ne de teminat verenin borcundan daha azını ifa ettiği bir netice ile karşılaşılacak şekilde uygulanmasının söz konusu olmadığı yönündeki detaylı açıklama ve farazî örnekler için bkz. Sönmez, **a.g.m.**, s. 337 vd.

⁷¹ Yasağın alacak rehni bakımından da geçerli olduğu hakkında Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 86 vd.

⁷² ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 894, N. 2; BK-ZGB-Zobl, Art. 894, N. 1; Lwowski, **a.g.e.**, s. 65; Erden Kuntalp, “Lex Commissoria Yasağı Kavramı, Koşulları ve Uygulama Alanı”, **İnan Kıraç’a Armağan**, Galatasaray Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 1994, ss. 151-162 (Kısaltılmışı: Kuntalp, **Lex Commissoria**), s. 151; Helvacı, **a.g.e.**, s. 9; Çetiner, **a.g.e.**, s. 109; Fatma Kurt, “Lex Commissoria (Mülküne Geçirme) Yasağı”, **İBD**, C. 82, S. 1, ss. 129-154, s. 132; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1216.

⁷³ ZK-ZGB-Oftinger/Bär, Art. 894, N. 4; BK-ZGB-Zobl, Art. 894, N. 1; Cansel, **a.g.e.**, s. 189; Saymen, Elbir, **a.g.e.**, s. 625; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 281, 462; Kuntalp, **Lex Commissoria**, s. 153; Helvacı, **a.g.e.**, s. 77; Çetiner, **a.g.e.**, s. 110; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1216.

karşılıdıktan sonra arta kalan değer teminat verene iade edilir” denilmek suretiyle lex commissoria yasağı dikkate alınmıştır⁷⁴. Vade tarihindeki değer üzerinden elde edilen bedelden alacak karşılandıktan sonra bakiye tutarın teminat verene iadesi gerekir. Dolayısıyla muacceliyetten önce (veya sonra) kaydı değerın alacaklı malvarlığına dâhil olmasını mümkün kılan ve bu sebeple lex commissoria yasağının kanun yoluyla delinmiş olabileceği tartışmalarına⁷⁵ yol açabilecek SerPK m. 47 hükmünün; yine aynı hükmün IV (c) bendiyle lex commissoria yasağı ile uyumlu bir hâle getirildiği görülmektedir⁷⁶.

Rehin haklarında, taraflarca muacceliyetten önceki bir dönemde gerçekleştirilen ifa yerine edim anlaşmasının lex commissoria yasağına takılacağı hususunda öğretide tereddüt bulunmamaktadır⁷⁷. Tarafların borcun muaccel olduğu bir dönemde, teminat konusunu nihaî olarak alacaklıya devredecek şekilde bir ifa yerine edim anlaşması yaparak borcu sona erdirebileceği ise öğretide -çoğunlukla- kabul edilmektedir⁷⁸. Çoğunluk görüşünden yola çıkılarak; SerPK m. 47/IV(c) hükmüne

⁷⁴ İsviçre hukukunda arta kalan değerın iadesine ilişkin benzer bir düzenleme BEG Art. 32/II’de yer almaktadır. Hükmün gerekçesinde arta kalan değerın iadesi açıkça lex commissoria yasağı ile ilişkilendirilmiştir. **Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen**, 2006, (06.089), <https://www.admin.ch/opc/de/federal-gazette/2006/9315.pdf> (Kısaltılmışı: Botschaft, ET. 05.06.2020) s. 9382. BEG’in lex commissoria ile tamamen uyumlu olduğu; kaydı değerın sahipliğinin devredildiği yahut teminat verende bırakıldığı önemli olmaksızın her hâlükârda borçlunun korunması gerektiği ve dolayısıyla arta kalan değeri iade yükümlülüğünün ZGB Art. 894’ten (TMK m. 949) kaynaklandığı hakkında Kuhn, **a.g.e.**, § 26 N. 116.

⁷⁵ Arta kalan değerın iadesini öngören hükmün nazara alınmayarak, SerPK m. 47 hükmünün lex commissoria yasağına bir istisna teşkil ettiği yönündeki aksi görüş için bkz. Seçer, **a.g.m.**, s. 188; Konuralp, **a.g.m.**, s. 2866.

⁷⁶ Dolayısıyla taraflarca lex commissoria yasağına aykırı olarak ifa yerine edim anlaşmasının akdedilmesinin ve hattâ söz konusu arta kalan değerın cezai şart olarak dahi belirlenmesinin önüne geçilmiştir. Aynı yönde Sönmez, **a.g.m.**, s. 341; Benli, **a.g.e.**, s. 108.

⁷⁷ Cansel, **a.g.e.**, s. 192; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3684; Saymen, Elbir, **a.g.e.**, s. 625; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 462; Kuntalp, **Lex Commissoria**, s. 155; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 87; Helvacı, **a.g.e.**, s. 100-101; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1217; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 280; Çetiner, **a.g.e.**, s. 110.

⁷⁸ Cansel, **a.g.e.**, s. 192; Oğuzman, Seliçi, Oktay-Özdemir, **a.g.e.**, N. 3684; Saymen, Elbir, **a.g.e.**, s. 625; Köprülü, Kaneti, **a.g.e.**, s. 462; Kuntalp, **Lex Commissoria**, s. 155; Sirmen, **Alacak Rehni**, s. 87; Helvacı, **a.g.e.**, s. 100-101; Nomer, Ergüne, **a.g.e.**, N. 1217; Makaracı Başak, **a.g.e.**, s. 280. Muacceliyetten sonra gerçekleştirilen ifa yerine edim anlaşmalarının da lex commissoria yasağı kapsamında kaldığı yönünde Çetiner, **a.g.e.**, s. 110. *Çetiner’e* göre lex commissoria yasağının borçlunun sömürülmesini önleme amacı bakımından muacceliyetten önce ve sonraki dönem bakımından bir fark yoktur. Borç muaccel olduktan sonra gerçekleştirilen ifa yerine edim anlaşmalarının da borçlunun sömürülmesini önlemek üzere yasak kapsamında değerlendirilmesi gerekir. Yasağı düzenleyen TMK hükmünün muacceliyete ilişkin bir sınırlama öngörmediği, buna

rağmen tarafların ifa yerine edim anlaşması yapmaları mümkündür. Başka bir deyişle, hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı teminatlarda, esas borcun muaccel olduğu dönemde taraflarca ifa yerine edim anlaşması yapılması hâlinde, kaydî değer muacceliyet tarihindeki borsa değeri esas borçtan daha yüksek olsa bile aradaki farkın teminat alan tarafından iadesi gerekmez. Zira kaydî hakkın değeri alacaktan yüksek olsa bile, ifa yerine edim anlaşmasının bir neticesi olarak aradaki fark artık teminat verence talep edilemez⁷⁹.

IV. YENİDEN YAPILANDIRMA VE TASFİYE KARARLARININ TEMİNAT SÖZLEŞMESİNE ETKİSİ

Yeniden yapılandırma ve başta iflâs olmak üzere tasfiye kararlarının alınması, kural olarak kişinin malvarlığı üzerindeki tasarruf yetkisinin kısıtlanmasına sebep olur⁸⁰. Ancak bu kuralın sermaye piyasalarında katı bir biçimde uygulanmasının takas ve ödeme sistemlerindeki işlem güvenliği bakımından sakıncalı sonuçlar doğurması kuvvetle muhtemeldir. Birbirine bağlı çok sayıda işlem silsilesi ile işleyen bütün bir finans ağında, takas ve ödeme sistemlerine girilen her bir talimatın kesinliği bu anlamda hayati önem taşır⁸¹.

Finansal teminatın yeniden yapılandırma ve tasfiye kararlarına karşı korunması, başka bir deyişle, teminat sözleşmesinin bu kararlardan etkilenmeden hüküm ve sonuçlarını doğurmaya devam edebilmesi ve dolayısıyla piyasa aracının tedavül yeteneğinin devam ettirilmesi; uluslararası düzenlemelerde finansal teminat sözleşmelerine ilişkin olarak getirilen yeniliklerin başında gelir⁸². Söz konusu yenilik

ilişkin bir kanun boşluğunun kabul edilmesinin haklı gerekçeden yoksun olduğu yönünde bkz. Çetiner, **a.g.e.**, s. 110, dn. 278.

⁷⁹ von Tuhr, Escher, **a.g.e.**, s. 11-12; Serozan, **İfa**, N. 29; Eren, **a.g.e.**, s. 944.

⁸⁰ Hakan Pekcanitez, Oğuz Atalay, Meral Sungurtekin Özkan, Muhammet Özekes, **İcra ve İflâs Hukuku Ders Kitabı**, 6. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2019, s. 412; Ramazan Arslan, Ejder Yılmaz, Sema Taşpınar Ayvaz, Emel Hanağası, **İcra ve İflâs Hukuku**, 5. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara 2019, s. 482.

⁸¹ İkinci Bölüm/I/A/2/a.

⁸² Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi m. 4/V hükmü uyarınca “*Member States shall ensure that a financial collateral arrangement can take effect in accordance with its terms notwithstanding the commencement or continuation of winding-up proceedings or reorganisation measures in respect of the collateral provider or collateral taker.*” Buna göre, teminat alan veya teminat veren hakkında yeniden yapılandırma kararı verilmesi veya tasfiye işlemlerinin başlatılması yahut devam ettirilmesi söz konusu olsa bile, üye devletler finansal teminatın yürürlükte kalmasını sağlayacaktır. Yine direktifin finansal teminat sözleşmesindeki *close out netting* (tasfiye amacıyla netleştirme)

SerPK m. 47/V hükmünde “*Teminat alan ya da veren hakkında, adli veya idari makamlarca mal varlığının yeniden yapılandırılması veya benzer mahiyette bir karar ya da tasfiye kararı verilmesi hâlinde, teminat olarak verilen sermaye piyasası araçları ile teminat alan ve verenin hakları, bu karardan etkilenmez ve ilgili yeniden yapılandırma veya tasfiye makamına karşı da geçerli olur. Bu hüküm, anılan nitelikteki kararların verilmesinden sonra aynı gün gerçekleşen işlemler bakımından da teminatın söz konusu karardan önce verilmiş ve teminat alanın iyiniyetli olması kaydıyla geçerlidir.*” denilmek suretiyle Finansal Teminat Düzenlemeleri Direktifi ve UNIDROIT Konvansiyonu’ndaki düzenlemelere paralel olarak iç hukuka yansıtılmıştır.

Kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerinin, teminat alan veya teminat verenin iflâsından etkilenmeyeceğine ilişkin bir kuralın öngörülmesi⁸³; SerPK m. 47/V hükmünün İİK m. 184 vd. hükümleri ile birlikte değerlendirilmesini gerektirir. Bu bağlamda hemen belirtelim ki, SerPK m. 47/V ile

kayıtlarını düzenleyen m. 7 hükmünde, bu kayıtların yeniden yapılandırma veya tasfiye işlemlerinden etkilenmeyeceğinin üye devletlerce sağlanacağı belirtilmiştir. Yine Direktif m. 8 hükmü uyarınca “*Member States shall ensure that where a financial collateral arrangement or a relevant financial obligation has come into existence, or financial collateral has been provided on the day of, but after the moment of the commencement of, winding-up proceedings or reorganisation measures, it shall be legally enforceable and binding on third parties if the collateral taker can prove that he was not aware, nor should have been aware, of the commencement of such proceedings or measures.*” Buna göre, yeniden yapılandırma veya tasfiye işlemlerinin başladığı gün finansal teminat alan kişi, bu işlemlerin veya tedbirlerin başladığının ne farkında olduğunu ne de farkında olması gerektiğini kanıtlaması hâlinde, finansal teminat hüküm ve sonuçlarını doğurur. Konuya ilişkin olarak, UNIDROIT Konvansiyonu’nda ise m. 14, 21,36/I (a) ve (b) ile 37 hükümlerinde direktifte getirilen düzenlemelere büyük ölçüde paralel hükümler öngörülmüştür. Direktiften farklı olarak, konvansiyonun m. 14/II hükmünde “*Paragraph 1 does not affect the application of any substantive or procedural rule of law applicable by virtue of an insolvency proceeding, such as any rule relating to:*

(a) the ranking of categories of claims;

(b) the avoidance of a transaction as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

(c) the enforcement of rights to property that is under the control or supervision of the insolvency administrator.” denilmek suretiyle, birinci fıkrada öngörülen finansal teminatın tasfiye kararından etkilenmemesi kuralının; sıra cetvelinin oluşturulmasına, hileli devirlerin veya işlemlerin engellenmesine ve tasfiye kurumunun denetimi veya gözetimi altındaki mallar üzerindeki hakların kullanılmasına ilişkin maddî ve usûl hukuk kurullarını etkilemeyeceği belirtilmiştir.

⁸³ Finansal teminatın koruma altına alınması; sadece iflâs tasfiyesi ile sınırlı olmayıp, SerPK m. 47/V uyarınca yeniden yapılandırma kararlarında da söz konusudur. Dolayısıyla konunun sermaye şirketleri ve kooperatiflerin uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırılması, konkordato ve iflâsın ertelenmesi bakımlarından da ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekir. Ancak bu değerlendirme, çalışmanın kapsamını önemli ölçüde aşacağından araştırmanın dışında bırakılmıştır. Anılan hükmün temelinde yatan amacın bu hâllerde de geçerli olduğunu belirtmekle birlikte, konu hakkında bir değerlendirme için bkz. Sönmez, **a.g.m.**, s. 362 vd.

güdülen temel amaç; finansal varlığın bir an önce iflâs sürecinden çıkarılarak onun ikincil piyasalardaki tedavülüne devam edilmesini sağlamaktır. Dolayısıyla anılan hüküm, İİK ile öngörülen sisteme bu amaca ulaşıldığı ölçüde istisna teşkil etmeli; amacı aşan kısım bakımından ilgili İİK hükümleri devreye girmelidir.

Fer'î nitelik taşıyan teminatın iflâs kararından etkilenmemesi, bütün bir teminat ilişkisinin iflâs kararından soyutlandığı anlamına gelmez. İflâsın, teminatın verilmesine yol açan temeldeki borç ilişkisine etkisi bakımından İİK ilgili hükümleri uygulanır. SerPK m. 47/V hükmünün uygulama alanı, teminat alanın ve teminat verenin finansal teminat sözleşmesinden doğan haklarıyla sınırlıdır. Buna göre finansal teminat sözleşmelerinde, kaydî değer hak sahipliğini elinde bulunduran tarafın iflâs etmesi hâlinde; SerPK m. 47/V' in temel işlevi; teminat konusu kaydî değer farazî olarak iflâs masasına geçmesini önlemek ve İİK m. 195 uyarınca alacağın muaccel hâle gelmesine istinaden⁸⁴ teminat alanın ve verenin teminat sözleşmesinden SerPK m. 47/IV çerçevesinde doğan haklarını kullanmasını sağlamaktır⁸⁵. İflâsın açılmasıyla birlikte, teminat alan kaydî değerden tatmin edilir; varsa arta kalan değer teminat verene iade edilir. Ancak arta kalan değer, aşağıda açıklanacağı üzere, iflâs eden tarafın teminat veren olduğu hâllerde iflâs masasına dâhil olur.

Kaydî değer hak sahipliğini elinde bulundurup iflâs eden taraf teminat alan ise; teminat veren, alacağı aşan değer iadesini doğrudan teminat alandan talep eder. Arta kalan değer iadesi, teminat verenin SerPK m. 47/IV hükmünden kaynaklanan bir hakkı olduğundan, bu değer iflâs masasına yazılmaksızın teminat verene ödenmesi gerekir⁸⁶. Burada amaçlanan kaydî değer iflâs sürecinden bir an önce kurtarılıp tedavülünün ikincil piyasalarda gerçekleştirilmesi olduğundan; müflis teminat alanın SerPK m. 47/IV' ten doğan teminat konusunun hak sahipliğini nihaî olarak kendisine geçirerek onun değerini borçlunun yükümlülüklerine mahsup etme hakkını kullanması kanaatimizce mümkün değildir. Aksi yönde bir kabul, kaydî değer tekrardan iflâs masasına dönmesine sebep olacağından; onun başlangıçta

⁸⁴ Pekcanitez, Atalay, Özkan, Özkes, **a.g.e.**, s. 420; Arslan, Yılmaz, Ayvaz, Hanağası, **a.g.e.**, s. 487.

⁸⁵ Benli, **a.g.e.**, s. 111.

⁸⁶ Sönmez, **a.g.m.**, s. 361. Yazara göre bu takdirde İİK m. 191/II' de belirtilen şartlar da aranmaz.

farazî olarak iflâs masasından ayrıştırılması ile güdülen amaca ters düşer. Dolayısıyla, sahipliğin teminat alana geçirildiği teminat sözleşmelerinde, müflis teminat alanın sadece SerPK m. 47/IV’ ten doğan re’sen satış yetkisini kullanabileceğinin kabul edilmesi gerekir.

Müflis teminat alanın, re’sen satış yetkisini kullanarak kaydî değeri paraya çevirmesiyle birlikte; kaydî değer iflâs sürecinden kurtulmuş olur ve ikincil piyasadaki tedavülüne devam edilir. Kaydî değer paraya çevrilmesiyle elde edilen tutar iflâs masasına; arta kalan değer ise borçlu teminat verene geçer. Teminat alanın re’sen satış yetkisini kullanabilmesi esasında iflâs masasının yararınadır. Dolayısıyla bu yetkinin teminat alan tarafından dürüstlük kuralına uygun olarak kullanılması gerekir. Ancak teminat alanın bedeli zaten iflâs masasına geçecek bir satışı gerçekleştirmesi de hayatın olağan akışına aykırıdır. Bu noktada, kaydî değer bir an önce iflâs sürecinden kurtarılması amacına uygun olarak; SerPK m. 47/V ile masa yönetimine, olağan tasfiye sürecinden bağımsız olarak, teminat alanın SerPK m. 47/IV’ ten doğan re’sen satış yetkisini kullanma imkânı getirildiği kanaatimizce kabul edilmelidir.

Kaydî değer hak sahipliğini elinde bulundurup iflâs eden tarafın teminat veren olduğu hâllerde ise; SerPK m. 47/V hükmünün işlevi, teminat alanın tatmin edilmesine hizmet etmek üzere kaydî değeri farazî olarak iflâs masasından ayırmaktır. Bu bağlamda, teminat alanın SerPK m. 47/IV uyarınca sahip olduğu iki imkânın da kullanılması kanaatimizce mümkündür. Teminat alan, kaydî değeri re’sen satmak ya da kaydî değer hak sahipliğini kendisine geçirerek onun değerini müflis teminat verenin yükümlülüklerine mahsup etmek suretiyle alacağına kavuşabilir. Teminat alanın kaydî değer hak sahipliğini kendisine geçirme imkânı, kaydî değer iflâs masasından kalıcı olarak kurtulduğu anlamına geldiğinden; iflâs edenin teminat alan olduğu hâllerdekinden farklı olarak, bu imkânın kullanılması mümkündür.

Teminat alanın alacağına kavuşmasından sonra arta kalan bir değer varsa, bunun iflâs masasına dâhil edilmesi gerekir. SerPK m. 47/V hükmünün etkisi, teminat alanın; müflis teminat verenin malvarlığında yer alan ve fakat iflâs masasına dâhil olmayan kaydî değerden alacağını karşıladığı anda sona ermelidir. Arta kalan değer in iadesi her ne kadar teminat verenin SerPK m. 47/IV’ ten kaynaklanan bir hakkı olsa da İİK m. 192 uyarınca iflâsın açılmasından sonra müflis teminat verenin kendisine

yapılan ödemeleri kabul etmesi mümkün değildir. Arta kalan değer iflâs masasına ait olduğundan, müflis teminat verene yapılan ödemeler; ancak masaya intikal ettirildiği ölçüde geçerlidir⁸⁷. Bu bağlamda, SerPK m. 47/V hükmünün kaydî değeri masadan ayırma işlevinin, teminat alanın alacağına kavuştuğu ölçü sınırlı olduğunun kabul edilmesi; teminat alanın alacağına kavuştuğu andan sonraki sürecin İİK ilgili hükümleri çerçevesinde değerlendirilmesi gerekir.

Kaydî değer in iflâs masasına dâhil edilmemesiyle SerPK m. 47/V hükmünde güdülen temel amaç, kaydî değer in tedavül yeteneğini iflâs sürecinde köreltmeden alacaklının alacağını elde etmesini en hızlı ve kolay bir biçimde sağlamaktır. Kaydî değer in iflâs masasından ayrıştırılması, bu anlamda teminat alanın tatmin edilmesine hizmet eder⁸⁸. Ancak asıl amaç menfaat dengesinde teminat alan tarafı korumak değil; kaydî değer in bir an önce iflâs sürecinden çıkarılarak onun ikincil piyasalardaki tedavülünün sekteye uğramasını önlemektir. Teminat alan alacağına kavuştuktan sonra kaydî değer, müflis teminat veren ise iflâs masasına; müflis teminat alan ise teminat verenin malvarlığına dâhil olur.

SerPK m. 47/V hükmünün ikinci cümlesi uyarınca, yukarıda sınırları çizilen finansal teminatın iflâs kararından etkilenmemesi kuralı; iflâsın açıldığı gün ve fakat iflâs kararından daha önce akdedilen teminat sözleşmelerine de uygulanır. Ancak bunun için, teminat alanın iyiniyetli olması gerekir. Teminat alan, durumun gerektirdiği tüm özeni göstermesine rağmen teminat veren hakkında verilen iflâs kararının farkında değilse⁸⁹; teminat olarak verilen sermaye piyasası araçları ile

⁸⁷ Pekcanitez, Atalay, Özkan, Özekes, **a.g.e.**, s. 413; Arslan, Yılmaz, Ayvaz, Hanağası, **a.g.e.**, s. 483.

⁸⁸ Bu noktada kaydî değer in iflâs masasından ayrıştırılması sebebiyle, teminat veren müflis borçlunun; teminatın verilmesine yol açan borcu ifa kabiliyetinin olup olmadığının da ortaya konması gerekir. İİK m. 191/I hükmü uyarınca, iflâs açıldıktan sonra müflisin iflâs masasına ait mallar üzerindeki her türlü tasarrufu alacaklılara karşı hükümsüz olduğundan müflisin borçlarını ifa etmesi mümkün değildir. Dolayısıyla iflâs masasında yer almayan kaydî değer ile teminat altına alınan borcun, müflis teminat veren tarafından ödenebileceği düşünülebilir. Sönmez, **a.g.m.**, s. 358. Ancak kaydî değer in iflâs masasından ayrıştırılmasının temelinde yatan amacın, teminat alanın tatmin edilmesine özgülendiği nazara alındığında; kaydî değer in esasen iflâs masasında yer aldığı ancak teminat alanın tatmin edilmesi üzere masadan farazî olarak ayrıştırıldığı; dolayısıyla borçlunun yine İİK m. 191/I uyarınca teminat alana borcunu ödemesinin mümkün olmadığı kanaatindeyiz. İİK m. 191/II' de, borcun müflis teminat verence ödenebileceğine ilişkin bir istisna öngörülmediği sebebiyle aynı yönde Sönmez, **a.g.m.**, s. 359.

⁸⁹ Oğuzman, Barlas, **a.g.e.**, N. 809.

teminat alan ve verenin hakları bu karardan etkilenmez ve tasfiye makamına karşı geçerli olur.



SONUÇ

Çalışma kapsamında ulaşılan sonuçlar aşağıda sıralanmıştır:

1. Geleneksel elde tutma sistemi çerçevesinde fizikî ortamda tedavül ettirilen kâğıt sayısı 1960'lı yılların sonunda Wall Street'te “*paperwork crunch*” adı verilen kırtasiye krizine sebep olmuş ve elektronik takasın gerçekleştirilmesi amacıyla ihraççı ile yatırımcılar arasına kademeli olarak aracı kurumlar yerleştirilmiştir.
2. Ülkemizde geleneksel elde tutma sisteminin terk edilip aracılı elde tutma sistemine geçilmesi, 1996 yılında yayınlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliği ile olmuştur. Günümüz itibariyle, sermaye piyasası araçlarının aracılı sistemde elde tutulması hareketsizleştirme veya kaydileştirme yöntemleriyle gerçekleştirilmektedir. Hareketsizleştirilmiş sermaye piyasası araçlarına ilişkin merkezî saklama ve takas hizmetleri Takasbank tarafından yürütülmektedir. Kaydileştirilmiş sermaye piyasası araçları bakımından ise merkezî saklama hizmeti MKK; merkezî takas hizmeti Takasbank tarafından yürütülmektedir. Hareketsiz veya kaydî olduğu önemli olmaksızın, aracılı sistemde elde tutulan bütün sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemler bilgisayar ortamında kayden gerçekleştirilmektedir.
3. Kaydî sermaye piyasası araçları; senedinden koparılmış ve üzerinde hâkimiyet kurulabilecek herhangi bir “şey” üzerinde cisimleşmemiş, nisbî nitelikteki ortaklık veya alacak haklarının çıplak olarak kendisini ifade eder. Bu bağlamda, kaydî değer üzerindeki hak sahipliklerinin taşınır eşya veya kıymetli evrak değil; haklara ilişkin hukukî rejim çerçevesinde tesis edilmesi gerekir.
4. Kaydî sermaye piyasası aracı üzerinde kurulan hak sahiplikleri, MKK nezdindeki merkezî kayıt sisteminde yatırımcı ismine açılan hesaplarda izlenir. Hesaplarda merkezî kayıt yoluyla yapılacak değişiklikler veya işlemler, hesap sahibinin talimatı üzerine MKK üyesi aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilir.

5. Kaydî değer üzerindeki hak sahipliklerine ilişkin gerçekleştirilen merkezî kayıt işlemleri -kural olarak- açıklayıcı niteliğe sahiptir. MKK kayıtlarına yansıtılmadan da kaydî değer üzerinde hak tesis edilebilir. Merkezî kayıt sistemi, tapu siciline benzer şekilde alenî bir kurucu kayıt sistemi olmadığından, İsviçre hukukundan farklı olarak merkezî kayıtlara güvenerek iyiniyetle hak iktisap edilmesi mümkün değildir. Taşınır eşya niteliğine sahip olmayan kaydî değerler bakımından TMK 939/II ve 988 hükümleri de uygulama alanı bulmaz.
6. Aynı kaydî değer üzerinde hem merkezî kayıt sistemi dâhilinde hem de haricinde hak tesis edilmeye devam edilebilmesi; merkezî kayıt sistemindeki kayıtların güvenilirliğini tehlikeye düşürmüştür. Gerçek hak sahipliklerinin merkezî kayıt sistemine yansıtılmasını sağlamak üzere, SerPK m. 13/V hükmü kabul edilmiştir.
7. SerPK m. 13/V hükmü, kaydî değer üzerinde kapsam bakımından **birbiriyle çatışabilecek birden fazla** hakkın **haricen** tesis edilmesi hâlinde hüküm ifade eder. Kaydî değer üzerinde ilk defa haricen tesis edilen mutlak bir hak varsa; bu hakkın herkese karşı ileri sürülebilmesi için MKK'ya bildirimde bulunulmasına gerek yoktur. MKK'ya bildirim, kaydî değeri konu edinen birden fazla haricî tasarruf işleminden hangisine öncelik tanınacağını tayin eder. Aynı sermaye piyasası aracı üzerinde haricen edinilen birden fazla hak sahipliklerinde; diğerlerine göre önce veya sonra kurulmuş olduğuna bakılmaksızın, MKK'ya önce bildirilen tasarruf işlemi öncelik kazanır. Bildirimin bu hukukî sonucu kısaca *öncelik etkisi* olarak adlandırılabilir.
8. Sonraki tarihli tasarruf işleminin öncelik kazanması birbirinden farklı hukukî sonuçlar doğurur. Buna göre MKK'ya bildirim; hüküm ifade etmeyen sonraki tarihli bir hakkı **kurucu** nitelik taşıyabilir. Bildirim; kaydî değer üzerinde önceki tarihli mevcut ve geçerli bir hakkı **sona erdirici** yahut onun **içeriğini daraltıcı** nitelik taşıyabileceği gibi kaydî değer üzerinde tesis edilen haklar arasındaki **sıra ilişkisini tayin edici** bir rol de üstlenebilir.
9. Bildirimin kurucu nitelik taşıdığı hâllerdeki temel işlevi; bir hakkın kurulması için gerekli bir kanunî şartı ya da tasarruf yetkisini bertaraf etmektir. Bu hâlde bildirim, hakkın doğumu için -SerPK m. 13/V uyarınca gerçekleştirilmesi

gereken kanunî bir şart- olarak kurucu nitelik taşır. SerPK m. 13/V hükmü, bildirimin hakkın doğumu bakımından kurucu nitelik taşıdığı hâllerde açıklayıcı kayıt sistemine istisna teşkil eder.

10. Bildirimin hukukî sonuçlarını doğurabilmesi için haricen gerçekleştirilmiş bulunan tasarruf işleminin -bildirim yoluyla bertaraf edilen koşullar haricinde- mevcut ve geçerli olması gerekir. Bu noktada, haricî olarak yapılan işleme dair kurucu ve tamamlayıcı unursurların bulunması; işlemin emredici hukuk kurallarına, kamu düzenine, genel ahlâka ve kişilik haklarına aykırı olmaması; şekil koşullarına uygun olması; tarafların fiil ehliyetine sahip olması ve irade açıklamalarında sakatlığın bulunmaması gerekir.
11. İsviçre hukukundan farklı olarak SerPK m. 13/V hükmünde, kaydî değer üzerinde MKK kayıtlarına güvenerek hak iktisap edilmesi değil; MKK'ya daha önce bildirimde bulunarak sonraki tarihli tasarruf işlemine öncelik kazandırılması temelinde bir düzenleme bulunmaktadır. Anılan hüküm iyiniyetli hak iktisaplarını koruma altına alan değil; sadece aynı kaydî değeri konu edinen haricî tasarruflar arasındaki önceliği tayin eden bir hükümdür. Bildirimin hakkın doğumu bakımından kurucu nitelik taşıdığı hâllerde; tasarruf yetkisi eksikliği yahut kanunda aranan başka bir şart, ayrıca iyiniyet aranmaksızın -MKK'ya bildirim- yoluyla bertaraf edilmektedir. Dolayısıyla kaydî değer üzerindeki mevcut haklardan haberdar olan kimseler lehine gerçekleştirilen sonraki tasarrufların dahi MKK'ya bildirim yoluyla öncelik kazanması kanaatimizce mümkündür.
12. MKK'ya bildirilen hak, bildirilmemiş hakla birlikte onunla çatışmadan veya sahibine bahşedeceği yetkilerin kapsamı daralmadan var olabiliyorsa; bu durumda her iki hakkın da hüküm ve sonuçlarını doğuracağı kabul edilmelidir. Meselâ, bildirilen işlem bir devir sözleşmesi ise; kullanma, yararlanma ve tasarruf etmeye ilişkin eksiksiz bir yetkiye sahip olmak bakımından, bildirimde bulunmakla kaydî değer üzerindeki önceki tarihli mevcut haklar bertaraf edilmiş olunur. Ancak kaydî değer üzerinde birbirinden habersiz haricen iki ayrı rehin hakkı tesis edilmişse; her iki rehin de birbiriyle çatışmadan var olabileceği için, önce bildirilen ötekini bertaraf etmez. Bildirimin bu takdirdeki işlevi -TMK m. 958 hükmünde öngörülen kanunî şartı bertaraf etmek suretiyle-

sonraki tarihli rehin hakkını kurmak ve onu sıra bakımından öne geçirmektir. Sonraki tarihli rehinli alacaklı, önceki tarihli rehin hakkından haberdarsa; “art rehin hakkı” TMK m. 958 uyarınca yapılacak yazılı bildirimle hüküm ifade eder. Dolayısıyla art rehin hakkının doğumu bakımından kurucu nitelik taşımayan bildirimin bu hâldeki işlevi de mevcut ve geçerli rehin hakları arasındaki sıra ilişkisini tayin etmekten ibarettir.

13. Birincil piyasada doğrudan bilgisayar ortamında ihraç edilen kaydî sermaye piyasası araçlarının devri ve diğer hak sahipliklerine konu edilmesi ikincil piyasalarda gerçekleştirilir. Piyasa aracı üzerindeki haklar ya merkezî kayıt sistemine entegre edilmiş borsa teşkilâtında ya da borsa dışı tezgâh üstü piyasalarda tesis edilir. Borsa dışında gerçekleştirilen devir işlemleri, tasarruf işlemi niteliğindeki temlik sözleşmesi ile gerçekleştirilir.
14. Borsada gerçekleştirilen alım-satıma ilişkin yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütme yetkisi, SerPK m. 3/I (a) hükmü uyarınca münhasıran borsa üyelik belgesine sahip aracı kurumlara aittir. Alım-satım işleminin aracı kurum vasıtası olmadan taraflarca doğrudan borsada gerçekleştirilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla kaydî değer borsası sistemi üzerinden devralınabilmesi (veya devredilebilmesi) için; alıcı (veya satıcı) yatırımcının kendi aracı kurumuyla alım-satıma aracılık sözleşmesi akdetmesi gerekir. Müşterileri hesabına vekâleten hareket eden borsa üyesi aracı kurumlar; müşterilerinden aldıkları alım-satım talimatlarını borsaya iletir. Alım-satım talimatları ilgili aracı kurumlar tarafından borsaya iletilmekle birlikte borsa emrine dönüşür ve sistem tarafından otomatik olarak eşleştirilir. Eşleşmenin gerçekleştirildiği an itibarıyla, kaydî değeri konu edinen devir sözleşmesi T gününde (*transaction day*) kurulmuş olunur. Kanaatimizce T gününde gerçekleşen devir sözleşmesi, borçlandırıcı işlemle beraber tasarruf işlemini oluşturur. T günü tesis edilen hak sahipliği; T+2 gününe kadar merkezî takas kuruluşu Takasbank tarafından, MKK nezdindeki takas havuz hesabı ve aracı kuruluş havuz hesapları kullanılarak gerçekleştirilen takas işlemleriyle merkezî kayıt sistemine yansıtılmış olur.
15. Kaydî sermaye piyasası aracını konu edinen teminat işlemlerinin ise, alım-satım işlemlerinden farklı olarak, borsa sistemi dâhilinde gerçekleştirilmesi söz

konusu değildir. Dolayısıyla kaydî değeri konu edinen teminatlar, aracı kurum vasıtası olmadan doğrudan taraflarca akdedilecek teminat sözleşmeleri ile merkezî kayıt sistemi haricinde tesis edilir. Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 22/I hükmü uyarınca, teminatın kurulduğuna ilişkin belgelerin taraflarca MKK üyesi ilgili aracı kuruluşlara teslim edilmesi hâlinde, durum MKK kayıtlarına derhâl yansıtılır. Eğer kaydî değeri konu edinen önceki tarihli haricî bir tasarruf işlemi yoksa; teminatın kurulması bakımından bu bildirimin bir etkisi yoktur. Bu hâlde bildirim, teminatın; kaydî değer üzerinde tesis edilmiş veya edilecek diğer hakların -daha önce- bildirilmesi tehdidinden kurtulması için gerçekleştirilmesi gereken kanunî bir şarttan ibarettir.

16. Teminat sözleşmelerinin bildirimi, kaydî değer hâli hazırda bulunduğu hesabı tutan MKK üyesi ilgili aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirilir [Kaydileştirme Tebliği (II-13.1) m. 17/IV]. Hesap sahibi ile sözleşmesel ilişki hâlinde bulunan aracı kuruluş; ancak hesap sahibinin talimatlarına uygun olarak MKK kayıtlarında bir değişiklik yapabilir. Kaydî değer merkezî kayıt sistemine yansımayacak şekilde bir veya birden fazla kez tasarruf işlemlerine konu edilmesi mümkün olduğundan, mevcut hesap gerçek hak sahipliğini yansıtmayabilir. Dolayısıyla birden fazla haricî işlemin gerçekleştirildiği durumlarda kaydî değer izlendiği hesabı tutan üye aracı kuruluş vasıtasıyla bir bildirimin yapılabilmesi için tasarruf zincirinin her bir halkasına ilişkin sözleşmenin bu aracı kuruluşa ibrazı gerekir.
17. Senede bağlanmamış bir hak olarak kaydî sermaye piyasası araçlarını konu edinen teminat sözleşmelerine özel hüküm niteliğindeki SerPK m. 47 ve genel hüküm niteliğindeki TMK m. 954 vd. uygulanır. Teminatın **kuruluşu bakımından** SerPK m. 47 hükmü TMK m. 955'in tekrarı niteliğindedir. Buna göre yazılı teminat sözleşmesi, tasarruf işlemi aşamasındaki aynî sözleşme olarak kurucu etkiye sahiptir. SerPK m. 47 kapsamında akdedilen teminat sözleşmeleri, TMK m. 955 kapsamında düzenlenen tipik hak rehninden farkını teminatın **hükümleri bakımından** gösterir.
18. SerPK m. 47 uyarınca akdedilen teminat sözleşmelerinde, kaydî değer hak sahipliği teminat verende bırakılabileceği gibi; teminat alana da geçirilebilir. Hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı teminatın hukukî niteliği hak

rehnidir. Teminatın hükümleri bakımından SerPK m. 47' de bir boşluk olması hâlinde, TMK m. 954 vd. alacaklar ve diğer haklar üzerinde rehne ilişkin hükümler kıyasen uygulanır. Piyasa aracı sadece alacak hakkından ibaretse, alacak rehnine ilişkin TMK m. 955/I; alacak hakkından ziyade ortaklık hakkı da içeriyorsa diğer hak rehnine ilişkin TMK m. 955/III hükmü uygulanır. Kaydî değer devri, ortaklık ve alacak hakları bakımından kapsamının ne olduğu önemli olmaksızın, alacağın temlik hükümlerine (TBK m. 184/I) tâbi olarak gerçekleştirilir. Dolayısıyla, kaydî değerler bakımından TMK m. 955/I ile m. 955/III hükümleri arasında pratik bir fark yoktur.

19. Kaydî değer teminat alana devredildiği teminatın hukukî niteliği ise düzensiz (usûlsüz) hak rehnidir. SerPK m. 47/I uyarınca, kaydî değer kanunî usûllere uyularak devredilir ve teminat verilmesine yol açan borcun sona ermesi hâlinde teminat alan kaydî sermaye piyasası aracının eş değerini iade etme borcu altına girer. Kanunî usûlden anlaşılması gereken, kaydî değer borsa dışında tasarruf işlemi niteliğindeki yazılı temlik sözleşmesine konu edilmesidir. Buradaki teminat sözleşmesi, kaydî değer devri ibaresini de ihtiva etmesi sebebiyle; bir tasarruf işlemi olarak akdedilmekle birlikte kaydî değer alacaklıya **haricen** devrolunur. Dolayısıyla, devir işleminin aracı kurumların vasıta olduğu borsa sisteminde gerçekleştirilmesi söz konusu değildir.
20. Finansal teminatlara ilişkin öngörülen bir hukukî düzenlemede, teminatın iktisadî işlevine hizmet etmek üzere kaydî değer tedavül yeteneğinin köreltilmemesi esastır. Hak sahipliğinin alacaklıya geçirildiği teminatlar bakımından kaydî değer tedavül yeteneği tamdır. Teminat alan kanunî usûllere uyarak devraldığı kaydî değeri dilediği gibi tasarruf işlemlerine konu edebilir. Hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı sözleşmeler bakımından ise, kanunda kaydî değer tedavülü konusunda bir zaruret öngörülmemekte; finansal teminatın tedavül işlevi, sözleşmenin taraflarına “kullanım yetkisi” kapsamında bir serbesti tanımak yoluyla desteklenmektedir. Finansal teminatın tedavül işlevinin piyasadaki sistemik riskin bertaraf edilmesinde büyük rol oynadığı göz önüne alındığında, hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı teminat sözleşmelerinde alacaklıya kapsamı belirsiz bir kullanım yetkisi

tanındığı hâllerde bunun kaydî değerini satım, ödünç veya rehin gibi işlemlere yönelik bir tasarruf yetkisi niteliğinde olduğu kabul edilmelidir.

21. Teminat altına alınan borcun sona ermesi hâlinde, teminat alanın kaydî değeri iade borcu doğar. Ancak kaydî değerini iadesi sadece düzensiz rehin kapsamında hak sahipliğinin teminat alana devredildiği teminatlar bakımından söz konusudur. Hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı teminatlar bakımından iade ancak merkezî kayıt sistemindeki -rehin kaydının kaldırılması- yoluyla “kayden” gerçekleştirilir. Ancak kayden iade teknik anlamda kaydî değerini iadesini teşkil etmez. Zira hak sahipliğinin teminat verende bırakıldığı teminatlarda; teminat alan kaydî değeri hak sahipliğini malvarlığında bulundurmadağı gibi; -taşınır rehnindeki durumun aksine- bir rehin zilyetliğine de sahip değildir.
22. Kaydî değeri teminat alana devredildiği sözleşmelerde, teminat alan; asıl borcun sona ermesi hâlinde, haricî olarak akdedilen bir temlik sözleşmesi ile kaydî değeri teminat verene iade eder. İadenin olağan yöntemi eş değeri üzerindendir. Zira teminat sözleşmesi ile birlikte kaydî hak alacaklının malvarlığına dâhil olur. Bu sebeptendir ki, teminat süresi boyunca kaydî hakkın alacaklı tarafından elden çıkarılmadağı bir hâlde bile eş değeri üzerinden iade kanaatimizce mümkündür. Ancak böyle bir durumda alacaklının, SerPK m. 47/II uyarınca kaydî hakkı aynen iade etmesinde de bir engel yoktur.
23. Teminat altına alınan alacağın, teminat konusu kaydî değerden karşılanmasının söz konusu hâllerde, teminat sözleşmelerinin her iki türü bakımından da alacaklının elinde; teminat konusunu re’sen satmak suretiyle elde edilen satım bedelinden alacağını elde etmek veya teminat konusunun hak sahipliğini kendisine geçirerek (veya uhdesinde tutmaya devam ederek) onun değerini borçlunun yükümlülüklerine mahsup etmek şeklinde kanunî iki imkân bulunmaktadır. Bu imkânların kullanılması hâlinde, borsaya veya teşkilatlanmış diğer piyasalara kote olan kaydî değeri, teminat altına alınan borcun muaccel olduğu tarihteki en yüksek değeri esas alınır.
24. Alacaklı tarafından re’sen satış yahut sahipliği uhdesinde tutma (veya uhdesine geçirme) imkânlarının kullanılması hâlinde; alacağı aşan değeri SerPK m. 47/IV (c) uyarınca teminat verene iadesi gerekir. Arta kalan değeri iadesine

ilişkin bir kuralın öngörülmesi, teminat konusunun muacceliyetten önce (veya sonra) alacaklı malvarlığına dâhil edilmesinin mümkün olduğu bir sistemi lex commisoria yasağı ile uyumlu hâle getirmiştir.

25. Finansal teminatlar, sözleşme uyarınca hak sahipliğini elinde bulunduran tarafın hakkında iflâs, yeniden yapılandırma veya benzer mahiyette karar verilmesi hâllerine karşı SerPK m. 47/V uyarınca koruma altındadır. Hükmün temel amacı, kaydî değerin tasfiye sürecinden bir an önce kurtarılıp ikincil piyasalarda tedavülüne devam edilmesini sağlamaktır. Hak sahipliğini elinde bulunduran tarafın iflâs etmesi hâlinde, kaydî değer ile güvence altına alınmış alacak muaccel hâle gelir. Burada SerPK m. 47/V' in temel işlevi, alacaklının teminat konusundan tatmin edilmesini sağlamak üzere kaydî değeri iflâs masasından farazî olarak ayrıştırmaktır. Alacaklının tatmin edilmesiyle birlikte, anılan hükmün temelinde yatan kaydî değerin tasfiye sürecinden çekip çıkarılarak tedavülüne devam edilebilmesi amacına erişilmiş olunur. Bu aşamadan sonra masadan farazî olarak ayrışma sona ermeli ve arta kalan değerin iadesi İİK' da öngörülen sistem çerçevesinde gerçekleştirilmelidir.

KAYNAKÇA*

- Acar, Faruk : “Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi”, **Prof. Dr. Vecdi ARAL’a Armağan**, Kocaeli 2001, ss. 317-336.
- Acar, Faruk : **Rehin Hukuku Dersleri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015.
- Adıgüzel, Burak : “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, 2017, 3(1), ss. 1-8.
- Adıgüzel, Burak : **Sermaye Piyasası Hukuku**, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara 2018.
- Akipek, Şebnem : “Tamamlayıcı Olgunun Hukukî İşleme Etkisi”, **AÜHFD**, C. 44, S. 1-4, ss. 269-291.
- Aksoy Dursun, Sanem : **Eşya Kavramı**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2012.
- Altan, Derin, Acar, Nil : “Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmelerine İlişkin Yeni Düzen ve Uygulamada Yaşanan Çeşitli Sorunlar”, **BFHD.**, C. 3, S. 12, ss. 35-52.
- Aral, Fahrettin : **Türk Borçlar Hukukunda Takas**, 2. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 2010.
- Arda, Füsün : “Sermaye Piyasasının Bankacılık Sistemine Etkileri”, **BATİDER**, C. IX, S. 2, ss. 407-450.
- Arslan, Ramazan, Yılmaz, Ejder, Taşpınar Ayvaz, Sema, Hanağası, Emel : **İcra ve İflâs Hukuku**, 5. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2019.
- Aydın, Yılmaz : “Finansal Piyasalar”, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar** (Ed. Aysel Gündoğdu), Seçkin Yayıncılık, Ankara 2016.

* Dipnotlarda geçen eserler, yazarlarının soyadları ile anılmıştır. Aynı yazarın birden fazla eserine yapılan atıflar kısaltılmış şekilleriyle parantez içerisinde gösterilmiştir.

- Aydıncık, Şirin : “Bir İnançlı İşlem Türü Olarak Alacağın Teminat Amacıyla Temlik”, **İÜHFİM**, C. LXIV, S. 1, ss. 131-194.
- Ayiter, Nuşin : **Eşya Hukuku Kısa Ders Kitabı**, 3. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 1987.
- Aydoğan, Gökhan : **Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller**, İktisadi Araştırma Vakfı Yayınları, İstanbul, 2013 (Kısaltılmışı: Aydoğan, **Tahviller**).
- Aydoğan, Gökhan : “Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları”, **BATİDER**, C. 33, S. 4, ss. 231-268 (Kısaltılmışı: Aydoğan, **İhraç**).
- Aydoğan, Gökhan : “Yeni Düzenlemeler Işığında Sermaye Piyasası Araçları”, **Eurosian Business Economics Journal**, October 2016, Vol. S2, ss. 177-192 (Kısaltılmışı: Aydoğan, **Yeni Düzenlemeler**).
- Aytaç, Zühtü : **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Olgaç Matbaası, Ankara 1988.
- Barlas, Nami : “Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmelerin Özellikleri”, **Prof. Dr. Erdoğan MOROĞLU’na 65. Yaş Günü Armağanı**, Beta Yayınları, İstanbul, 1999, ss. 807-828.
- Baláž, Peter “The Right of Collateral Taker to Use Collateral”, **BIATEC.**, Vol. XIV, 2/2006, ss. 12-17.
- Bauer, Thomas : **Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Zivilgesetzbuch II, Art. 457-977 ZGB, Art. 1-61 SchlT ZGB** (hrsg. Heinrich Honsell, Nedim Peter Vogt, Thomas Geiser), 4. Auflage, Helbing Lichtenhahn Verlag, Basel 2011.
- Becker, Hermann : **Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Band VI: Obligationenrecht, 1. Abteilung: Allgemeine Bestimmungen, Art. 1-183 OR**, 1. Auflage, Stämpfli Verlag AG, 1945, Bern (Kısaltılmışı: BK-OR-Becker).

- Benjamin, Joanna : **Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets**, Oxford University Press, 2000.
- Benli, Erman : **Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmeleri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2017.
- Bernasconi, Christophe : **The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems**, Preliminary Document no. 1 to the Hague Conference on Private International Law, November 2000.
- Berzek, Ayşe Nur : “Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, **Prof. Dr. Reha Poroy’a Armağan**, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1995.
- Bozer, Ali, Göle, Celal : **Kıymetli Evrak Hukuku**, Güncellenmiş ve Genişletilmiş Sekizinci Bası, BTHAE, Ankara, 2018.
- Cansel, Erol : **Türk Menkul Rehni Hukuku C. I: Teslim Şartlı Menkul Rehni**, Sevinç Matbaası, Ankara 1967.
- Cansel, Erol : “Menkul Mülkiyetinin Geçişinin İlliği Meselesi ve Aynî Sözleşme Kavramı”, **İmran Öktem’e Armağan**, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, Ankara 1970, ss. 333-358.
- Chun, Changmin : **Intermediated Securities and Systems in Substantive Law and in Private International Law**, Canada October 2007.
- Chun, Changmin : **Cross-Border Transactions of Intermediated Securities: A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law**, Berlin 2012, <https://books.google.com.tr> (Kısaltılmışı: Chun, Cross-Border).
- Çağlak, Merve : **Sermaye Piyasası Araçlarının Haczi**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2019.
- Çakırca, Seda İrem : **Adi Alacakların Rehni**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2006.

- Çapanoğlu, Mustafa Birol : **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları**, Beta, İstanbul 1993.
- Çeker, Mustafa : **Hukuki Yönüyle Banka Mevduatı**, Karahan Kitabevi, Adana 2004.
- Çelebican, Gürgân : **Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler ve Türk Bankacılığı**, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara 1974.
- Çelebican, Gürgân : “Bankalarla İlişkisi Bakımından Sermaye Piyasası”, **BATİDER**, C. 3, S. 4.
- Çetin, Nusret : **Borsada Hisse Senedi Alım Satım İşlemlerinin Hukuki Niteliği**, SPK. Yeterlik Etüdü, Ankara 2004.
- Çetin, Nusret, Töremiş, Hatice Ebru : “Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satım Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği”, **GÜHFD**, C. XII, S. 1-2, ss. 77-102.
- Çetiner, Bilgehan : **Taşınmaz Teminatı**, Filiz Kitabevi, İstanbul 2015.
- Damrau, Jürgen : **Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 7: Sachenrecht §§ 854-1296, WEG, ErbbauRG, 8. Auflage** (Redakteur: Reinhard Gaier), 2020 (Kısaltılmışı: MüKo-BGB-Damrau).
- Develioğlu, Hüseyin Murat : **6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu’na Göre Takas, Kavram, Takas Beyanında Bulunma Hakkının Oluşum Şartları ve Kullanılması, Takasın Hukukî Sonuçları**, 2. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2012.
- Dubovec, Marek : **The Law of Securities, Commodities and Bank Accounts: The Rights of Account Holders**, Elgar Financial Law, 2014, <https://books.google.com.tr> (ET. 24.02.2019).
- Ege, İlhan, Ege, Önder : **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2017.
- Emerging Markets of the International

Organization of Securities Commissions
(IOSCO)

: Towards A Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets, November 1997.

Engin, Baki İlkay

: “İfa Uğruna Edim”, **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı**, Beta Yayınları, İstanbul, 1999, ss. 839-862.

Engin, Baki İlkay

: **Alacağı Temlik Edenin Garanti Sorumluluğu**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2002.

Eren, Fikret

: **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 22. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2017.

Ergincan, Yakup, Yayla, Ümit

: “Menkul Kıymetlerin Teminata Konu Olması İşlemlerine İlişkin AB Direktifleri ve Uluslararası Konvansiyonlar Işığında İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı Uyarınca İç Mevzuatın Uyumlaştırılması”, http://www.turkhukuksitesi.com/makale_1612.htm (ET. 14.04.2019).

Ergüne, Mehmet Serkan

: “Anonim Şirket Payı Üzerinde Rehin Hakkı Kurulması”, **İÜHF**, C. LXXIV, S. 2, ss. 739-755.

Ergüne, Mehmet Serkan

: **Taşınır Mülkiyeti**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017 (Kısaltılmış: Ergüne, **Mülkiyet**).

Ergüne, Mehmet Serkan

: **Hukukumuzda Taşınır Rehninin Özellikle Teslime Bağlı Taşınır Rehninin Kuruluşu**, Genişletilmiş ve Güncellenmiş 2. Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul 2020.

Esener, Turhan, Güven, Kudret

: **Eşya Hukuku**, 7. Bası, Yetkin Yayınevi, Ankara 2017.

Eskiocak, Ali

: **Teslime Bağlı Taşınır Rehninde Alacaklının Hukukî Durumu**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2009.

Garcimartín Alférez, Francisco J.

: “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems”, **Revista Para El Análisis Del Derecho**, 2006/1, Barcelona 2006, ss. 1-21.

Goode, Roy, Kanda, Hideki, Kreuzer,
Karl

: **Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention)**, Second Edition, The Hague Conference on Private International Law Permanent Bureau, The Netherlands 2017.

Gökalp, Namık Kemal

: **Sermaye Piyasalarında Halka Arz**, Beta, İstanbul 2014.

Gökyayla, Cemile Demir

: “İkinci El Piyasalarındaki Alım-Satıma Aracılık Faaliyetlerinden Doğan İspat Sorunları”, **Prof. Dr. Mahmut BİRSEL’e Armağan**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir 2001, ss. 173-199.

Group of Thirty

: **Clearance and Settlement Systems in the World’s Securities Markets**, Recommendation 3, New York 1989.

Guadamillas, Mario, Keppler, Robert

: **Securities Clearance and Settlement Systems: A Guide to Best Practices**, World Bank Policy Research Working Paper 2581, April 2001, s. 19 vd.

Guynn, Randall D.

: **Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws**, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association, February 1996.

Guynn, Randall D., Marchand, N.J.

: “Transfer or Pledge of Securities Held Through Depositories”, **The Law of Cross-Border Securities Transactions** (Ed. by Hans van Houtte), London 1999 <https://books.google.com.tr> (ET. 02.03.2019).

Günel, Vural

: **Sermaye Piyasası Hukuku**, 2. Baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 5, Ankara 1987.

Gürsoy, Kemal Tahir, Eren, Fikret,

- Cansel, Erol : **Türk Eşya Hukuku**, 2. Bası, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, Ankara 1984.
- Haab, Robert, Simonius, August, Scherrer, Werner, Zobl, Dieter : **Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch, IV. Band: Das Sachenrecht, 1. Abteilung: Das Eigentum, Art. 641-729 ZGB**, 2. Auflage, Zürich 1977 (Kısaltılmışı: ZK-ZGB-Haab)
- Hatemi, Hüseyin, Serozan, Rona Arpacı, Abdülkadir : **Eşya Hukuku**, Filiz Kitabevi, İstanbul 1991.
- Helvacı, İlhan : **Türk Medenî Kanununa Göre Lex Commisoria (Mürtehinin Merhunu Temellük) Yasağı**, Alfa, İstanbul, 1997.
- Huwyler, Fürsprecher Reto : **Grundzüge der Sicherheiten an Bucheffekten**, Magisterarbeit, Boll 2010, <http://huwylerlaw.ch/wsb/data/documents/Magisterarbeit.pdf> (ET. 10.02.2020).
- İmre, Zahit : “Alelade Vedia”, **Muammer Raşit Seviğ’e Armağan**, İstanbul 1956, ss. 213-240.
- İnceoğlu, Mehmet Murat : **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Seçkin Yayınları, Ankara 2004.
- Kara, Şinasi : **Sermaye Piyasası**, Doyuran Matbaası, İstanbul 1990.
- Kara, Mustafa Sencer : **Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2006.
- Karakaya, Müge : **Aracı Kurumların Alım Satım Aracılık Faaliyetinden Doğan Hukuki Sorumluluğu**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008, s. 12.
- Karpuz, Emre : **Ödeme Sistemleri ve Araçlarının Artan Kullanımı: Kredi Kartı Kullanımının Para Politikası Etkinliğine Etkisi**, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Etüdü, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık

- Karslı, Muharrem
: **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Kırıl Matbaası, İstanbul, 1989
- Keijser, Thomas Rudolf Maria Pius
: **Financial Collateral Arrangements**, Kluwer 2006.
- Keijser, Thomas, Kyrkousi, Maria, Bakanos, Andreas
: “Financial Collateral: The Legal Framework of the European Union and UNIDROIT Compared”, **Uniform Law Review**, Vol. 19, 2014, ss. 429-458.
- Kendigelen, Abuzer
: **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, Beta, İstanbul, 1994.
- Kendigelen, Abuzer, Kırca, İsmail
: **Kıymetli Evrak Hukuku Genel Esaslar Kambyo Senetleri**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019.
- Kırca, İsmail
: **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri**, BTHAE., Ankara 2000.
- Kocayusufpaşaoğlu, Necip
: **Borçlar Hukuku Genel Bölüm, Birinci Cilt: Borçlar Hukukuna Giriş, Hukukî İşlem, Sözleşme**, 4. Basıdan 7. Tıpkı Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul 2017.
- Konuralp, Orhan Emre
: “Alacaklıya Rehni Özel Yoldan Paraya Çevirme Yetkisi Verilmesi”, **DEÜHFD**, C. 16, Prof. Dr. Hakan Pekcanitez’e Armağan, Özel Sayı, ss. 2855-2880.
- Kouretas, Georgios P., Christina I., Tarnanidou,
: “Shareholding in EU: Is “Indirect Holding” Approach Appropriate in Achieving Financial Integration?”, **International Conference Improving Financial Institutions: The Proper Balance Between Regulation & Governance**, Helsinki 2012, ss.1-21.
- Köprülü, Bülent, Kaneti, Selim
: **Sınırlı Aynî Haklar**, 2. Bası, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, İstanbul 1982-1983.
- Kuhn, Hans
: **Schweizerisches Kreditsicherungsrecht**, Stämpfli Verlag AG, Bern 2011.

- Kuntalp, Erden : “Teminat Kavramı, Teminat Türleri ve Bunlardan Sorumluluk”, **Prof. Dr. Reha Poroy’a Armağan**, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, İstanbul 1995, ss. 263-299, (Kısaltılmışı: Kuntalp, **Teminat**).
- Kuntalp, Erden : “Lex Commissoria Yasağı Kavramı, Koşulları ve Uygulama Alanı”, **İnan Kırac’a Armağan**, Galatasaray Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 1994, ss. 151-162 (Kısaltılmışı: Kuntalp, **Lex Commissoria**).
- Kurt, Fatma : “Lex Commissoria (Mülküne Geçirme) Yasağı”, **İBD**, C. 82, S. 1, ss. 129-154.
- Küçüksözen, Cemal : **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 131, Ankara, 1999.
- Kütükçü, Doğan : **Sermaye Piyasası Hukuku**, C. I, Beta, İstanbul, 2004.
- Loader, David : **Clearing, Settlement and Custody**, Third Edition, Butterworth-Heinemann, 2019, <https://books.google.de> (ET. 06.03.2020).
- Lwowski, Hans-Jürgen : **Kreditsicherheiten**, 5. Auflage, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 1982.
- Makaracı Başak, Aslı : **Taşınır Rehni Sözleşmesi**, On İki Levha Yayınları, İstanbul 2014.
- Manavgat, Çağlar : “Menkul Kıymetlerin Merkezî Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukukî Niteliğine Etkisi”, **BATİDER**, C. XVIII, S. 4, ss. 129-141 (Kısaltılmışı: Manavgat, **Merkezî Saklama**).
- Manavgat, Çağlar : “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydî Sistemin Esasları”, **AÜHFD**, C. 50, S. 2, ss. 159-191 (Kısaltılmışı: Manavgat, **Kaydî Sistem**).
- McGill, Ross, Patel, Naren : “Clearing & Settlement”, **Global Custody and Clearing Services**, Chapter 4, Finance and Capital Markets Series, Palgrave Macmillan, London 2008, ss. 43-58.

- Memiş, Tekin, Turan, Gökçen : **Sermaye Piyasası Hukuku**, Güncellenmiş 3. Baskı, Seçkin Yayıncılık, s. 27.
- Micheler, Eva, Heyde, Luke von der : “Holding, Clearing and Settling Securities Through Blockchain Technology Creating an Efficient System by Empowering Asset Owners”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2786972 (ET. 06.03.2020).
- Mühl, Dorothee, Petereit, Wolfgang : **Recht der Kreditsicherheiten in europäischen Länder**, Teil. V: Schweiz, hrsg. Walther Hadding, Uwe H. Schneider, Berlin, 1983.
- Nomer, Halûk Nami : “Teminat Amaçlı Vefalı Satışlar ile İnanç Sözleşmeleri ve Lex Commissoria Yasağı”, **Prof. Dr. Cevdet Yavuz'a Armağan, C: II, MÜHFHAD**, ss. 2007-2015.
- Nomer, Halûk Nami : **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 17. Bası, Beta, İstanbul 2020.
- Nomer, Halûk Nami, Ergüne, Mehmet Serkan : **Eşya Hukuku**, Gözden Geçirilmiş 7. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019.
- Nomer-Ertan, N. Füsün : “Die Entwicklung des türkischen Kapitalmarktrechts und dessen Stellung in unserem Rechtssystem”, **Annales de la Faculté de Droit d'Istanbul**, C. 48, S. 65, ss. 171-191.
- Norman, Peter : Plumbers and Visionaries Securities Settlement and Europe's Financial Market, England 2007, p. 11 <https://books.google.com.tr> (ET. 01.03.2019).
- Oftinger, Karl, Bär, Rolf : **Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch, Das Sachenrecht, 2. Abteilung: Die beschränkten dinglichen Rechte, 23. Titel: Das Fahrnispfand, Art. 884-918 ZGB**, 3. Auflage, Zürich, 1981 (Kısaltılmışı: ZK-ZGB-Oftinger/Bär).
- Oğuzman, M. Kemal, Seliçi, Özer,

Okday-Özdemir, Saibe

: **Eşya Hukuku**, 20. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul 2017.

Oğuzman, M. Kemal, Barlas, Nami

: **Medenî Hukuk, Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar**, 25. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2019.

Okday-Özdemir, Saibe

: “Teminat Amaçlı Alacak Devri ve Toptan Temlik Sözleşmeleri”, **İÜHFM**, C. LVII, S. 1-2, ss. 265-299.

Öğüz, Tufan

: “Motorlu Araçların Rehnine İlişkin Uygulamanını Kamuya Açıklık Aleniyet İlkesi Açısından Değerlendirilmesi”, **Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan**, Beta, İstanbul 2000, ss. 693-725.

Öz, Turgut

: **Öğreti ve Uygulamada Sebepsiz Zenginleşme**, Kazancı Hukuk Yayınları, İstanbul 1990.

Özer, Işık

: “Kaydi Değer ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Açısından Kaydi Değerlerin İşleyişi”, **Prof. Dr. Turgut Akıntürk’e Armağan**, Beta, 2008, ss. 791-819.

Özsunay, Ergun

:**Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler**, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, İstanbul 1968.

Özşahin, A. Kerem

:**Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999.

Öztaş, Fırat

:**Kıymetli Evrak Hukuku**, 2. Bası, Turhan Kitabevi, Ankara, 1997.

Paslı, Ali

:“Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı”, **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan**, C. 2, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2007.

Pekcanitez, Hakan, Atalay, Oğuz, Sungurtekin Özkan, Meral, Özekes, Muhammet

:**İcra ve İflâs Hukuku Ders Kitabı**, 6. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019.

Peker, İbrahim, Karaağaçlı, Bora

:“Dünyada ve Türkiye’de Sermaye Piyasası Altyapı Kurumları”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C. 7, S. 13, ss. 341-375.

Penezoğlu, Yusuf Gökhan

:**Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Kazancı, İstanbul, 2004.

Poroy, Reha, Tekinalp, Ünal,
Çamoğlu, Ersin

:**Ortaklıklar Hukuku II**,
Güncelleştirilmiş 14. Bası, Vedat
Kitapçılık, İstanbul, 2019.

Pretto Sakmann, Arianna

: **Boundaries of Personal Property: Shares and Sub-Shares**, Hart Publishing, Oxford and Portland, 2005
<https://books.google.com.tr> (ET. 24.02.2019).

Puri, Poonam, Lan, Gil

: “Who Needs Paper Anymore? Rationalizing an Allocation of Government Responsibility for the Transfer of Securities”, **Banking and Finance Law Review**, 23 (2007), ss. 1-49.

Rogers, James Steven

: "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries", **Cornell International Law Journal**, Vol. 39, Iss. 2, Article 3, 2006, ss. 285-328.

Sancak, Filiz, Bastı, Eyup

: “Türkiye Sermaye Piyasalarında Kaydî Sistem Uygulamaları”, **Yalova Sosyal Bilimler Dergisi**, Y. 2013, S. 6, ss. 41-54.

Sarı, Suat

: “Alacaklıya Rehni Paraya Çevirme Yetkisi”, **LHD**, C. 5, S. 50, ss. 405-425.

Saymen, Ferit H., Elbir, Halid K.

: **Türk Eşya Hukuku Dersleri**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1963.

Schlüter, Martin

:**Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 3 Schuldrecht – Allgemeiner Teil II**, C. H. Beck, 8. Auflage, München, 2019.

Schwarcz, Steven L.

:“Intermediary Risk in a Global Economy”, **Duke Law Journal**, Vol. 50, 2001, ss. 1541-1607.

Seçer, Öz

:“Kaydi Sermaye Piyasası Araçları Üzerinde Rehin Tesisi ve Hükümleri”, **Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Kazancı Hakemli Hukuk Dergisi**, C. 9, S. 105-106, ss. 168-192.

- Serozan, Rona : **Borçlar Hukuku Genel Bölüm, C. III (İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme)**, 6. Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2014 (Kısaltılmışı: Serozan, İfa).
- Serozan, Rona : **Eşya Hukuku I**, 3. Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul 2014.
- Sirmen, A. Lâle : **Alacak Rehni**, BTHAE., Ankara 1990 (Kısaltılmışı: Sirmen, **Alacak Rehni**)
- Sirmen, A. Lâle : **Eşya Hukuku**, 7. Bası, Yetkin Yayınları, Ankara, 2019 (Kısaltılmışı: Sirmen, **Eşya**).
- Songur, Damla Gülseren : “Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”, **Prof. Dr. Sarper Süzek’e Armağan**, C. III, Beta, İstanbul 2011, ss. 2911-2944.
- Sönmez, Yusuf Ziyaeddin : “Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmeleri”, **6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu**, BTHAE, İstanbul, 6-7 Haziran 2013, ss. 247-417.
- Şener, Oruç Hami : “Bankanın Rehinli Alacaklı Sıfatına Sahip Olduğu Adi Alacak Rehninde Rehnin Borçluya İhbarı ve İhbarın Sonuçları”, **DEÜHFD**, C. 11, S. 2, ss. 195-250.
- Şengül, Selami : **Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2002.
- Tanör, Reha : **Türk Sermaye Piyasası: 1. Cilt Taraflar**, Beta, İstanbul, 1999.
- Tekinalp, Ünal : “Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Hakkına Doğru”, **BATİDER.**, C. XIV, S. 3, ss. 1-16 (Kısaltılmışı: Tekinalp, **Evraksız**).
- Tekinalp, Ünal : “Nama Yazılı Kaydî Payların Devrinde Merkezî Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği”, **Prof. Dr. Tahir Çağa’nın Anısına Armağan**, İstanbul 2000, ss. 537-543 (Kısaltılmışı: Tekinalp, **Nama Yazılı**).

- Teoman, Ömer : **Yaşayan Ticaret Hukuku**, Cilt I: Hukukî Mütalâalar, Kitap 8, BTHAE., Ankara, 1997.
- Thévenoz, Luc : “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law”, Duke Law School Legal Studies Paper No. 170, **Stanford Journal of Law, Business and Finance**, Vol. 13, 2008, ss. 384-452.
- Tiftik, Mustafa : **Türk Hukukunda Vedia Sözleşmesi**, Yetkin Yayınları, Ankara 2007.
- Töremiş, Hatice Ebru : **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Nama Yazılı Payların Borsa'da Devri**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2008.
- Tuor, Peter, Schnyder, Bernhard, Schmid, Jörg, Rumo-Jungo, Alexandra : **Das Schweizerische Zivilgesetzbuch**, 13. Auflage, Schulthess Juristische Medien AG, Zürich-Basel-Genf 2009.
- Turanboy, Asuman : **Varakasız Kıymetli Evrak**, BTHAE, Ankara 1998.
- Turanboy, Asuman : “2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydî Değer Düzenlemesi”, **AÜHFD**, C. LXVIII, S. 1-4, ss. 39-55 (Kısaltılmışı: Turanboy, **Kaydî Değer**).
- Ulus, Ayşe Elif : **Milletlerarası Özel Hukukta Menkul Kıymetlere İlişkin Hak Sahipliği İhtilaflarına Uygulanacak Hukuk**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2014.
- UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held With an Intermediary : **UNIDROIT Preliminary Draft Convention on Harmonized Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary-Explanatory Notes**, Study LXXVIII – Doc. 19, Rome, December 2004.

UNIDROIT

: **Working Paper Regarding So Called “Transparent Systems”**, Study LXXVIII – Doc. 44, October 2006.

Urkan, Ercan

Kaydileştirilen Halka Açık Anonim Ortaklık Pay Senetleri Üzerinde Aynı Hak Tesisi, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2005.

Ülgen, Hüseyin, Helvacı, Mehmet,
Kaya, Arslan, Nomer Ertan, N. Füsün

: **Kıymetli Evrak Hukuku**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2019.

Ünal, Mücahit

: **Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi**, Adalet Yayınevi, Ankara, 2011.

Ünal, Oğuz Kürşat

: “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi”, **GÜHFD**, C. 5, S.1-2, ss. 1-19.

Ünal, Oğuz Kürşat

: **Aracı Kurumlar**, Yaklaşım Yayınları, Ankara, 1997 (Kısaltılmışı: Ünal, **Aracı Kurumlar**).

Vaaler, Bryn R.

: “Revised Article 8 Of The Mississippi UCC: Dealing Directly With Indirect Holding”, **Mississippi Law Journal**, Vol. 66, Num. 2, Winter 1996, ss. 249-324.

von Tuhr, Andreas

: **Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts Band II (mit Supplement)**, 3. Auflage, Zürich 1984.

Escher, Arnold

Weber, Jörg-Andreas

: **Kreditsicherungsrecht**, 10. Auflage, Beck Juristischer Verlag, 2018.

Wiegand, Wolfgang

: **J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 3: Sachenrecht, §§ 1204-1296, SchiffsRG (Pfandrecht)**, 2009 Berlin (Kısaltılmışı: SK-BGB-Wiegand).

Yanlı, Veliye

: **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta, İstanbul, 2005.

- Yanlı, Veliye : “Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi”, **BATİDER**, C. 32, S. 3, ss. 5-35.
- Yasaman, Hamdi : **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992.
- Yayla, Ümit : “Merkezî Kayıt Kuruluşu ve Kaydî Sistem: Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **BankD**, 2009, S. 71, ss. 104-115.
- Yazıcı, Mehmet : **Bankacılığa Giriş**, 3. Baskıdan Tıpkı 4. Baskı, Beta, İstanbul, 2016.
- Yazıcı, Mehmet : **Sermaye Piyasası ve Denetimi**, Met-Er Matbaası, İstanbul, 1987.
- Yıldız Destanoğlu, Burçak : **Yatırım Fonu Katılma Belgeleri**, BTHAE., Ankara, 2004.
- Zobl, Dieter, Thurnherr, Christoph : **Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Das Sachenrecht, 2. Abteilung: Die beschränkten dinglichen Rechte, 5. Teilband: Fahrnispfand, 1. Unterteilband: Systematischer Teil und Art. 884-887 ZGB**, 3. Auflage, Bern, 2010, (Kısaltılmışı: BK-ZGB-Zobl/Thurnherr).
- Zobl, Dieter : **Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Band IV: Das Sachenrecht, 2. Abteilung: Die beschränkten dinglichen Rechte, 5. Teilband: Das Fahrnispfand, 2. Unterteilband: Art. 888-906 ZGB (mit kurzem Überblick über das Versatzpfand Art. 907-915 ZGB)**, 2. Auflage, Bern, 1996 (Kısaltılmışı: BK-ZGB-Zobl).

Elektronik Kaynakça

<https://www.swisslex.ch>
<https://beck-online.beck.de>
<https://www.admin.ch>
<https://books.google.com.tr>
<https://resmigazete.gov.tr>

<https://www.tbmm.gov.tr>
<https://www.mkk.com.tr>
<https://www.takasbank.com.tr>
<https://www.spk.gov.tr>
<https://www.borsaistanbul.com>
<https://www.lexpera.com.tr>

Yararlanılan Diğer Hukukî Metinler

Securities Act of 1933, Section 2 (77b) (a)-1,
<https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf> (ET.
19.12.2018)

Markets in Financial Instruments (MiFID) - Directive 2004/39/EC, Annex I, Section C,
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004L0039-20110104&from=EN> (ET. 19.12.2018)

Securities Act of 1933, Section 2 (77b) (a)-1,
<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf> (ET.
27.01.2019)

Securities Exchange Act of 1934, Section 3 (78c) (a)-10,
<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf> (ET. 27.01.2019).

Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems, A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems (BIS Glossary), March 2003, p. 16, https://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf (ET. 22.02.2019)

The Giovannini Group Report, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union (Giovannini Report 2001), Brussels, November 2001
https://ec.europa.eu/info/system/files/first_giovannini_report_en.pdf (ET.
22.02.2019)

<https://www.TAKASBANK.com.tr/tr/hakkimizda/tanitim/tarihce> (ET. 21.03.2019).

MKK Yatırımcı Bilgilendirme Hizmetleri Tanıtım Kitapçığı
<https://www.mkk.com.tr/tr/content/Uye-Hizmetleri/Merkezi-Saklama>
(ET. 30.03.2019).

<https://www.mkk.com.tr/tr/content/Uye-Hizmetleri/Hesap-Islemleri>

Merkezi Kayıt Kuruluşu, Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve KurallarıYönergesi,
<https://www.mkk.com.tr/project/MKK/file/content/Bilgi%20Merkezi%20Dosyaları%2FDüzenlemeler%2Fİç%20Düzenlemeler%2Fisvebilisim> (ET. 29.02.2020,
Kısaltılmışı: MKK, İlke ve Kurallar).

Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, Sıra Sayısı: 337.

Borsa İstanbul Bilgilendirme Kitapçıkları, Yatırımcılar İçin Borsa, İstanbul 2014, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Yatirimcilar_icin_BORSA.pdf (ET. 29.02.2020, Kısaltılmışı: Borsa İstanbul, Yatırımcılar).

Borsa İstanbul Bilgilendirme Kitapçıkları, Pay Alım Satım Kılavuzu, İstanbul 2013, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Pay_alim_satim_kilavuzu.pdf (ET. 28.02.2020, Kısaltılmışı: Borsa İstanbul, Kılavuz).

Directive 2009/44/EC of the European Parliament and of the Council of 6 May 2009 amending Directive 98/26/EC on settlement finality in payment and securities settlement systems and Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements as regards linked systems and credit claims

Council Directive 2009/47/EC of 5 May 2009 amending Directive 2006/112/EC as regards reduced rates of value added tax, OJ L116/18

The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary, <https://www.hcch.net/en/instruments/conventions> (ET. 28.04.2019).

UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, Geneva 2009.

Ödeme ve Menkul Kıymetler Mutabakat Sistemlerinde Mutabakat Kesinliği Direktifi (Directive 98/26/EC. of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, OJ L166/45).

Directive 2002/47/EC. of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L 168/43.

SEC v. W. J. Howey Co.: Supreme Court of the United States, 328 U.S. 293 (1946).

Reves v. Ernst&Young 494 U.S. 56 (1990).

Marine Bank v. Weaver, 455 U.S. 551 (1982).

11. HD., E. 2005/12033, K. 2007/3194, T. 20.02.2007 (www.lexpera.com.tr)

Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen, 2006 (06.089), <https://www.admin.ch/opc/de/federal-gazette/2006/9315.pdf> (Kısaltılmışı: Botschaft, ET. 05.06.2020)