



**SERMAYE PİYASASI KURULU
HUKUK İŞLERİ DAİRESİ**

**PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİ
VE HUKUKİ SORUMLULUK**

YETERLİK ETÜDÜ

**İlke Aytekin GEMİCİ
Uzman Hukukçu Yardımcısı**

**Kasım 2005
ANKARA**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Tüm ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de sermaye piyasalarının ve sermaye piyasası araçlarının belirli bir gelişmişlik ve derinlik seviyesine ulaşmasıyla, yatırımcıların malvarlıklarının yönetiminde profesyonel destek alma yönünde karar aldıkları gözlemlenmektedir. Yatırımcıların malvarlıksal değerlerinin profesyoneller eliyle yönetimini konu edinen portföy yönetim sözleşmesinin bir isimsiz sözleşme olması ve yatırımcıların korunması gereğinden hareketle, uygulanacak hükümlerin belirlenmesi açısından sözleşmenin hukukî niteliğinin ortaya konması da büyük önem kazanmaktadır.

Portföy yönetim sözleşmesi henüz ülkemiz mevzuatında kanun ile düzenlenmemiş bir sözleşme türü olup, konu ile ilgili hukukî düzenlemeler Kurulumuz tebliğlerinde öngörülmektedir. Portföy yönetim sözleşmesi, bünyesinde vekalet, usulsüz tevdi, ardiye ve komisyon sözleşmelerine ilişkin unsurları barındırmaktadır. Anılan unsurlar sözleşme kapsamında birer asli edim niteliğinde olduklarından, sözleşme karma nitelikli olarak ortaya çıkmaktadır. Sözleşmenin taşıdığı karma niteliğe ilişkin olarak taraflar arası bir uyumsuzlukta, ilk önce sözleşme ve sözleşmenin bir parçası haline gelen Kurulumuz Seri:V, No:59 sayılı Tebliğ hükümleri uygulanacak, bunların uygulanması ile bir sonuca varılamıyorsa, sözleşmeye dahil olan kanunî sözleşme tiplerine ait unsurlara ilişkin hükümler kıyasen uygulanacaktır. Sözleşmeye dahil olan saklama ve alım-satım aracılık edimleri, Takasbank, portföy saklama kuruluşları ve aracı kurumlar tarafından bir alt vekalet ilişkisi çerçevesinde ifa edilmektedir. Taraflar arasında ortaya çıkan bu ilişkinin alt vekalet olarak değerlendirilmesi, gerek yatırımcı hakları gerek yetkili kurum menfaatleri açısından uygun düşmektedir.

Yetkili kurumların kendi bünyelerinde çalıştırdıkları portföy yöneticilerinin yönetim faaliyeti esnasında, yatırımcılara verdikleri zararlardan ötürü BK. md. 100 anlamında ve tâbi oldukları reklam ve ilan esaslarına uymayarak, sözleşme görüşmeleri esnasında yatırımcıları yanıltmak suretiyle zarara uğratmaları halinde, sözleşme görüşmelerinden doğan sorumlulukları (culpa in contrahendo) gündeme gelmektedir. Yetkili kurumların tabi oldukları bir diğer hukuki sorumluluk ise sözleşmeye aykırılıktan kaynaklanmaktadır. Sözleşmeye aykırılıktan doğan sorumluluk kavramı vekalet kökenli bir sözleşme niteliği taşıyan portföy yönetim sözleşmesinde, gösterilmesi gerekli özenin gösterilmemesi halini de içerisinde barındırdığından, yetkili kurumun tâbi olduğu özen yükümlülüğünün ölçülerinin

belirlenmesi önem taşımaktadır. Bu kapsamda, gösterilmesi gereken özen kavramına dâhil olarak ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının kapsamının ve sebeplerinin belirlenmesi, özellikle bireysel yatırımcıların korunması ve sermaye piyasalarına olan güvenin sağlanması açısından önem taşımaktadır.

Bu çerçevede, gerek portföy yöneticiliği faaliyetinin sınırları belirlenmiş yasal bir çerçevede yürütülmesi, gerek sözleşmeye aykırılık kavramının piyasadaki güven ilkesini zedeleyici fonksiyonu nedeniyle ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının önlenmesi ile daha etkin ve kaliteli bir hizmet anlayışının oluşturulabilmesi amacıyla çalışmada;

a. Sermaye piyasası faaliyetlerinin yürütülmesinde yatırımcılarla yetkili kurumlar arasında akdedilecek tüm çerçeve sözleşmelerin ve bunların esaslarının SPKn. kapsamında düzenlenmek suretiyle, yatırımcıların haklarının daha sağlam bir alt yapıya kavuşturulması ve yatırımcılara kanundan doğan talep haklarının kazandırılması,

b. Takasbank ile yetkili kurumlar arasında akdedilen saklama sözleşmelerinin yatırımcılar tarafından akdedilmesine ve Takasbank nezdinde doğrudan yatırımcıların hesap sahibi olarak görünmelerine yönelik bir sistem değişikliğine gidilmesi,

c. Sözleşmeye aykırılık kavramı bakımından taşıdığı öneme binaen, portföy yöneticiliği faaliyetinin icrasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının spesifik olarak belirlenmesi,

d. Sermaye piyasasında etik değerlerin ve mesleki kuralların taşıdığı öneme binaen, etik değerlerin geliştirilmesi çerçevesinde portföy yöneticilerinin mesleki etik değerlere bağlılıkları konusunda destekleyici eğitici fonksiyonu üstlenmesi için “Lisanslama Düzenlemeleri” kapsamında yeni bir program oluşturulması,

e. SEC'nin kayda alma ve kamuya duyurma prosedürüne benzer bir şekilde, portföy yöneticilerinin yönettikleri diğer portföylere ilişkin bilgileri de içeren ayrıntılı bir kayda alma formunu doldurarak tescil edilmeleri,

f. Ülkemizde sermaye piyasalarında faaliyet gösteren portföy yöneticileri ve yatırım danışmanlarının temsil edildiği, faaliyete ilişkin güncel sorunların tartışılıp; çözüm önerilerinin geliştirildiği, anılan hizmetlere yönelik asgari etik ve mesleki kuralların oluşturulmasına yönelik katkıda bulunabilecek bir portföy yöneticileri ve yatırım danışmanları birliğinin oluşturulması

önerilmektedir.

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	III
KISALTMALAR CETVELİ.....	IV
I. GİRİŞ.....	1
II. PORTFÖY YÖNETİMİ İLE İLGİLİ BAŞLICA KAVRAMLAR.....	3
2.1. 'PORTFÖY' VE 'PORTFÖY YÖNETİMİ' KAVRAMLARI.....	3
2.2. PORTFÖY YÖNETİMİNE KONU OLAN PORTFÖY.....	5
III. PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİNİN TARAFLARI, KONUSU, UNSURLARI VE KURULUŞU.....	6
3.1. PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİNİN TARAFLARI.....	6
3.1.1. <i>Portföy Yönetimi Hizmetini Sunan Taraf</i>	6
3.1.1.A. Portföy Yönetim Şirketleri.....	6
3.1.1.B. Aracı Kurumlar.....	7
3.1.1.C. Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar.....	8
3.1.2. <i>Portföy Yönetimi Hizmetini Talep Eden Taraf: Yatırımcı</i>	9
3.2. PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİNİN UNSURLARI, KONUSU VE KURULUŞU.....	9
3.2.1. <i>Genel Olarak</i>	9
3.2.2. <i>Portföy Yönetim Sözleşmesinin Unsurları</i>	11
3.2.3. <i>Portföy Yönetim Sözleşmesinin Konusu</i>	12
3.2.4. <i>Portföy Yönetim Sözleşmesinin Kuruluşu</i>	13
IV. PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ.....	14
4.1. GENEL OLARAK.....	14
4.2. SAKLAMA EDİMİ BAKIMINDAN.....	14
4.2.1. <i>Yetkili Kurumla Takasbank Arasındaki Hukuki İlişki</i>	14
4.2.1.A. Takasbank Tarafından Sunulan Saklama Hizmetinin Hukuki Niteliği.....	15
4.2.1.B. Takasbank'ın Saklama Edimini Hangi Hukuki İlişki Çerçevesinde İfa Ettiği Sorunu.....	19
4.2.2. <i>Portföy Yönetim Şirketi ile Portföy Saklama Kuruluşu Arasındaki Hukuki İlişki</i>	25
4.3. PORTFÖY KAPSAMINDAKİ FİNANSAL VARLIKLARIN ALIM- SATIMI EDİMİ BAKIMINDAN.....	26
V. PORTFÖY YÖNETİCİLİĞİ FAALİYETİNDEN DOĞABİLECEK OLAN HUKUKİ SORUMLULUK HALLERİ.....	28
5.1. PORTFÖY YÖNETİCİLİĞİ TEBLİĞİ İLE ÖNGÖRÜLEN HUKUKİ SORUMLULUK İLKESİ.....	28
5.2. YETKİLİ KURUMUN SÖZLEŞME GÖRÜŞMELERİNDEN DOĞAN SORUMLULUĞU (CULPA İN CONTRAHENDO).....	30
5.3. SÖZLEŞME SORUMLUĞU.....	33
5.3.1. <i>Sözleşmenin Gereği Gibi İfa Edilmemesi</i>	33
5.3.2. <i>Yetkili Kurumun Özen Gösterme Yükümlülüğü</i>	34
5.3.3. <i>Çıkar Çatışmalarından Kaynaklanan Sözleşme İhlalleri</i>	36
5.3.4. <i>Çıkar Çatışmalarının Önlenmesinde Mesleki ve Etik Kuralların Önemi</i>	43
VI. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	44
6.1. SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİNİN YÜRÜTÜLMESİNE İLİŞKİN YATIRIMCILARLA AKDEDİLECEK OLAN ÇERÇEVE SÖZLEŞMELERİN SPKN. İLE DÜZENLENMESİ.....	46
6.2. TAKASBANK NEZDİNDE GERÇEKLEŞEN SAKLAMANIN YATIRIMCILAR ADINA YAPILMASI.....	47
6.3. SÖZLEŞMEYE AYKIRILIK KAPSAMINDA ÇIKAR ÇATIŞMALARININ SPESİFİK OLARAK BELİRLENMESİ.....	47
6.4. MESLEKİ KURALLAR/ETİK DEĞERLER EĞİTİMİ.....	48
6.5. PORTFÖY YÖNETİCİLERİNİN ŞEFFAFLIĞI.....	48
6.6. PORTFÖY YÖNETİCİLERİ VE YATIRIM DANIŞMANLARI BİRLİĞİ OLUŞTURULMASI.....	49
KAYNAKÇA.....	50

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AFT	: Seri: V, No: 46 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”
AIMR	: Association for Investment Management and Research (Yatırım Yöneticileri ve Araştırmacıları Birliği)
BK	: Borçlar Kanunu
Bkz.	: bakınız
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MK	: Medeni Kanun
PYT	: Seri:V, No:59 sayılı“Portföy Yöneticiliğine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”
SEC	: United States Securities and Exchange Commission
SPKn.	: Sermaye Piyasası Kanunu
Takasbank	: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
vb.	: ve benzeri
vs.	: ve saire

I. GİRİŞ

Sermaye piyasasının giderek derinleşmesi ile, portföy yöneticiliği faaliyetinin de önemi artmaktadır. Ülkemizde de gitgide ağırlık kazanmaya başlayan ve gerek bireysel gerek kurumsal yatırımcıların portföylerinin profesyonel olarak yönetilmesi faaliyetini konu edinen portföy yönetim sözleşmesinin kanunla düzenlenmeyen bir isimsiz sözleşme olması bakımından, sözleşmeye uygulanacak olan hükümlerin belirlenmesi için sözleşmenin hukuki niteliğinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Portföy yönetim sözleşmesi yatırımcılar bakımından malvarlıksal kayıp riskini bünyesinde barındıran bir faaliyetin icrasına temel teşkil ettiğinden, yatırımcı haklarının korunma düzeyi büyük ölçüde yetkili kurumların tabi oldukları hukuki sorumluluk kavramının içeriğine bağlıdır. Bu çerçevede, yetkili kurumların hukuki sorumluluklarının en temel kaynağını oluşturan portföy yönetim sözleşmesi ve sözleşmeye aykırılık kavramlarının hangi sebeplerle ortaya çıkabileceğinin tespiti son derece önemlidir. Vekalet kökenli bir sözleşme olan portföy yönetim sözleşmesinde, sözleşmeye aykırılık büyük ölçüde yetkili kurumun göstermesi gerekli özeni göstermemesinden kaynaklanmaktadır. Özen yükümlülüğünün ihlalinde ise en temel nedenin yetkili kurumların yaşadığı çıkar çatışmaları olduğu gözlemlenmektedir.

Bu çerçevede, portföy yönetimi ile ilgili temel kavramların incelendiği ilk bölümün ardından çalışmanın *ikinci bölümünde* portföy yöneticiliği faaliyeti ile ilgili başlıca kavramlara yer verilmiştir. *Üçüncü bölümde*, portföy yöneticiliği faaliyetinin yürütülmesinde esas olan portföy yönetim sözleşmesinin tarafları, Çalışmanın *dördüncü bölümünde*, yatırımcı haklarının belirlenmesi gerekliliğinden hareketle sözleşmenin hukuki niteliğinin belirlenmesi yapılmış; bu kapsamda sözleşmeye dahil olan saklama ve alım-satıma aracılık edimlerinin sözleşmeye dahil olmaları kıstasından hareket edilmek suretiyle konu irdelenmiştir. *Beşinci bölümde* portföy yöneticiliği faaliyetinin yürütülmesinden ötürü yetkili kurumların tabi olacakları hukuki sorumluluk halleri incelenmiş olup, bu kapsamda yetkili kurumların BK md. 100 uyarınca, sözleşme görüşmelerindeki güven ilkesi ve sözleşmeye aykırılık uyarınca gündeme gelecek olan hukuki sorumluluklarına değinilmiştir. Ayrıca, sözleşmeye aykırılık kavramına dâhil olarak, yetkili kurumların karşılaşılabilecekleri

potansiyel çıkar çatışmalarının neler olabileceği ve konuya ilişkin güncel yurt dışı yaklaşımları üzerinde de durulmaktadır. Çalışmanın *altıncı ve son bölümünde* ise, portföy yönetim sözleşmesinin halen bir kanun kapsamında düzenlenmemesine, yatırımcı hakları bakımından saklamanın kendileri adına yapılmasının önemine, sözleşmeye aykırılık kavramı kapsamında çıkar çatışmalarının açıkça belirlenmesi gereğine ve portföy yöneticiliği faaliyetinin daha etkin şekilde yürütülmesi bakımından yapılması gerektiği düşünülen düzenleme önerilerine yer verilmektedir.

II. PORTFÖY YÖNETİMİ İLE İLGİLİ BAŞLICA KAVRAMLAR

2.1. 'Portföy' ve 'Portföy Yönetimi' Kavramları

Sermaye piyasaları, fon fazlası olanlar ile fon açığı bulunan ve birtakım yatırım projelerini gerçekleştirmek isteyen tarafları bir araya getiren piyasalardır. Sermaye piyasalarının tasarrufları yatırımlara yönlendirme işlevini barındırmasından ötürü, ekonomik kalkınmayı ve büyümeyi hızlandırıcı bir işlevi bulunmaktadır. Tasarruf sahiplerinin birikimlerini sermaye piyasalarında değerlendirmeye başlamaları ile birlikte, 'portföy' ve 'portföy yönetimi' kavramları tartışılmaya başlanmış ve bunlara ilişkin esasların belirlenmesi de önem kazanmıştır. Kişilerin malvarlıksal değerlerine dahil olan birikimlerinin yönetilmesini ifade eden portföy yöneticiliği faaliyeti, malvarlıksal kayıp riskini de içerdiğinden bu faaliyete ilişkin esasların belirlenmesinde yatırımcıların menfaatlerini üst planda tutan bir anlayışın benimsenmesi büyük önem taşımaktadır.

Zira yatırımcı kavramı sermaye piyasasının vazgeçilmez öğelerinden biri ve sermaye piyasalarının varlık nedeni olup, sermaye piyasası araçlarını gerek ihraç edenler, gerek bunların yönetiminde rol oynayan kurumlar, gerekse bunların alım satımına aracılık edenler, varlıklarını ve faaliyetlerini yatırımcının varlığı ile koruyabilirler. Bu sebeple, güvene dayalı sermaye piyasalarında nispeten güçlü konumda bulunan fon talep edenler, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan kurumlar yanında, özellikle bireysel yatırımcının sermaye piyasasına olan güveninin korunması ve onun menfaatlerinin azami ölçüde gözetilmesini öngören bir yaklaşımın benimsenmesi hayati derecede önemlidir (Tanör. 1999:136-139).

Malvarlıksal bir değer olan 'portföy', kişinin malvarlığının belirli bir bölümünü oluşturmakta olup, en genel anlamıyla, bir yatırımcının sahip olduğu menkul kıymetlerin listesini ifade etmektedir. Kelime olarak 'cüzdan' anlamına gelen 'portföy', çeşitli menkul kıymetlerden meydana gelen, ağırlıklı olarak hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlerden ve türev ürünlerden oluşan, belirli kişi veya grubun elinde bulunan finansal nitelikteki kıymetler olarak tanımlanabilir (Ceylan, Korkmaz. 1998:1). Menkul kıymetler açısından ise 'portföy', menkul kıymetlerden

oluşan bir topluluğu ifade etmektedir. Kısaca, ‘portföy’ kavramı, sahip olunan varlıkların ister aynı ister farklı özelliğe sahip en az iki kıymete yatırılması sonucu oluşan toplam değer ve kendine özgü ölçülebilir nitelikleri olan yeni bir varlıktır (İskender. 1999:1). Yatırımcının bir kişi veya bir kurum olabildiği portföy yönetiminde, portföyün içeriğini oluşturan menkul kıymetlere yatırım da belirli amaçların gerçekleştirilmesi için yapılmaktadır. Malvarlığına dahil olan belirli bir listeyi ifade eden portföyün yönetimi bir malvarlığı yönetimi niteliği taşımakta olup, bunu konu alan portföy yönetimi sözleşmesi de bir malvarlığı yönetim sözleşmesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Portföy yönetimi, yatırımcının amaçlarını gerçekleştirmek üzere yaptığı girişimlerin tümünü kapsamaktadır. Bir başka deyişle, yatırımcının sahip olduğu toplam menkul kıymetlerin seçimi ve her birinden ne miktarda portföye dahil edileceği konusundaki teknik ve yöntemler bütünü ‘portföy yönetimi’ kavramını ifade etmektedir (Ceylan, Korkmaz. 1998:1)

Portföy yönetiminin amacı, yatırımcıların ihtiyaçlarının tespit edilip, buna göre yatırımcı portföyüne birtakım menkul kıymetlerin alınması ve yine yatırımcı amaçlarına uygun olarak portföyün yönetilmesidir. Yatırımcı, portföy yönetimi faaliyetine başlamadan önce risk tercihlerini belirler ve yatırımcının ihtiyaçları buna göre tespit edilir. Ortaya çıkan risk tercihinine göre portföy yöneticisi, yatırımcının kârlılığını maksimum yapmaya çalışır. Yatırımcının portföy oluşturmadaki amacı ya belli bir risk düzeyinde elde edilebilecek maksimum getiriye sağlamak ya da belli bir kârlılık doğrultusunda bu amacı gerçekleştirmeye yönelik en iyi portföyü oluşturmaktır. Yapılan incelemeler sonucunda, özellikle bireysel yatırımcıların genellikle riskten kaçınan bir tutum içerisinde oldukları ortaya çıkmaktadır. İşte bu nedenle, yatırımcılar portföy oluştururken çeşitlendirmeye başvurumaktadırlar (Korkmaz. 1992:133).

Ekonomik gelişmeler ile yakın bir paralellik içerisinde seyreden sermaye piyasalarında, yatırımcının bireysel olarak kendi portföyünü yönetmesi ve bundan ihtiyaçlarına uygun bir sonuca ulaşması güçlükler arz etmektedir. Bu sebeple, yatırımcıların gün geçtikçe portföylerinin yönetimi konusunda uzman kadrolardan destek alma yolunu tercih etmeye başladıkları görülmektedir. Bir portföyden hangi

kıymetlerin ne zaman satılacağı ve yerlerine hangi kıymetlerin ne zaman alınacağına ilişkin kararları vermek, Toksoy (1992:1), Korkmaz ve Ceylan (1998:8) tarafından da belirtildiği gibi, uzmanlık istediği kadar sorumluluk da gerektiren bir faaliyettir.

2.2. Portföy Yönetimine Konu Olan Portföy

Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.) ile öngörülen sistem içerisinde, bireysel portföy yönetimini ifade eden portföy yöneticiliği faaliyetine konu olan portföy, ancak sermaye piyasası araçlarından oluşabilecektir. SPKn'nun 3. maddesi uyarınca, portföy yöneticiliği faaliyetinin konusunu menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları teşkil etmekte olup, diğer sermaye piyasası araçları ise menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurul'ca belirlenen evraktır. Aynı hüküm uyarınca, nükut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları diğer sermaye piyasası araçları sınıfından müstesna tutulmuşlardır.

Kolektif portföy yönetimini ifade eden portföy işletmeciliğinde ise farklı bir düzenlemeye gidilerek SPKn'nun yatırım ortaklıklarına ilişkin 35. maddesi ile yatırım fonlarına ilişkin 37. maddelerinde, portföy işletmeciliği faaliyetinin konusunu oluşturabilecek yatırım araçları sermaye piyasası araçlarının yanında gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler olarak belirlenmiştir. Böylece portföy yönetimi faaliyetinin iki görünüm biçimi olan portföy yöneticiliği ile portföy işletmeciliğinde faaliyete konu teşkil edecek portföy kavramlarının farklılaştığı görülmektedir. Kurul tarafından Kanun hükmü ile yaratılan farklılaşma Tebliğ düzenlenmeleri ve bu düzenlemelerin birbiri ile uyumlaştırılması yolu ile giderilmeye çalışılmıştır.

Kurul'un portföy yöneticiliğine ilişkin temel düzenlemesi olan "Portföy Yöneticiliğine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" (PYT)'in önceki hali olan Seri: V, No: 29 sayılı Tebliğ'den farklı olarak, Tebliğ'in son düzenleme şekli olan Seri: V, No: 59 sayılı Tebliğ ile getirilen önemli değişikliklerden biri, portföy yönetimine konu varlıkların kapsamına ilişkindir. Her iki portföy yönetimi faaliyeti arasındaki kapsam farklılığından kaynaklanan çelişkinin¹ giderilmesi amacıyla, Tebliğ'de

¹ Anılan çelişki doktrinsel temelde de bazı yazarların dikkatini çekmiştir. Bkz. Develioğlu. 2001:4; Karakaş. 2000:9. Yazarlara göre, bireysel portföy yönetiminin konusunu yalnızca sermaye piyasası araçlarının; kolektif portföy yönetiminin konusunun ise sermaye piyasası araçlarının yanında

yapılan değişiklikle, portföy yönetimine konu varlıkların kapsamı genişletilmiş² ve sermaye piyasası araçlarının yanı sıra, para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve opsiyonlar, nakit, döviz ve mevduat ile Kurul'ca uygun görülen diğer varlıklar da portföy yönetimine konu finansal varlıklar olarak belirlenmiştir.

III. PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİNİN TARAFLARI, KONUSU, UNSURLARI VE KURULUŞU

3.1. Portföy Yönetim Sözleşmesinin Tarafları

3.1.1. Portföy Yönetimi Hizmetini Sunan Taraf

PYT'nin portföy yönetim şirketi, portföy yöneticiliği faaliyeti ve bu faaliyette bulunabilecek kurumlara ilişkin esaslarını düzenleyen ikinci bölümünde yer alan 'Portföy yönetim şirketi ve portföy yöneticiliği' başlıklı 4. maddesinin açık hükmü uyarınca, ülkemizde portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunabilecek olanlar, bir başka deyişle portföy yönetim sözleşmesinde portföy yöneticiliği hizmetini sunacak olan tarafı oluşturanlar, portföy yönetim şirketleri, aracı kurumlar ve mevduat kabul etmeyen bankalardır.

3.1.1.A. Portföy Yönetim Şirketleri

PYT'nin 4. maddesinin birinci fıkrası uyarınca, portföy yönetim şirketleri, portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmak üzere SPKn'da ve bu Tebliğ'de belirtilen şartları yerine getirerek Kurul'dan yetki belgesi almış olan şirketlerdir. Anılan maddenin son fıkrasıyla, portföy yönetim şirketlerine Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve birçok Avrupa ülkesi uygulamasında olduğu gibi, Kurul'dan yetki belgesi almak koşuluyla yatırım danışmanlığı faaliyetinde de bulunma ve yatırım danışmanlığı kapsamında faaliyette bulunulabilecek alanlarda vekil sıfatıyla müşterisini temsil etme imkanı getirilmiştir.

Portföy yönetim şirketlerinin sayısı, emeklilik yatırım fonlarının portföylerinin sadece portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilebileceğine ilişkin

gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerin de oluşturabileceği sonucuna varılmaktadır. Bu yargı, yazarların çalışmalarının PYT'nin son hale gelmesinden, bir başka deyişle Seri: V, No: 59 sayılı Tebliğ'in yayımlanmasından önceki döneme ilişkin olmalarından ötürü doğrudur.

² http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basinaciklamalari/BasinBulteni21012003_2.html (14.10.2005)

düzenleme³ sonucunda hızla artış göstermiştir. 2002 yılı sonu itibariyle Türk sermaye piyasasında faaliyet gösteren 20 adet portföy yönetim şirketi bulunmaktaydı⁴. 2003 yılı sonu itibariyle bu sayı 21'e yükselmiş olup⁵, çalışmamızın hazırlandığı tarih itibariyle ise 19 tanedir⁶. 2005 yılı itibariyle mevcut 19 adet portföy yönetim şirketinin 5 tanesi ayrıca Kurul'dan yatırım danışmanlığı yetki belgesi de almış olup, portföy yöneticiliği yanında yatırım danışmanlığı hizmeti de vermektedir.

3.1.1.B. Aracı Kurumlar

Daha önce de değinildiği üzere, portföy yöneticiliği faaliyeti PYT uyarınca portföy yönetim şirketlerinin yanı sıra aracı kurumlarca da yerine getirilen bir faaliyettir. Dolayısıyla portföy yönetim sözleşmesinin taraflarından birini aracı kurumlar da teşkil edebilecektir. SPKn'nun 3. maddesinin (i) bendi ile, aracı kurumlar, bankalarla birlikte aracı kuruluşlar olarak belirlenmiştir. Ayrıca, SPKn.'nun 30. maddesi kapsamında aracılık faaliyetinin tanımı yapılmış ve kapsamı belirtilmiştir. Bu madde uyarınca aracılık, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır.

SPKn'nun 34. maddesi ile, aracı kurum ve bankaların faaliyet şartları düzenlenmiş olup, maddenin birinci fıkrası, aracı kurumların temel faaliyet konuları olan aracılık faaliyetinden hariç diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde de bulunabilmelerinin yasal dayanağını oluşturmaktadır. Öte yandan Kurul'un aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin temel düzenlemesi olan "Aracılık Faaliyetleri

³ Anılan düzenleme 28.02.2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik" in "Fon Portföyünün Yönetimi" başlıklı 19. maddesinde düzenlenmiş olup, anılan maddeye göre, fon portföyü portföy yöneticileri tarafından yönetilecektir. Portföy yöneticisi kavramına ise yönetmeliğin "Tanımlar" başlıklı 4. maddesinde tanım getirilmiştir. Buna göre portföy yöneticisi, portföy yöneticiliğine uygun görülen portföy yönetim şirketini ifade etmektedir.

⁴ 05.06.2003 tarihli 2002 yılı Sermaye Piyasası Kurulu Faaliyet Raporu, s. 55. Anılan faaliyet raporuna göre, bu şirketlerce yönetilen portföyün % 2'si bireysel bazda, % 96'sı kurumsal bazda olup, % 2'si de tüzel kişi bazında yönetilmektedir.

⁵ 02.08.2003 tarihli 2003 yılı Sermaye Piyasası Kurulu Faaliyet Raporu, s. 49. Anılan faaliyet raporuna göre, bu şirketlerce yönetilen portföyün % 1'i bireysel bazda, % 96'sı kurumsal bazda olup, % 3'ü de tüzel kişi bazındadır. Bu gelişme ABD Doları bazında değerlendirildiğinde, 2002 yılına göre portföy büyüklüğünün % 260.8 oranında artarak 3,531 milyon ABD dolarından 12,741 milyon ABD dolarına yükseldiği görülmektedir.

⁶ <http://www.spk.gov.tr/kyd/pys/tumpysmevcut yetkiler/asp>, (07.04.2005)

ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”(AFT)’in 4. maddesi kapsamında da, aracı kurumların portföy yöneticiliği faaliyetinde de bulunabilecekleri düzenlenmiştir.

Portföy yöneticiliği faaliyetinin aracı kurumlarca da yürütülebilmesine karşın, anılan faaliyeti alım satıma aracılık faaliyetinin yürütülmesi esnasında verilen hizmetlerden de ayırdetmek gerekmektedir. Nitekim PYT’nin portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunabilecek olan yetkili kurumları düzenleyen 4. maddesinin üçüncü fıkrasında da anılan duruma değinilmiştir. Maddede, alım satıma aracılık faaliyetinin yürütülmesi sırasında, bu faaliyetin içeriği ile ilgili olarak süreklilik arz etmeksizin verilen hizmetlerin portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında olmadığı açıkça belirtilmiştir.

Bu noktada, aracı kurumların alım satıma aracılık faaliyetinden hariç olarak belirli bir müşteriye portföy yönetimi hizmeti vermek istemeleri halinde, müşteri ile portföy yönetim sözleşmesi imzalamaları gereği de ortaya çıkmaktadır. Zira, maddede de açıkça değinildiği üzere, alım satıma aracılıktan farklı olarak portföy yönetimi süreklilik içeren bir faaliyettir ve Tebliğ hükmü uyarınca mutlaka müşteri ile imzalanacak bir portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yürütülmesi gerekmektedir⁷.

Çalışmamızın hazırlanma tarihi itibariyle 58 adet aracı kurum⁸ Kurul’dan yetki belgesi almak suretiyle portföy yöneticiliği faaliyetini yürütmektedir.

3.1.1.C. Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar

Portföy yönetim sözleşmesinin tarafını teşkil edebilecek olan bir diğer yetkili kurum da mevduat kabul etmeyen bankalardır. SPKn’nun 34. maddesi ile aracı kuruluşlar kapsamına alınan bankalar hakkında SPK’nun AFT’de de birtakım

⁷ Portföy yöneticiliği faaliyetini alım satıma aracılıktan ayıran birtakım özellikleri bulunmaktadır. Kısaca değinmek gerekirse, alım satıma aracılık faaliyetinde, aracı kurum tamamen müşterinin emir ve direktifleri doğrultusunda hareket etmekte, bir başka deyişle sevk ve idare tamamen müşteride bulunmaktadır. Öte yandan, portföy yönetiminde, müşteri “portföye (x) yatırım aracından almayın” gibi genel bir takım talimatlar verebilmekle birlikte, genel stratejinin belirlenmesi ve risk-getiri hesaplaması yetkili kurum tarafından yapılmaktadır. Müşteri tarafından bu vb. talimatlar yatırımcı olarak genel risk tercihlerinin yöneticiye belirtilmesi esnasında ve genellikle portföy yönetim sözleşmesinin taraflar arasında akdedilmesi aşamasında gündeme gelmekte olup, müşterinin portföy yönetiminin her anında alım satıma aracılık faaliyetinde müşterinin aracı kurum görevlisine ilettiği gibi emir ve talimatlarını iletmesi şeklinde ortaya çıkmamaktadır.

düzenlemeler mevcuttur. Bu kapsamda, anılan Tebliğ'in 5. maddesinin ikinci fıkrasında, mevduat kabul etmeyen bankaların portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunabilecekleri belirtilmektedir. Çalışmamızın hazırlanma tarihi itibarıyla, 2 adet yatırım ve kalkınma bankası⁹ portföy yöneticiliği yetki belgesine sahiptir.

3.1.2. Portföy Yönetimi Hizmetini Talep Eden Taraf: Yatırımcı

Bilindiği gibi, portföy yönetim sözleşmesinde yetkili kurumun karşısında ya bir bireysel ya da bir kurumsal yatırımcı bulunmaktadır¹⁰. Öte yandan, yatırımcı, yetkili kurum karşısında müşteri olarak yer almakta ve tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirdiği için de tasarruf sahibi olarak nitelendirilmektedir.

Yatırımcı kavramının niteliği, portföy yönetiminin içeriğini ve yetkili kurumun sunacağı portföy yönetimi hizmetinin sunulmuş biçimini yakından etkilemektedir. Yatırımcının bireysel veya kurumsal yatırımcı oluşu, bu çerçevede risk kavramına yaklaşımları ve risk tercihleri, portföy yönetim faaliyeti ile ilgili bilgi düzeyleri ve sözleşmenin ifa edilmesine katılım yoğunlukları her portföy yönetim sözleşmesinin içeriğine göre değişmektedir¹¹.

3.2. Portföy Yönetim Sözleşmesinin Unsurları, Konusu ve Kuruluşu

3.2.1. Genel Olarak

Portföy yönetim sözleşmesi herhangi bir kanunda düzenlenmemiş olan isimsiz bir sözleşmedir. Bir faaliyet olarak portföy yöneticiliği SPKn. kapsamında düzenlenmiş olup, faaliyetin yürütülmesi esnasında düzenlenmesi zorunlu olan portföy yönetim sözleşmesi ise PYT'de öngörülmüştür.

PYT'nin 16. maddesinin ilk fıkrasında, yetkili kurumun müşterileri ile sunduğu faaliyete ilişkin olarak Kurul'ca belirlenecek standartlara uygun bir yazılı

⁸ Bkz. http://www.spk.gov.tr/afd/akmevcutyetkiler_tüm.asp (10.07.2005)

⁹ Bkz. <http://www.spk.gov.tr/afd/index/html?tur=> (10.07.2005)

¹⁰ Yetkili kurumdan portföyünün yönetilmesi talebinde bulunan yatırımcının bireysel ya da kurumsal olması mümkündür. Bu çerçevede kurumsal yatırımcı kavramına yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının yanı sıra, şirketler, sosyal güvenlik kuruluşları vs. de dâhildir.

¹¹ Zaten portföy yönetim hizmetini sunacak olan yetkili kurumların da hazırladıkları ve Kurul'ca onaylanan çerçeve portföy yönetim sözleşmelerinde bireysel ve kurumsal yatırımcılar bakımından farklılaşmaya gittikleri gözlemlenmektedir. Bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından gerçekleştirilecek olan portföy yönetimi stratejilerinin ve yatırımcı beklentilerinin farklı olması nedeniyle yetkili kurumlarca da tercih edilen bu yaklaşım yerindedir.

sözleşme düzenlenmesinin zorunlu olduğu düzenlenmiştir. Maddedeki düzenleniş biçiminden, anılan yazılı şekil zorunluluğunun bir ispat şartı değil, bir geçerlilik şartı olarak ön görüldüğü anlaşılmakta olup, bu durumun, bir başka deyişle yazılı şekil zorunluluğunun bir Tebliğ hükmü ile getirilmesi, Borçlar Kanunu (BK)'nın temel prensiplerinden olan sözleşme özgürlüğü ve yine bu kapsamdaki şekil özgürlüğü ile çelişen bir düzenleme olarak değerlendirilmekte ve doktrinde eleştirilmektedir (Sümer. 1998:525; Karakaş. 2000:29).

BK'nin 11. maddesinde, kanunda sarahat olmadıkça akdin sıhhatinin hiçbir şekle tabi olmadığı düzenlenmiştir. Buna göre, sözleşmenin kurulmasında kural olarak şekil serbestisi esas olup, bu serbesti ancak bir Kanun ile sınırlandırılabilir. BK md.16'da ise, sözleşmenin iki tarafının, kanunen özel bir şekle tabi tutulmayan bir sözleşmenin geçerliliğini için bu sözleşmenin özel bir şekilde yapılmasını kararlaştırmaları halinde, sözleşmenin bu kararlaştırılan şekilde yapılmaması halinde tarafları bağlamayacağı hükme bağlanmıştır. Bu durumda, BK düzenlemesine göre, şekil zorunluluğu yalnız kanunla veya tarafların iradeleriyle öngörülebilir. Bunun örf ve adet hukuku veya hâkimin yarattığı hukuk ile ön görülmesi mümkün olmayıp, kanun koyucu eğer açık bir yetki vermemişse tüzük veya yönetmelikle de getirilmesi söz konusu olamaz (Eren. 1998:247).

Doktrinde eleştirilen bu durum, uygulamada anılan Tebliğ hükümlerinin sözleşmenin bir parçası haline getirilmesi suretiyle, bir başka deyişle Tebliğ hükümlerinin (yazılı şekil zorunluluğuna ilişkin Tebliğ hükmü de dâhil olmak üzere) taraf iradesi haline getirilmesi ve BK md. 16'da ön görülen durumun yaratılmasıyla aşılmaktadır. Uygulamada, taraflar arasında portföy yönetim sözleşmesinin imzalanması aşamasında, Kurul'un yetkili kurumlar bakımından ön gördüğü portföy yönetimine ilişkin çerçeve sözleşmelerin PYT hükümlerine aykırı olamayacağına ilişkin şartları içermesi suretiyle, Tebliğ hükümleri taraflar arası sözleşmeler hukukunun bir parçası haline gelmektedir¹².

Her ne kadar uygulamada sorun, Tebliğ hükümlerinin taraflar arasında imzalanan portföy yönetim sözleşmesinin bir parçası haline getirilmesi ile aşıyor

olsa da, konunun kanuni bir düzenlemeye kavuşturulmasına ihtiyaç olduğu düşünülmektedir. Zira, gerek yatırımcıların malvarlıksal değerlerinin yönetimi içerikli bir sözleşme olan portföy yönetim sözleşmesinin ekonomik yönü ve bu nedenle menfaatler dengesinin korunması gereğinin ön plana çıkması, gerek işlem güvenliğinin sağlanması açısından sözleşmenin yazılı şekle bağlanması bir zorunluluktur ve bu zorunluluğun bir kanun hükmü ile ön görülmesi normlar hiyerarşisi bakımından makul görünen çözüm yoludur.

3.2.2. Portföy Yönetim Sözleşmesinin Unsurları

Bilindiği gibi yetkili kurumlar portföy yöneticiliği hizmetini devletten aldıkları bir faaliyet iznine dayalı olarak yürütmektedirler. Kurul tarafından anılan faaliyet izninin verilmesi birtakım sıkı şartlara bağlanmıştır. Portföy yöneticiliği hizmetinin malvarlıksal kayıp riskini içermesi sebebiyle bu faaliyetin profesyoneller eliyle yürütülmesi, bu şartların ön görülmesinde ve sürekli denetlenmesindeki ana amaçlar arasında yer almaktadır. İşte portföy yöneticiliği faaliyetinin gerek devletten alınan bir faaliyet izni çerçevesinde profesyoneller eliyle yürütülmesi, gerek faaliyetin bünyesinde yatırımcıların malvarlıksal değerlerini barındırması ve bunların çoğaltılması amacını taşıması nedeniyle, bu faaliyetin yetkili kurumlarca ücret karşılığında yerine getirilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, faaliyetin yürütülebilmesinin ana koşulu olan portföy yönetim sözleşmesinin de mutlaka ‘ücret’ unsurunu içeren bir sözleşme olması gerekmektedir. Kurul tarafından da yetkili kurumlar ile yatırımcılar arasında akdedilecek olan portföy yönetim sözleşmelerinde mutlaka ücretin veya ücretin belirlenme esaslarının¹³ yer alması gerektiği belirtilmiştir. Sonuç olarak ücret, portföy yönetim sözleşmesinin esaslı unsurunu teşkil etmektedir.

Portföy yönetim sözleşmesinin bir diğer unsuru, yatırımcı portföyünün yetkili kurum tarafından ‘vekil sıfatıyla’ yönetilmesidir. PYT’nin 4. maddesinin ikinci fıkrasında da belirtildiği üzere, portföy yöneticiliği, finansal varlıklardan oluşan

¹² Kurul’un portföy yöneticiliği çerçeve sözleşmesinde bulunması gereken asgari unsurları belirlediği liste uyarınca, “Uygulanacak Hükümler” başlığı altında yukarıda değinilen içerikli hükmün yer alması zorunludur. Bkz. http://www.spk.gov.tr/kyd/pys/pys_index.html?tur=pys (07.04.2005)

¹³ Kurul’un Seri:V, No:60 sayılı Tebliği uyarınca, portföy yönetimi için yetkilendirilen kurumların performansa dayalı ücretlendirme politikaları hakkındaki esaslar tespit edilmiştir.

portföylerin, her bir müşteri adına, müşteriler ile yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir. Dolayısıyla anılan faaliyeti konu edinen portföy yönetim sözleşmesinin de bu unsuru içermesi şarttır.

Sözleşmeye özelliğini kazandıran bir diğer unsur da, portföy yönetim sözleşmesinin belirli bir sonuca yönelmeyen bir sözleşme olmasıdır. Zira, yetkili kurum tarafından portföy yönetim sözleşmesinde kesinlikle, yürütülecek olan faaliyet sonucunda belli bir miktarda kâr veya kazanç elde edileceğine ilişkin bir taahhütte bulunulamaz. Anılan husus PYT'nin 12. maddesinin birinci fıkrasının (h) bendi ile de düzenlenmiştir. Bu hükümlerle, yetkili kurumların müşterilerine portföyün önceden saptanmış belirli bir getiriyi sağlayacağına dair herhangi bir sözlü veya yazılı garanti veremeyecekleri ve ilan ve reklâmlarında bu anlama gelebilecek ifadeleri kullanamayacakları ön görülmektedir. Anılan düzenlemeden çıkan sonuç, portföy yönetim sözleşmesinin belirli bir sonucun elde edilmesine yönelik bir edim borcunu içermediğidir. Bu çerçevede, sözleşmenin konusu sonuca yönelik olmayıp, yatırımcı portföyünün basiretli bir portföy yöneticisinden beklenen özen çerçevesinde yönetilmesidir.

3.2.3. Portföy Yönetim Sözleşmesinin Konusu

PYT kapsamında ön görülen sistem ile, gerek bireysel gerek kurumsal yatırımcıların (yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları) portföyleri anılan Tebliğ hükümleri çerçevesinde yönetilebilmektedir. Bu çerçevede yetkili kurumlar ile bireysel/kurumsal yatırımcılar arasında akdedilen portföy yönetim sözleşmesinin konusunu da yatırımcıların malvarlıksal değerleri oluşturmaktadır.

PYT'nin 4. maddesi uyarınca, bu Tebliğ kapsamında yürütülecek olan portföy yöneticiliğinin konusunu finansal varlıklardan oluşan portföylerin her bir müşteri adına, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesi oluşturmaktadır. Yine anılan Tebliğ'in 3. maddesinde ise, 4. maddede belirtilen finansal varlıkların, sermaye piyasası araçları, para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve opsiyonlar, nakit, döviz, mevduat ile Kurul'ca uygun görülen diğer varlık ve işlemler olduğu hükme

bağlanmıştır. Anılan maddelerin birlikte değerlendirilmesinden, portföy yönetim sözleşmesinin konusunu sermaye ve para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler, opsiyonlar, nakit, döviz, mevduat ile Kurul’ca uygun görülen diğer varlık ve işlemlerin oluşturacağı sonucu ortaya çıkmaktadır.

3.2.4. Portföy Yönetim Sözleşmesinin Kuruluşu

Gerek bireysel gerek kurumsal yatırımcılar ile yetkili kurumlar arasında akdedilen portföy yönetim sözleşmesinin kuruluşuna ilişkin olarak, sözleşmenin genel olarak bir vekalet akdi özelliğini taşıması bakımından, sözleşmenin kuruluşuna ilişkin BK md. 1 ve BK md. 387 hükümleri uygulama alanı bulacaktır. BK md. 387 hükmüne göre, vekilin resmi bir sığata sahip olduğu veya mesleğinin icrasına girdiği veya hizmetlerini aleni olarak arz ettiği durumda, vekâlet hemen reddedilmediği takdirde, vekil vekâleti kabul etmiş sayılacaktır. PYT’ne göre portföy yöneticiliği yapabilecek olan yetkili kurumlar da faaliyetlerini devletten aldıkları bir faaliyet iznine dayalı olarak icra ettiklerinden, anılan hüküm yetkili kurumlar bakımından zımni kabulün söz konusu olmasına neden olacaktır (Karakaş. 2000:27).

Öte yandan uygulamada, yetkili kurumlarca hazırlanan portföy yönetim sözleşmeleri taslağı, yetkili kurumun Kurul’a yaptığı faaliyete geçme izin başvurusu esnasında Kurul’ca hukuka ve sermaye piyasası mevzuatına uygunluk yönünden denetlendiğinden ve yetkili kuruma faaliyet izninin verilmesinde esas alınan hususlardan birini de hukuka ve sermaye piyasası mevzuatına uygun bir portföy yönetim sözleşmesinin sunulmuş olması teşkil ettiğinden ve sözleşmelerin iltihaki nitelik taşıyan birer standart sözleşme olmalarından ötürü (Kaplan. 1996:248, 249), yetkili kurum açısından bir zımnî kabulün ortaya çıkmadığı gözlemlenmektedir. Zira anılan sözleşmeler yetkili kurumca standart olarak hazırlanıp müşterinin imzasına sunulmakta ve müşteri tarafından imzalanmakla kurulmuş olmaktadır.

Portföy yönetim sözleşmesinin yatırımcının zımnî kabulü ile kurulması durumu ancak, sözleşmenin karşı tarafını teşkil eden yetkili kurumun bir aracı kurum olması halinde önem taşımaktadır. Yetkili kurumun bir aracı kurum olması ihtimalinde, müşterinin önceden bu aracı kurumda bir hesabının olduğu ve aracı kurumca zaten müşteri hesabına alım satım işlemlerinin yapıldığı durumlarda, aracı

kurumun alım satıma aracılık faaliyetinin sınırlarını aşarak müşteriden talimat veya teyit almaksızın müşteri hesabına alım satıma aracılıktan öte şekilde işlemler yapması halinde, müşterinin bu işlemlere itiraz etmeyip susması durumunda taraflar arasında çıkacak olan bir uyuşmazlıkta, müşterinin zımnî kabulünün söz konusu olduğuna ve taraflar arasında portföy yönetim sözleşmesinin zımnen kurulduğuna hükmedilebilecektir¹⁴.

IV. PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ

4.1. Genel Olarak

Portföy yönetim sözleşmesinin hukukî niteliği, bu ilişkiye katılan tarafların kimler olduğu ve bunlarca sunulan edimlerin sözleşmeye dahil oluşları ile farklılaşma göstermekte olup, bu farklılaşma temel olarak hizmetin bir portföy yönetimi şirketi ya da bir aracı kurum tarafından icra edilmesi haline dayalı olarak ortaya çıkmaktadır. Zira, portföy yöneticiliği hizmetinin bir portföy yönetim şirketi tarafından icra edilmesi durumunda, portföy yönetim sözleşmesine Tebliğ gereği bir aracı kurumdan alınan alım-satıma aracılık hizmetine ilişkin edim de dahil olmakta, ancak bu hizmetin bir aracı kurum tarafından icra edilmesi halinde, aracı kurum hem portföy yöneticiliği hizmetini hem de alım satıma aracılık hizmetini kendi bünyesinde vermektedir.

4.2. Saklama Edimi Bakımından

4.2.1. Yetkili Kurumla Takasbank Arasındaki Hukuki İlişki

Portföy yönetimi sözleşmesinin konusunu oluşturan sermaye piyasası araçlarının merkezi yöntemle saklanmaları, sermaye piyasasının temel taşlarından birini oluşturmaktadır. Yatırımcılar açısından saklamada bu yöntemin kullanılması, yatırım yapılan menkul kıymetlerin çeşitli risklere karşı sigortalanmış bir şekilde, sistemde güvenli olarak saklanması, saklamanın saklama üyesi olan kuruluşlar adına yapılmasında, saklama hesaplarının fiziken izlenmesi, menkul kıymet getirilerinin

¹⁴ Ancak bu noktada, anılan durumun aracı kurumun PYT gereği müşterisiyle yazılı bir portföy yönetim sözleşmesi akdetmeksizin portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmasından ötürü cezai sorumluluğunu (SPKn. md. 47/A uyarınca idari para cezası) doğuracağı hususu da gözden kaçırılmamalıdır.

saklama kuruluşunca hızlı ve güvenli bir şekilde tahsil edilmesi gibi avantajları bünyesinde barındırmaktadır (Manavgat. 1996:129).

Türk sermaye piyasasında, Takasbank nezdinde merkezi saklama sistemine geçildikten sonra, menkul kıymetlerin kaydî olarak izlenmesine olanak veren yasal süreç de başlamış olup, tam olarak kaydî sisteme geçildikten sonraki süreç için artık menkul kıymetlerin saklanması ile ilgili fiili sorunların boyut değiştirip kaydî değer sistemiyle ilgili tartışmalara yerini bırakacağı şüphesizdir.

PYT'nin "Müşteri Varlıklarının Saklanması" başlığını taşıyan 17. maddesinin Seri: V, No: 75 sayılı Tebliğ ile değişik birinci fıkrası uyarınca, yetkili kurumlar, müşteriye ait varlıkları kendi uhdelerinde ve diğer kurumlardaki kendi hesaplarında tutamayacaklar ve kendi aktifleri ile ilişkilendiremeyeceklerdir. Anılan hükümle portföy saklama kuruluşlarından hizmet alınan durumlar da düzenlenmiş olup, PYT'nin bu kuruluşları düzenleyen 18. maddesi gereği, bu kuruluşlar Takasbank'ın saklama hizmeti sunduğu varlıkları Takasbank nezdinde izlemek zorundadırlar. Görüldüğü gibi her durumda, Takasbank saklama hizmetinin verilmesi konusunda portföy yönetimi ilişkisine dahil olmaktadır. Bu çerçevede, önce Takasbank tarafından yetkili kurumlara sunulan saklama hizmetinin niteliği, daha sonra ise Takasbank'ın yetkili kurum ve yatırımcı karşısındaki durumu üzerinde durmak gerekmektedir.

4.2.1.A. Takasbank Tarafından Sunulan Saklama Hizmetinin Hukuki Niteliği

Takasbank tarafından sunulan hizmet, portföy yönetim sözleşmesinde yönetilmek üzere yetkili kuruma teslim edilmiş bulunan sermaye piyasası araçlarının saklanmasına ilişkindir. Saklama sözleşmesinin hukukî niteliğine ilişkin olarak ise, BK'nun "vedia" başlığını taşıyan on dokuzuncu babında yer alan 463-477. maddeler uygulama alanı bulmaktadır. Bu çerçevede, Takasbank tarafından sunulan saklama hizmetinin de, bu maddeler arasında yer alan adi vedia, usulsüz tevdi ve ardiye sözleşmesine ilişkin hükümler bakımından değerlendirmesinin yapılması gerekmektedir.

Ancak bu noktada, saklamaya ilişkin hangi tip söz konusu olursa olsun, Takasbank tarafından yetkili kuruma sunulan hizmetin niteliğinin sadece saklama

edimini değil, saklamaya konu olan sermaye piyasası araçlarından doğan hakların kullanımını ve takas işlemlerinin de yapılması gibi vekâlet akdine ilişkin unsurları da içeren bir hizmet olacağı hususunu da belirtmek gerekmektedir. Bu nedenle, yetkili kurum ile Takasbank arasında akdedilen saklama sözleşmesinin niteliği, hem saklama hem vekâlet akdinin unsurlarını içeren bir karma akit şeklinde ortaya çıkacaktır (Manavgat. 1996:131).

Öncelikle Takasbank tarafından sunulan hizmetin niteliğinin bir adi vedia olup olmadığı incelenmelidir. Zira anılan kurum diğerlerinden, saklayanın iade borcunun mislen değil aynen olmasını gerektirmesi yönünden ayrılmaktadır. Bu bakımdan bir değerlendirme yapılacak olursa, merkezi saklamada Takasbank tarafından kullanılan saklama yönteminin, sermaye piyasalarının ulaştığı gelişmişlik seviyesi ve güncel ihtiyaçları göz önünde bulundurulduğunda, adi vedia tipindeki aynen iade zorunluluğundan ötürü, Takasbank tarafından icra edilen hizmet için uygulanmasının mümkün olmadığı rahatlıkla söylenebilecektir. Zira, adi vedia hükümlerinin uygulanabilmesi için, menkul kıymetlerin müşteri hesabına mislen değil, aynen iade edilmesi gerekmekte olup, her gün çok sayıda menkul kıymetin el değiştirdiği bir piyasada, her bir menkul kıymetin müşterilerine göre, seri numarası bazında ayrılıp aynen saklanmasına imkan bulunmamaktadır (Manavgat. 1996:132; Karakaş. 2000:47).

Misli eşyanın, tevdi olunan kişi veya kuruluşça aynen değil ve fakat mislen iadesinin taraflarca açıkça veya zımnen kararlaştırıldığı durumlarda usulsüz tevdi den söz edilebilecektir. Anılan kurumun menkul kıymet saklama sözleşmeleri bakımından ayırıcı özelliği, saklayana saklama konusu şeyi aynen değil, mislen iade etme hakkını tanınmasıdır. Mislen iade kavramı, sermaye piyasasında saklama sisteminin işletilmesi için zorunlu bir özelliktir. Öte yandan, Takasbank'ın müşterileri ile yaptığı saklama sözleşmelerinde de mislen iade hususunun açıkça düzenlendiği görülmektedir.

Saklamanın usulsüz tevdi hükümleri uyarınca yapılmasının en önemli sonuçlarından biri de, BK md. 472/f.I hükmü uyarınca, saklanan şeyin mülkiyetinin saklayana geçmesi hususudur. Ancak anılan husus Takasbank tarafından sunulan saklama hizmeti kapsamında değerlendirilecek olursa, gerek saklayan gerekse

saklatan açısından bir takım olumsuz sonuçlara neden olabilecektir. Saklayan açısından anılan olumsuz durum, BK md. 472/f.I hükmü uyarınca, saklayanın saklanan şey üzerinde malik olacak olmasından ötürü, mücbir sebeplerden doğan hasarın dahi saklayan üzerinde kalmasına sonuç verecek olması nedeniyle ortaya çıkacaktır. Saklatan bakımından ise olumsuzluk, yine mülkiyetin saklayana geçmiş olması sebebiyle gündeme gelecektir. Zira bu ilişkide saklama konusu şeyin mülkiyeti saklayana geçtiğinden, saklatanın bu şey üzerinde sadece saklayıcıya karşı nispi bir hakkı söz konusu olacak ve istihkak hakkı bulunmayacaktır. Öte yandan, saklayanın iflası halinde de, saklatanın sadece alacaklarını iflas masasına yazdırma hakkı olacak, bunun ötesinde iflas masasından ayırma hakkı söz konusu olmayacaktır.

Görüldüğü gibi, Takasbank'ın yetkili kuruma sunduğu saklama hizmetinin niteliği konusunda, usulsüz tevdi hükümlerinin uygulanması halinde yatırımcılar bakımından olumsuz bir takım sonuçlar doğabilecektir. Zira, bu durumda, merkezi saklama aracı kuruluşlar adına yapıldığından, saklatan konumundaki bu kuruluşların da Takasbank'a karşı ileri sürebilecekleri hakkın şahsî nitelik taşımasından ötürü, yatırımcıların da talep hakları ancak şahsî olabilecektir. Aracı kuruluşların Takasbank karşısında aynî bir hak sahibi olmamaları, yatırımcılar bakımından da kısır bir korumanın söz konusu olmasına neden olacaktır. Saklama sisteminde söz konusu olan bu olumsuz sonucun, Takasbank ile yetkili kurumlar arasında akdedilen saklama sözleşmelerinin yatırımcılar tarafından akdedilmesine ve Takasbank nezdinde doğrudan yatırımcıların hesap sahibi olarak görünmelerine yönelik bir sistem değişikliğine gidilmek suretiyle aşılabileceği düşünülmektedir.

Usulsüz tedvinin yatırımcılar açısından doğurduğu bu olumsuz sonuç karşısında, konunun bir de ardiye sözleşmesi hükümleri bakımından değerlendirilmesi gereği ortaya çıkmaktadır. Zira ardiye sözleşmesi de saklayana iadeyi aynen değil, mislen yapma imkânı tanınması ile Takasbank'ın sunduğu saklama hizmetine uygun bir yapı arz etmektedir. Ancak ardiye sözleşmesinden bahsedebilmek için, saklamanın 'özel bir yöntemle' yapılmış olması şartı aranmaktadır (Manavgat. 1996:132).

BK md. 475 hükmü uyarınca, ancak aynı tür ve nitelikteki menkul kıymetlerin bir arada saklanması söz konusu ise bir ardiye sözleşmesinin varlığından söz edilebilecek, eğer menkul kıymetlerin ihraççıları ve taşıdıkları eşit haklar itibarıyla homojen bir şekilde saklanması söz konusu değilse, bir ardiye sözleşmesi de söz konusu olamayacaktır. Bu durumda, saklayanın mislen iade hakkına sahip olması halinde, ancak bir usulsüz tevdi ilişkisinden söz edilebilecektir.

Ardiye sözleşmesinin saklayan bakımından bir diğer avantajlı noktası da, ardiye sahibinin açıkça yetki vermesi halinde, aynı tür ve nitelikteki misli eşyayı birbirine karıştırabilmesi, karıştırılan eşya üzerinde saklatanın müşterek mülkiyet payına sahip olması ve saklayanın ayırma hakkına sahip olmasıdır. Ardiye sözleşmesinin anılan imkânı, Takasbank tarafından ifa edilen saklama edimi bakımından da büyük kolaylık sağlamaya elverişlidir.

Saklamanın ardiye sözleşmesi hükümlerine uygun olarak yapılmasından doğan en önemli sonuçlardan biri de, usulsüz tevdiden farklı olarak, burada saklama konusu şey üzerindeki mülkiyet hakkının saklatanda kalması ve saklayana geçmemesidir. Ardiye sözleşmesinde saklama konusu şey üzerindeki mülkiyetin saklatanda kalmasının bir sonucu olarak, menkul kıymetlerin iadesine ilişkin saklatanın talep hakkı aynî nitelik taşıyacak ve zaman aşımına da tabi olmayacaktır¹⁵. Ayrıca, saklatan, saklayanın iflası halinde, saklama konusu menkul kıymetlerin aynen iadesini talep edebilecektir. Takasbank tarafından yapılan saklamanın ardiye sözleşmesi hükümlerine uygun olarak yapılması halinde, saklatanın aynî hakla donatılmış olmasından ötürü, yatırımcılar da aracı kuruluşların sahip oldukları aynî hak dolayısıyla sahip oldukları ayırma hakkına istinaden menkul kıymetlerini aynen elde etme imkânına kavuşmuş olacaklardır.

Sonuç olarak, kanaatimizce gerek tanıdığı mislen iade imkânı, gerek saklama konusu şeyin mülkiyetinin saklatanda kalması ve bu kapsamda yatırımcılar bakımından güçlü bir koruma sağlaması, gerekse saklayıcıya menkul kıymetleri ayırma hakkı tanınması nedeniyle, Takasbank tarafından sunulan saklama hizmetinin yapısına en uygun düşen saklama yöntemi ardiye sözleşmesidir. Öte yandan,

¹⁵ Oysa saklamanın usulsüz tevdi hükümlerine göre yapılması halinde mülkiyetin saklayana geçmesi sebebiyle saklatanın şahsî talep hakkı 10 yıl geçmekle zaman aşımına uğrayacaktır.

uygulamada Takasbank'ın saklamayı farklı haklar içeren araçları farklı sınıflandırmak suretiyle toplu olarak yaptığı göz önünde bulundurulduğunda, anılan ilişkinin bir ardiye sözleşmesi olarak kabulünde bir sakınca bulunmamaktadır.

Bu noktada üzerinde durulması gereken esas unsur, sistemin sermaye piyasası yatırımcılarının menfaatlerine uygun işleyebilmesi için asıl yapılması gerekenin, saklamanın yatırımcılar adına yapılması olduğudur. Her ne kadar, saklayıcı yani Takasbank nezdindeki hesap sahibinin yetkili kurum olarak görülmesinin ve bu durumun yatırımcılara ait menkul kıymetleri yetkili kurumun alacaklılarına karşı açık hale getirmenin yatırımcılar açısından yarattığı sakıncaların Kurul'ca sermaye piyasası faaliyetleri durdurulan aracı kurumların Takasbank'taki müşteri saklama hesaplarında bulunan menkul kıymetlerin yine Takasbank'ta müşteriler için açılacak olan hesaplara aktarılması yönündeki İlke Kararı¹⁶ ile giderilmeye çalışıldığı görülse de, yatırımcı menfaatleri için en etkin korumanın, ancak merkezi saklama sisteminin ardiye sözleşmesi hükümlerine uygun olarak ve saklatanın yetkili kurum olarak değil ve fakat yatırımcılar olarak belirlendiği; bir diğer ifadeyle, saklamanın yatırımcılar adına açılacak olan hesaplarda yapılması ile sağlanabileceği düşünülmektedir (Manavgat. 1996:141).

Uygulamada her ne kadar, gerek AFT md. 58/f.I (f) bendi, gerek PYT'nin 17. maddesi ile getirilen hükümler ile, portföy yöneticiliği yapacak olan aracı kurum ve portföy yönetim şirketleri için Takasbank nezdinde bir saklama hesabı açarak, portföy yönetimine konu sermaye piyasası araçlarını ve nakdi yatırımcılar itibarıyla ayrı ayrı izlemek zorunda oldukları düzenlenmiş olsa da, anılan hükümlerin yukarıda değinilen sakıncayı gidermek bakımından yatırımcılar için etkin ve tam bir koruma sağladığından bahsetmek güçtür. Zira, bu durumda dahi, Takasbank nezdinde "saklatan" konumunda yer alan yatırımcı değil ve fakat aracı kurum ya da portföy yönetim şirkettir.

4.2.1.B. Takasbank'ın Saklama Edimini Hangi Hukuki İlişki Çerçevesinde İfa Ettiği Sorunu

Portföy yönetim sözleşmesinde, saklama edimini ifa eden Takasbank'ın bu edimi hangi hukukî ilişki çerçevesinde yerine getirdiğinin tespit edilmesi gerek

¹⁶ Anılan İlke Kararı için bkz. Kurul'un 1996/14 sayılı Haftalık Bülteni

sözleşmeye uygulanabilecek olan hükümlerin tespiti, gerek yatırımcıların hangi talep haklarına sahip olduklarının belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Bu noktada belirlenmesi gereken ilk husus ise, yatırımcıların hem yetkili kurum hem de Takasbank ile ayrı ayrı sözleşmeler imzalayıp imzalamadıklarıdır. Eğer yetkili kurumun yatırımcıdan aldığı yetkiye dayalı olarak ‘yatırımcı adına ve hesabına’ Takasbank ile saklama sözleşmesi imzaladığı kabul edilecek olursa, saklama sözleşmesinin hüküm ve sonuçlarını yatırımcı ile Takasbank arasında doğuracağı kabulü gerekecektir. Bu durumda, yetkili kurum sadece bir temsilci sıfatını haiz olacaktır. Ancak uygulamada, böyle bir durum söz konusu olmamaktadır. Zira, yatırımcı portföy yönetim şirketi veya aracı kurum ile bir portföy yönetim sözleşmesi akdetmekte ve Takasbank ile herhangi bir sözleşme ilişkisine girmemektedir.

Bu durumda söz konusu olabilecek bir diğer ihtimal, yetkili kurum ile Takasbank arasında akdedilen saklama sözleşmesinin bir üçüncü kişi lehine akit özelliği taşıyıp taşımadığı hususudur. BK md.111’de düzenlenen üçüncü kişi lehine akit, eksik üçüncü kişi lehine akit ve tam üçüncü kişi lehine akit olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Eren. 1999:1129-1141). Eksik üçüncü kişi lehine akit BK md.111/f.I’de düzenlenmiş olup, burada sadece vaat ettiren bakımından bir alacak hakkı söz konusu olmakta, üçüncü kişi yararına doğrudan bir alacak hakkı doğmamaktadır. Bu tür sözleşme ile üçüncü kişi, sadece vaat eden tarafından yapılan ifayı kabul yetkisine sahip olup, ayrıca ondan borcun ifasını talep etme hakkına sahip değildir. Burada, üçüncü kişi, gerçek anlamda bir alacaklı değil, sadece yapılacak ifanın muhatabıdır. Tam üçüncü kişi lehine akit ise, BK md. 111/f.II ve III’te düzenlenmiş olup, bunlar üçüncü kişinin vaat edilen edimin ifasını talep etme yetkisine sahip olduğu tür sözleşmelerdir. Burada da üçüncü kişi, vaat eden ile vaat ettiren arasında akdedilen sözleşmeye taraf olarak katılmamakla birlikte, sözleşmenin kurulmasıyla alacağı doğrudan doğruya ve aslen iktisap etmekte, bu çerçevede de vaat edene karşı ifayı hem talep hem de kabul etme hakkına sahip olmaktadır.

Takasbank ile yetkili kurum arasında akdedilen saklama sözleşmesinde yatırımcı hakları bakımından varlığı irdelenmesi gereken de, tam üçüncü kişi lehine akitlerdir. Ancak uygulamada, yetkili kurum ile Takasbank arasında akdedilen saklama sözleşmesinden dolayı, yatırımcı lehine bir ifayı talep (ifanın kendisine yapılmasına

ilişkin talep) yetkisinin varolduğundan bahsedilemeyeceğinden, anılan sözleşmede bir tam üçüncü kişi lehine akit özelliği bulunmamaktadır.

Bu noktada, yetkili kurum ile Takasbank arasında akdedilen saklama sözleşmesine ilişkin olarak, bu sözleşmenin bir tam üçüncü kişi lehine akit özelliği taşımamasına binaen, anılan özelliğin sözleşmeye yatırımcılar lehine bir talep hakkı kazandırılmasındansa, daha önce de değinildiği üzere, anılan saklama sözleşmesinin yatırımcılar ile Takasbank arasında imzalanmasına ilişkin bir zorunluluk öngörülmesinin yatırımcıların talep hakları ve korunmaları bakımından daha faydalı bir yaklaşım olacağına yeniden değinmekte fayda bulunmaktadır.

Yetkili kurum ile Takasbank arasındaki ilişkide bir tam üçüncü kişi lehine akit özelliğinin olmadığından tespitinden sonra, Takasbank tarafından saklama ediminin hangi hukukî ilişki çerçevesinde sunulduğunun tespitine yönelik olarak iki ihtimal kalmaktadır. Bunlardan ilki ifa yardımcılığı, diğeri ise alt vekâlet kavramlarıdır. Bu çerçevede önce Takasbank'ın yetkili kurumun ifa yardımcısı olup olmadığı, daha sonra ise ikisi arasında bir alt vekâlet ilişkisinin olup olmadığı incelenecektir.

Bir kişinin kendi işlerini tek başına görmesindeki güçlükler günümüz iş dünyasında gitgide artarak, borçluyu yardımcıları başvurmaya zorlamaktadır. Görülen işin hacmi, niteliği, teknik ve uzmanlık isteyen bilgileri içermesi, işin yürütülmesinde yardımcı kişilerin kullanımını zorunlu kılmaktadır. Bir işin görülmesinde veya yürütülmesinde katkıda bulunan yardımcı kişiler, çeşitli hukukî ilişkiler içerisinde bu ilişkiye katılabilmektedirler. BK kapsamında bu kurum "Adam Çalıştırma" ana başlığı altında iki maddede düzenlenmiş bulunmaktadır. Bunlardan ilki, BK md. 55'te düzenlenen adam çalıştırma kavramı; bir diğeri ise BK md. 100 çerçevesindeki adam çalıştırmadır. Her iki maddede, adam çalıştıran borçlunun, yardımcı kişilerin işin görülmesi sırasında başkalarına vermiş oldukları zarardan sorumluluğu farklı şekillerde düzenlenmiştir. BK md. 55 kapsamında düzenlenen, yardımcı kişinin üçüncü bir kişiye sözleşme dışı sorumluluk çerçevesinde zarar vermesi hususu olduğundan, Takasbank ile yetkili kurum arasındaki ilişkinin niteliğinin belirlenmesinde irdelenmeyecek olan bir ihtimaldir.

Zira, yatırımcı ile yetkili kurum arasında bir portföy yönetim sözleşmesi akdedilmektedir.

BK md. 100'de, zarar gören alacaklı ile borçlu (yardımcı kişi kullanan) arasında daha önce kurulmuş bir sözleşme ilişkisinin mevcut olması haline binaen düzenleme getirilmiştir. Madde kapsamında düzenlenen sorumluluk ise, borçlunun borcun ifasında veya bir borçtan doğan hakkın kullanılmasında çalıştırdığı yardımcı kişinin, işini gördüğü sırada alacaklıya vermiş olduğu zarardan sorumlu olmasıdır. Borçlunun kullandığı ifa yardımcısının gerçek kişi ya da tüzel kişi olması mümkündür. Bu ilişkide borçlu ile yardımcı kişi arasındaki hukukî ilişki bir akdi ya da fiilî ilişki olabileceği gibi, sürekli ya da geçici bir ilişki de olabilir. Öte yandan, yardımcı kişinin borçluya bağımlı ya da bağımsız olarak çalışması da mümkün olup, bir ilişkinin yardımcı kişi ilişkisi olarak değerlendirilip değerlendirilmemesinde bağımlı ya da bağımsız çalışma kıstasının çok da belirleyici bir özellik taşımadığı ileri sürülmektedir (Şenocak. 1995:34, 141, 142, 167). Ancak, iç ilişkide borçluya karşı bağımsız olarak çalışan kişilerin ifa yardımcısı olarak addedilebilmeleri için, bunların borçlunun arzu ve muvafakati ile ifa faaliyetine katılmış olmaları gerekmektedir.

Yetkili kurum ile Takasbank arasındaki ilişkinin niteliğinin belirlenmesine ifa yardımcısı kavramı açısından yaklaşıldığında, yetkili kuruma karşı bağımsız çalışan Takasbank'ın yetkili kurumun arzu ve muvafakati ile ifa faaliyetine katılmış olduğundan bahsetmek güçtür. Zira, burada Takasbank'ın saklama ediminin ifasına katılımı, yetkili kurumun arzu ve iradesinden ziyade, Tebliğ hükmü ile getirilen bir yasal zorunluluk gereği ve Takasbank'ın bir merkezi saklama kuruluşu niteliğini haiz olması bakımından söz konusu olmaktadır. Bu sebeplerle, yetkili kurum ve Takasbank arasındaki ilişkinin BK md. 100 anlamındaki bir ifa yardımcılığı olmadığı kanaatindeyiz¹⁷.

¹⁷ Bkz. aksi yönde Karakaş. 2000:56, 57. Yazar, alt vekil ile yardımcı kişi kullanımındaki esas önemli noktanın vekilin/borçlunun sorumluluğunda kendini gösterdiğini, alt vekalet söz konusu olduğu durumlarda vekilin sorumluluğunun BK md. 391/f.II uyarınca daha hafif olduğunu ve vekilin kurtuluş kanıtı getirme imkanının bulunduğunu; oysa BK md. 100'ün uygulanması halinde borçlunun kurtuluş kanıtı getirme imkanının bulunmadığını belirtmekte ve bu tespitlerinin sonucu olarak da Takasbank ile yetkili kurum ilişkisinin bir alt veya ikame vekâlet değil ve fakat bir yardımcı kişi kullanımı ve Takasbank'ın bağımsız çalışmasından ötürü bir kaim şahıs olduğu sonucuna varmaktadır. Ayrıca

Doktrinde Karakaş, BK md. 100 ile getirilen ağırlaştırılmış sorumluluk unsuru ve kurtuluş kanıtı getirme olanağının borçluya tanınmamış olması sebepleriyle, yetkili kurum ile Takasbank arasındaki ilişkinin bir alt veya ikame vekâlet değil, bir ifa yardımcılığı ilişkisi olduğunu ve Takasbank'ın yetkili kurumdan bağımsız olarak çalışması nedeniyle bir “kaim şahıs” olduğunu ileri sürmektedir. Yazarın, bu ilişkide bir ikame vekâlet olmadığına ilişkin tespitine, yetkili kurumun Takasbank ile yaptığı saklama sözleşmesini yatırımcı adına değil ve fakat ‘kendi ad ve hesabına’ yapmasından ve bu sözleşmeyi yapıp aradan çekilmesinin söz konusu olmamasından ötürü katılmakla beraber, ifa yardımcısı ve alt vekâlet kavramlarının irdelenmesi bakımından konunun daha kapsamlı dayanaklara ihtiyaç gösterir nitelikte olduğu düşünülmektedir. Zira anılan ilişkide, alt vekalet kavramının reddedilmesinin dayanağını, portföy yönetim şirketi tarafından vekalet görevinin ifasının değil, sadece saklama ediminin ifasının Takasbank'a bırakılmış olduğu hususu oluşturamaz ve alt vekalet ilişkisinin söz konusu olduğu bir durumdan bahsedilebilmesi için illa tüm vekaletin alt vekile tevdi edilmiş olması gerekmemektedir. Bir başka deyişle, vekil vekâletten kaynaklanan edimlerinden birini veya bir kaçını alt vekile bırakabilecek ve bu durumda bir alt vekâlet ilişkisi gündeme gelebilecektir.

Kanaatimizce, konu Takasbank'ın ve yetkili kurumun yatırımcıya karşı sorumlulukları açısından incelenmelidir. Mevcut durumda Takasbank, yetkili kurumun müşteri varlıklarının saklanması konusunda kendisinden saklama hizmeti alınması konusundaki Tebliğ düzenlemeleri gereği¹⁸, bir başka deyişle, Tebliğ ile ön görülen bir yasal zorunluluk gereği bu ilişkiye dâhil olmaktadır. Yine PYT'nin 17. maddesinin birinci fıkrası ile getirilen bu zorunluluk çerçevesinde, yetkili kurum ile Takasbank arasında bir saklama sözleşmesi imzalanmakta ve yatırımcılar bu sözleşmenin tarafını teşkil etmemektedirler. Öte yandan, anılan maddenin ikinci fıkrasında ise, yürürlük tarihi 30.6.2005'e ertelenen bireysel portföy yönetimleri için

yazar, bu tespitine dayanak olarak, portföy yönetim şirketinin vekalet görevinin ifasını değil, sadece saklama ediminin ifasını Takasbank'a bırakmış olduğunu göstermektedir.

¹⁸ PYT'nin “Müşteri Varlıklarının Saklanması”na ilişkin 17. maddesinin birinci fıkrasında, yetkili kurumun müşteriye ait varlıkları uhdelinde ve diğer kurumlardaki kendi hesaplarında tutamayacakları ve kendi aktifleri ile ilişkilendiremeyeceklerinin düzenlenmesi ile yetkili kurumların Takasbank'tan saklama hizmeti almaları zorunluluğu ön görülmüştür.

portföy saklama kuruluşları düzenlenmiş olup, bu madde kapsamında belirtilen müşteriye ait varlıkların saklanması ve izlenmesine ait sorumluluğun bu kuruluşlarda olduğu açıkça belirtilmiştir. Maddenin bu düzenleniş tarzından, Takasbank'a yatırımcıya karşı olan saklama sorumluluğunun yüklenmek istenmediği sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca Kurul'un PYT'de değişikliğe giderek portföy saklama kuruluşlarını ön görmesinin temelinde yatan da sorumlu saklamacılık anlayışının portföy saklama kuruluşları bakımından söz konusu olmasını sağlamaktır. Bu sebeplerle, finansal varlıkların saklanmasından yatırımcıya karşı olan sorumluluğun yetkili kurum bakımından söz konusu olduğunu söylemek gerekmektedir.

Kanaatimizce, Takasbank ile yetkili kurum arasındaki ilişkinin bir ifa yardımcılığından fazlası olduğunun kabulü gerekmektedir. Zira, yetkili kurum Takasbank ile yaptığı saklama sözleşmesi ile vekalet edimine (portföy yönetimi) dahil olarak üstlendiği 'saklama' ediminin ifasını Takasbank'a bırakmakta; bir başka deyişle onu alt vekil tayin etmektedir. Bu ilişkide yatırımcılar ile Takasbank arasında doğrudan sözleşmesel bir ilişki bulunmamaktadır.

Bilindiği gibi, alt vekâlet, vekilin vekâletten doğan borçlarının ifasını, kendi adına yaptığı bir sözleşme ile bir başkasına bırakmasıdır (Özkaya. 1997:519). Bu ilişkide, müvekkil ile vekil arasındaki asıl vekâlet ilişkisi devam etmekte olup, müvekkil ile alt vekil arasında ise sözleşmesel bir ilişki kurulmamaktadır. Yatırımcı ile Takasbank arasında herhangi bir sözleşmesel ilişki bulunmaması da yatırımcının Takasbank'tan doğrudan doğruya ifanın kendisine yapılmasını talep edememesini açıklar niteliktedir. Öte yandan, alt vekâlet ilişkisinin söz konusu olduğu durumlarda, vekilin müvekkile karşı vekâlet sözleşmesinden doğan sorumluluğu devam etmektedir. Bununla beraber, müvekkile BK md. 391/f.III uyarınca, alt vekile karşı doğrudan bir talep hakkı kazandırılmıştır.

Yetkili kurum ile Takasbank arasında akdedilen saklama sözleşmesi ile kurulan hukuki ilişkide de, vekil ile alt vekil arasında akdedilene benzer şekilde, vekâletten doğan edimin bir başkasına geçirilmesini konu edinen bir saklama sözleşmesi akdedilmektedir. Takasbank ile yatırımcı arasında da, alt vekâlet ilişkisinde müvekkil ile alt vekil arasındaki gibi, herhangi bir sözleşmesel ilişki bulunmamaktadır. Öte yandan, yetkili kurum her ne kadar sermaye piyasası

araçlarının saklanması için Takasbank'tan hizmet alsa da saklama ediminin ifasından doğan sorumluluğu üstlenmeye devam etmektedir. Alt vekâlet ilişkisinde de, vekilin müvekkile karşı sorumluluğu devam etmektedir.

Alt vekâlete uygulanacak olan BK md. 391/f.III hükmü Takasbank ile yetkili kurum ve yatırımcı arasındaki ilişkiye uygulanması konusu, alt vekâlet ilişkisinde mevcut Takasbank'ın konumu ile uyumsuz gibi bir görünüm arz etse de, kanaatimizce bu noktada da gerçek anlamda bir uyumsuzluk söz konusu değildir. Zira anılan hüküm gereği, müvekkil alt vekile karşı, vekilin alt vekile karşı talep edebileceği hakları ileri sürebilecektir. Burada gözden kaçırılmaması gereken husus, müvekkilin alt vekile karşı kendi vekiline karşı sahip olduğu hakları değil ve fakat vekilin alt vekile karşı sahip olduğu hakları ileri sürebileceğidir. Bu çerçevede, müvekkil vekiline yani yatırımcı yetkili kuruma karşı ifanın kendisine yapılmasını ve ifanın kendisine gereği gibi yapılmasını ileri sürebilecekken, alt vekile karşı sadece ifanın gereği gibi yapılmasını ileri sürebilecek ve fakat ifanın kendisine yapılması konulu bir talepte bulunamayacaktır. Kanaatimizce, bu sebeple de yetkili kurum ile Takasbank arasında söz konusu olan ilişki bir alt vekâlet ilişkisidir. Zira BK md. 391/f.III'ün uygulandığı durumda dahi, yatırımcı Takasbank'tan ifanın kendisine yapılmasına ilişkin bir talepte bulunamayacaktır. Öte yandan burada, yatırımcının ifanın gereği gibi yapılmasını talep etme yetkisi konusunda bir engel olmadığı düşünülmektedir¹⁹.

4.2.2. Portföy Yönetim Şirketi ile Portföy Saklama Kuruluşu Arasındaki Hukuki İlişki

PYT ile, portföy saklama kuruluşu ile portföy yönetim şirketi arasında tarafların yetki ve sorumluluklarını içeren ve Kurul'ca uygun görülen bir sözleşme imzalanmasının zorunlu olduğu ve portföy saklama kuruluşunun sözleşmede belirtilen görevleri uyarınca yaptığı tüm işlemlerden ve müşteri ve/veya Şirket'e

¹⁹ Bununla birlikte, yukarıda yapılan irdeleme de sadece kurumsal yatırımcıların portföylerine portföy yönetim hizmeti verilmesi haline özgü bir nitelik taşıyacaktır. Zira, PYT'nin bireysel portföy yönetimi hizmeti veren portföy yönetim şirketlerinin portföy saklama kuruluşları ile saklama sözleşmesi imzalamaları zorunluluğunu ön gören md. 8/f.I, (d) bendinin 30.06.2005 tarihinden itibaren yürürlüğe girmesi ile, bireysel portföy yönetimi hizmeti sunan portföy yönetim şirketleri, şartları Kurul'ca belirlenmiş olan portföy saklama kuruluşları ile saklama sözleşmesi imzalayacaklar ve sorumluluk bu saklama kuruluşlarınca üstlenilecektir.

verebilecekleri zararlardan sözleşme, sermaye piyasası mevzuatı ve genel hükümler çerçevesinde sorumlu oldukları hükme bağlanmıştır.

Anılan düzenleme, sorumlu saklamacılık sistemine işaret etmekte olup, yatırımcı/müşterilerin hak ve menfaatlerinin korunması bakımından oldukça önemli bir nitelik taşımaktadır. Zira yapılacak sözleşme ile, her ne kadar müşteri bu sözleşmenin tarafı olmasa da, anılan hüküm ile talep hakkına sahip hale getirilmektedir²⁰.

Anılan sözleşme kapsamında, portföy saklama kuruluşunun ifa ettiği saklama hizmetinin BK anlamında bir adi vedia, usulsüz tevdi veya ardiye sözleşmesi mi olduğu noktasında Takasbank açısından yapılan açıklamalar portföy saklama kuruluşları bakımından da geçerlidir. Öte yandan, portföy yönetim şirketi ile portföy saklama kuruluşu arasında akdedilen sözleşme sonucunda da taraflar arasında ortaya çıkan hukukî ilişki, bir başka deyişle portföy saklama kuruluşunun saklama edimini hangi hukukî ilişki çerçevesinde ifa ettiği sorununa ilişkin olarak da, Takasbank için yapılan açıklamalarımız geçerli olup, bu noktada anılan saklama sözleşmesinde portföy saklama kuruluşunun yatırımcıya karşı olan sorumluluğunun açıkça belirlenmiş olması sebebiyle, taraflar arasında daha açık bir surette bir alt vekalet ilişkisinin olduğu düşünülmektedir²¹

4.3. Portföy Kapsamındaki Finansal Varlıkların Alım- Satımı Edimi Bakımından

PYT'nin portföy yöneticiliğine ilişkin ilkeleri düzenleyen 12. maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinde, yapılan bir alım satım işleminden ötürü herhangi bir aracı kurumdan lehlerine komisyon, iskonto ve benzeri bir menfaatin sağlanması halinde, portföy yönetim şirketine bu durumu müşterilerine açıklamak zorunluluğu

²⁰ Burada da her ne kadar Tebliğ ile yatırımcılara portföy saklama kuruluşuna karşı bir başvuru olanağı tanınmışsa da, Takasbank bakımından yaptığımız saklama hesaplarında saklatanın yatırımcılar olarak görülmesi ile yatırımcılara sağlanacak korumanın daha yüksek bir seviyede olacağına ilişkin görüşümüzün tekrarı gerekmektedir.

²¹ Portföy yönetim şirketi ile portföy saklama kuruluşu ilişkisinde, saklama kuruluşunu bir alt vekil olarak değerlendirilmesinde, BK md. 391/f.II uyarınca ön görülen sorumluluğun BK md. 100'ün uygulanmasına nazaran daha hafifletilmiş bir sorumluluk olduğu da ileri sürülemez. Zira, uygulamada, portföy yönetim şirketleri ile portföy saklama kuruluşu olarak kabul edilen saklayıcı bankalar arasında akdedilecek olan saklama sözleşmeleri, Kurul'un uygunluk denetiminden geçmekte ve Kurul'ca gerek portföy saklama kuruluşları gerek portföy yönetim şirketleri için hafifletilmiş sorumluluk hükümlerinin sözleşme metninde yer alması engellenmektedir.

getirilmek suretiyle dolaylı olarak, şirketin yapamayacakları işlere ilişkin 13. maddesinde de, portföy yönetim şirketinin aracılık faaliyetinde bulunamayacağı açıkça belirtilmek suretiyle, portföy yönetim şirketinin bir aracı kurumdan alım satıma aracılık hizmeti alması gereğine değinilmiştir. Bu çerçevede, portföy yönetim şirketlerinin portföy yönetimi hizmeti sunacakları yatırımcıların alım satım emirlerini gerçekleştirmek üzere bir veya birden çok aracı kurum ile sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık çerçeve sözleşmesi akdetmeleri zorunludur.

SPKn'nun sermaye piyasası faaliyetlerini düzenleyen 30. maddesinin 4487 sayılı Kanun'un 14. maddesi ile değişik fıkrası uyarınca aracılık, sermaye piyasası araçlarının, aracılık faaliyet yetki belgesine sahip kuruluşlarca kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır. Aracılık faaliyetinin özünde borçlar hukuku ilişkileri yatmakta olup, mevzuat uyarınca getirilen tanım çerçevesinde, bu faaliyetin yürütülmesinde işleme taraf olanları temel alan bir ayırım tarzı benimsenmiştir (Manavgat. 1989:6). Buna göre, başkası nam ve hesabına aracılıkta, aracı kurum müşterisi ile yaptığı akit çerçevesinde sermaye piyasası araçlarını alıp satmakta ve fakat işleme taraf olmamaktadır. Bu durumda taraflar, aracı kurumun müşterisi ile işlemin niteliğine göre satıcı veya alıcı olmaktadır. Müşteri ile aracı kurum arasındaki ilişki ise vekâlet niteliği taşımakta olup, doğrudan doğruya temsil yetkisi içermektedir.

Başkası hesabına kendi namına aracılıkta ise, dış ilişkide aracı kurum taraf olarak görülmekte olup, yapılan alım satım işleminden dolayı hak ve borçlar önce aracı kuruma geçmekte, daha sonra iç ilişki gereği müşteriye devredilmektedir. Bu durumda, müşteri ile aracı kurum arasında söz konusu olacak ilişki ise BK md.416/f.I anlamında komisyonculuk olmaktadır.

Portföy yönetim şirketi ile aracı kurum arasında akdedilen alım satıma aracılık sözleşmesinin konusunu ise, yukarıda değinilen gerek başkası nam ve hesabına, gerek kendi namına başkası hesabına gerçekleştirilecek olan alım satım işlemleri oluşturabilecektir. Bu durumda, aracı kurum ile portföy yönetim şirketi arasında akdedilen sözleşme gereği olarak, aracı kurum eğer başkası (portföy yönetim şirketi) namına ve hesabına alım satım işlemlerini gerçekleştiriyorsa, bir doğrudan temsili içeren vekalet sözleşmesi söz konusu olacak ve aracı kurum portföy

yönetim şirketinin alt vekili konumda olacaktır. Eğer her iki kurum arasındaki sözleşme gereğince, aracı kurumca ifa edilen alım satım aracılık edimi kendi namına ve fakat başkası (portföy yönetim şirketi) hesabına gerçekleştiriliyorsa, bu durumda aracı kurum ile portföy yönetim şirketi arasındaki ilişkinin hukukî niteliği komisyonculuk olacak ve aracı kurum portföy yönetim şirketinin ifa yardımcısı konumunda olacaktır (Karakaş. 2000:59; Develioğlu. 2001:46).

Uygulamada, bu ilişkinin vekalet şeklinde ortaya çıktığı gözlemlenmekte olup, aracı kurumlar İMKB nezdinde gerçekleştirdikleri alım satım işlemlerini adına alım satım işleminin yapıldığı portföy yönetim şirketinin hesap numarasını kullanmak suretiyle gerçekleştirmektedirler. Zira, ancak bu şekilde, İMKB’de yapılan işlemler, bilgisayar sistemi ile portföy yönetim şirketinin Takasbank nezdindeki takas hesabına aktarılmaktadır. Bu çerçevede, ortaya çıkan ilişki de bir alt vekalet ilişkisi olacak olup, bu konuya ilişkin olarak Takasbank ile yetkili kurum ilişkisinde yaptığımız açıklamalar burada da geçerli olacaktır.

V. PORTFÖY YÖNETİCİLİĞİ FAALİYETİNDEN DOĞABİLECEK OLAN HUKUKİ SORUMLULUK HALLERİ

5.1. Portföy Yöneticiliği Tebliği İle Öngörülen Hukuki Sorumluluk İlkesi

PYT’nin 26. maddesinde, yetkili kurumların, sözleşmelerde belirtilen portföy yöneticilerinin görevleri çerçevesinde yaptıkları tüm işlemlerden ve yatırımcılara verebilecekleri zararlardan sözleşme ve sermaye piyasası mevzuatı ile genel hükümler çerçevesinde yatırımcıya karşı doğrudan sorumlu oldukları düzenlenmiştir. Anılan düzenleme, BK. md.100 anlamında bir sorumluluk olup, bu sorumluluk türü zarar görene, haksız fiil hukukundaki yardımcı kişilerden dolayı sorumluluk hükmünden daha etkili bir koruma sağlamaktadır. Zira BK. md.100 hükmüne göre, borçlu, ifa yardımcısının borca aykırı olan davranışlarından kendisinin herhangi bir kusuru olmasa da zarar gören alacaklıya karşı sorumlu olup, bu konuda herhangi bir kurtuluş kanıtı getirme imkânı da bulunmamaktadır (Şenocak. 1995:2).

Bu konuda BK. md.100 anlamında bir sorumluluk şartı ön görmek, müşterilerin iktisadi açıdan güçlü olan ve faaliyet sahası uzmanlık gerektiren portföy yöneticiliği faaliyetini icra eden kurumların faaliyetlerini sürekli olarak denetim

altında tutması konusundaki yetersizliği dikkate alındığında daha da önem kazanmaktadır. Nispeten daha zayıf konumda olan müşteri, bir zararın ortaya çıkması halinde kimin kusurlu davranışının zarara yol açtığını veya zarara sebebiyet verme konusunda üçüncü kişilerin kusurunun derecesini tespit edemeyebilir. Dolayısıyla, müşterinin, edimin gereği gibi yerine getirilmesi konusunda, bu edimin yerine getirilmesine iştirak eden kişileri, BK.'nun 41. maddesi çerçevesinde haksız fiil sorumluluğuna göre sorumlu tutması çoğu zaman imkânsız olacaktır. Bu konuda haksız fiil sorumluluğu hükümlerine gidilmemesine ilişkin temel dayanaklardan birini de, çoğu zaman alacaklı olan müşteri aleyhine ortaya çıkabilecek olan zarar miktarının yardımcı kişilerin sorumluluğuna gidilmesi halinde tazmin edilemeyecek kadar çok olması oluşturmaktadır.

Öte yandan, kusurlu davranışın bir haksız fiilden değil de, tıpkı portföy yönetiminde zararın ortaya çıkmasına sebebiyet veren şekilde sözleşmenin ihlalden kaynaklandığı durumlarda, alacaklı konumundaki müşterinin yardımcı kişiyi sorumlu tutma imkanından da bahsedilemeyecektir. Bu gibi durumlarda, her ne kadar zarara sebebiyet veren husus, portföy yöneticisinin portföyü kötü yönetmesi veya göstermesi gereken özeni göstermemesi olsa da, yardımcı kişi konumundaki portföy yöneticisi sözleşmenin birebir tarafı olmadığından, bu kişinin akdi sorumluluk esasına göre sorumlu tutulması da gündeme gelemeyecektir.

Borçlunun üçüncü kişileri dolaylı, yani kendi adına, alacaklı hesabına veya doğrudan doğruya alacaklı adına ve hesabına temsil ilişkisine dayalı olarak alacaklının hesabına işe aldığı durumlarda, söz konusu üçüncü kişilerin faaliyetlerinden doğan riskler alacaklıya ait olacaktır. Bu durumda, borçlu sadece üçüncü kişinin ediminin sağlanmasına aracılık etmiş olduğundan, yalnızca kendisine düşen yükümlülüğün yani yardımcı kişiyi seçmede ve duruma göre talimat vermede veya denetlemede gösterdiği kusurdan dolayı sorumlu tutulabilir. Ancak, portföy yöneticiliği faaliyetinin yetkili kurumca icrasında, aracı kurumun veya portföy yönetim şirketinin portföy yöneticilerini tamamen kendi hesabına işe almış durumda olduğu göz önünde bulundurulduğunda, yukarıda değinilen türde bir ilişkinin yetkili kurum ve çalışan arasında söz konusu olduğunu söylemek mümkün değildir. Bu sebeple de, portföy yöneticilerinin faaliyetlerinden sorumlu olan da yetkili kurum

olacaktır²². Borçlu konumdaki yetkili kurum, portföy yöneticilerinin faaliyetleri ile alacaklı arası ilişkide tamamen çalıştırdığı portföy yöneticilerinin yerini almakta ve portföyün gereği gibi sözleşme koşullarına uygun yönetimi yükümlülüğünü kendi üzerine almaktadır. Yetkili kurum, portföy yöneticilerinin yerine getirmesi gereken edimlerin masraflarını bizzat kendi üstünde taşımakta olup, bu faaliyetlerin bedellerini de alacaklı olan müşteriden karşı edim olarak portföy yönetim ücreti adı altında bizzat tahsil etmektedir. Edimin gereği gibi ifa edilmesine ilişkin masrafları borçlu konumdaki yetkili kurum yaptığındandır ki, edimin gereği gibi yerine getirilmemesinden doğan riskleri de o taşıyacaktır. Bu suretle, borç ilişkisinden doğan borcun hiç veya gereği gibi yerine getirilmemesinden doğan tazminat yükümlülüğü konusunda da alacaklı müşteri karşısında yetkili kurum yardımcı kişinin yerini almakta ve alacaklı bu şekilde tıpkı, taahhüt edilen edim yükümlülüğünde olduğu gibi tazminat yükümlülüğünde de borçlu konumundaki yetkili kurumdan tazminat talep etme hakkına sahip olmaktadır. Tüm bu sebeplerle, Tebliğ'in 26. maddesi kapsamında düzenlenen sorumluluk türünün BK. md.100 anlamında bir sorumluluk olduğu düşünülmektedir.

5.2. Yetkili Kurumun Sözleşme Görüşmelerinden Doğan Sorumluluğu (Culpa in Contrahendo)

PYT'nin 30. maddesinde yetkili kurumların tabi oldukları reklâm ve ilan esasları düzenlenmiştir. Bu düzenleme uyarınca, yetkili kurumlar her türlü yazılı, sesli ve görüntülü basın-yayın organı ile bilgi işlem ortamında verilen ilanları ile ilgili olarak, reklâm ve ilanlarda kullanılan ifade ve sayısal verilerde; müşterileri yanıltıcı ve aldattıcı, bilgi ve tecrübe noksanlıklarını istismar edici ifadelere yer vermemek, abartılı şekilde yazı, görüntü ve resimler ile ölçeklerde farklılık yaratmak suretiyle görsel olarak müşteriyi yanıltıcı grafik ve şekiller kullanmamak,

²² Öte yandan, yetkili kurumun yaptığı gibi, vekilin kendisine hizmet sözleşmesi ile bağlı bir kişiden, bir başka deyişle istihdam ettiği portföy yöneticilerinden, yararlanması durumunda da bu kişilerin kural olarak yardımcı kişi olduklarına ilişkin görüşe göre, bu kişiler kişiliklerinin, yeteneklerinin ve bilgilerinin önemli olması halinde dahi, yardımcı kişi olarak nitelendirileceklerdir. Portföy yöneticilerinin kişiliğine de, her ne kadar (Tebliğ düzenlemesi gereği) portföy yönetimi hizmetinin ifasında yatırımcı ile yetkili kurum arasında imzalanan portföy yönetim sözleşmesinde kararlaştırılan portföy yöneticisinin değişmesi halinde yatırımcıya sözleşmenin tek tarafı olarak feshi imkanının tanınması gibi büyük önem atfedildiği görülse de, bu durum bu kişilerin nitelikli hizmet ifa etmelerine rağmen yetkili kurum ile aralarındaki hizmet sözleşmesi gereği yardımcı kişi olarak değerlendirilmelerine engel teşkil etmeyecektir. Bkz. aynı yönde Günergök. 2003:115.

objektiflikten uzak bilgi vermemek ve asgari gerekliliği olan bilgileri gizlememek konusundaki yükümlölüklerle tabidirler.

Kurul'ca reklâm ve ilanlara ilişkin olarak ön görülen ilkelerin tümünün taraflar arasında sözleşme akdedilmesinden önceki aşamaya ilişkin olarak, yatırımcıların yanıltılmasını ve sermaye piyasaları ile ilgili tecrübesizliklerinin aleyhlerine sonuç doğurmasını önlemeye yönelik olduğu görölmektedir. Anılan ilkelere aykırılık, yetkili kurum açısından Kurul'un Tebliğ düzenlemelerine aykırılığın sonucu olarak, hakkında idari para cezası uygulanmasına sebebiyet vermesinin yanında, yatırımcıya karşı sözleşmenin kurulmasından önceki görüşme aşamasında, yatırımcıyı sözleşme yapmaya ikna etmek üzere kullanılması halinde, sözleşme görüşmelerinden doğan sorumluluğunu da gündeme getirebilecektir.

Sözleşme görüşmelerinden doğan sorumluluk (*culpa in contrahendo*), sözleşmenin kurulmasından önceki safhada görüşmecilerden birinin veya yardımcılarının, diğer görüşmeciye veya onun koruma alanında bulunan kişilere, aralarında dürüstlük kuralına dayalı olarak kurulmuş bulunan sözleşme benzeri güven ilişkisine aykırı davranarak vermiş olduğu zarardan sorumluluktur (Eren. 1999:1116). Sözleşme bir süreç olup, sözleşmenin kurulmasından önce de tarafların sözleşmenin içeriği, şartları, içerdiği hak ve yükümlölükler üzerinde birbirleriyle görüşmeleri esnasında aralarında oluşan ve oluşması gereken güven ilişkisinin korunması gerekir. Buradan hareketle, görüşmeler esnasında görüşmecilerin birbirlerini sözleşmenin içeriği, karşı tarafı, karşı tarafın nitelikleri ve sözleşmenin diğer esaslı unsurları konusunda aydınlatması MK md. 2 anlamında dürüstlük kuralının bir gereğidir. İşte, görüşmecilerin dürüstlük kuralına aykırı olarak birbirlerini yanlış bilgilendirmeleri halinde, karşı tarafın bundan ötürü uğrayacağı zarardan da güven sorumluluğunun bir alt türü olan *culpa in contrahendo*'dan dolayı sorumluluğu söz konusu olacaktır

Bilgi vermeden doğan sorumluluk kavramının ortaya çıkış hallerinden birini de sözleşme kurulması sürecinde, gelecekteki sözleşme taraflarından biri tarafından yanlış bilgiler verilmesi oluşturmaktadır. İşte bu durumda, sözleşme öncesi görüşmelerde bilgi verme yükümlölüğünün ihlali söz konusu olup, yanlış bilgi veren

tarafın sözleşme öncesi görüşmelerdeki kusur (*culpa in contrahendo*) dolayısıyla sorumluluğunun bulunduğu kabul edilmektedir (Kırca. 2004:6).

Hukuk sujeleri arasında, henüz bir sözleşme ilişkisi bulunmamakla birlikte, yoğunluğu açısından tesadüfen meydana gelmiş olan karşılaşmaların ötesine giden özel ilişkilerin söz konusu olduğu durumlara ‘özel bağlantı’ adı verilmektedir. Özel bağlantının söz konusu olduğu durumlarda sözleşmenin varlığından söz edilemese de özel bağlantıdan kaynaklanan yükümler, hem sözleşme öncesi hem de sözleşme sonrasında sözleşmenin geçerliliğine bağlı olmaksızın gündeme gelirler. İşte bu ilişki dolayısıyla, tarafların birbirlerinin hukukî değerlerine özel olarak etki etme imkânına sahip oldukları söylenebilir. Portföy yönetim sözleşmesinin kurulmasından önceki aşamada da, yatırımcı ile yetkili kurum çalışanı arasında yapılan görüşmelerde de anılan imkân gündeme gelmektedir. Tarafların birbirlerinin menfaat alanına etki etme imkânının fazla olduğu durumlarda ise, birbirlerine karşı güven ilkesinden hareketle daha fazla özen göstermeleri gereği ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak, özel bağlantı içinde bulunan taraf (yatırımcı), diğer tarafın ona isnat edilebilen, güven yaratan davranışına (somut olayımızda gerçekte bağdaşmayan ilan ve reklâmların kullanıldığı görüşmelerde aldığı bilgilere dayanarak) göre hareket ederse, bu güveninin korunmasını dürüstlük kuralına; bir başka deyişle MK. md.2/f.I’e göre isteyebilecektir. Zira özel bağlantının bulunması durumunda, bir kişi, diğerinin kendisi tarafından kontrol edilen bir alana girmesine veya kararlarını oluşturmasına sebep olursa, hukukî ve malvarlığı değerlerinin karşılıklı olarak birbirinin etkisine açılması sonucu, yaratılan güvenin boşa çıkmamasını sağlamalıdır (Kırca. 2004:119).

Culpa in contrahendo’yu da kapsayan bir üst kavram olan güven sorumluluğunda, *culpa in contrahendo*’dan sorumlulukta olduğu gibi, ne bir sözleşme sorumluluğu ne de bir haksız fiil sorumluluğun söz konusu olduğu söylenebilir. Burada, her iki tür sorumluluk türü arasında kalan bir üçüncü tür sorumluluk kavramı söz konusudur. Kanundaki düzenlenen *culpa in contrahendo* türü sorumluluk hallerinin dışında da gündeme gelebilen *culpa in contrahendo*’dan dolayı sorumluluk hallerinin bir güven sorumluluğu olduğu hâkim doktrin ve uygulama tarafından da kabul edilmektedir. Bu durumda, hâkimin hukuk yaratması yoluna gidilecek olup, hâkimin hukuk yaratması içinse kanunda boşluk bulunması

gerekmektedir. Somut olayımız bakımından ise, söz konusu kanun boşluğu mevcuttur ve böyle bir durumda ortaya çıkabilecek olan bir ihtilafta hâkim *culpa in contrahendo*, bir başka deyişle yetkili kurumun güven sorumluluğuna gidebilecektir²³.

Sözleşme görüşmelerinden doğan sorumluluğun yardımcı kişilerin davranışından kaynaklanması halinde, görüşmecinin, somut konumuz bakımından yetkili kurumun yardımcı kişiden dolayı sorumluluğu akdi sorumluluk olmadığından (henüz bir akit söz konusu olmadığından), BK md. 100 uygulanmayacaktır. Burada gündeme gelecek olan görüşmecinin yardımcı kişinin davranışından yatırımcıya karşı BK md. 55 çerçevesinde sorumluluğudur ve bu kapsamda ispat yükü de yatırımcı üzerinde olacaktır (Eren. 1999:1118,1119).

5.3. Sözleşme Sorumluluğu

5.3.1. Sözleşmenin Gereği Gibi İfa Edilmemesi

Portföy yönetim sözleşmesinin vekalet kökenli bir sözleşme niteliği taşıması nedeniyle, yetkili kurumun bu sözleşmeden kaynaklanan ilk ve en temel borcu, portföy yöneticiliği faaliyetini, bir başka deyişle portföy yönetim sözleşmesinden kaynaklanan ana edimini, sözleşmede belirtilen koşullara uygun şekilde ifa etmektir. Zira BK md. 386/f.I uyarınca, vekil kendisine verilen işleri ya da hizmetleri sözleşme uyarınca görme borcu altındadır. Yetkili kuruma sözleşme ile verilen bu yükümlülük aynı zamanda, onun aktif bir şekilde bu borcu ifa etmesi gereğini de bünyesinde barındırmaktadır. Zira, portföy yöneticiliği faaliyeti yetki belgesi, yetkili kuruma belli bir yeterliliği ve uzmanlığı taşımasından ötürü verilmektedir.

PYT'nin 12. maddesi ile düzenlemiş bulunan portföy yöneticiliğine ilişkin ilkeler temel olarak özen gösterme yükümlülüğü kapsamında değerlendirilebilir nitelik taşıyacak da, Tebliğ hükümlerinin sözleşmenin bir parçası haline gelmesinden ötürü, bu ilkeler aynı zamanda yetkili kurumun borcu sözleşmeye uygun olarak ifa

²³ Benzer şekilde, doktrin ve uygulamada kabul edilen görüşme sorumluluğu hallerine örnek olarak Eren tarafından, görüşmeler esnasında kusurlu olarak yanlış bilgi verenin sorumluluğu kapsamında, bankaların görüşmeler esnasında verdikleri yanlış bilgi (kendi öz kaynakları veya mevduat miktarı konusunda) sonucunda karşı tarafın uğradığı zarardan kusuru dâhilinde sorumlu olması durumu verilmektedir. Buradaki kusur, kast veya ihmal olabilecektir ve sorumluluk taraflar arasında sözleşmenin akdedilip akdedilmemesinden bağımsız olarak doğacaktır (Eren. 1999:1123).

etmesi yükümlülüğü kapsamında da değerlendirilebilir. Portföy yöneticiliği faaliyetinin icrasından kaynaklanan sözleşme sorumluluğu temel olarak özen yükümlülüğünün yerine getirilmemesi ile yine bu kapsamda değerlendirilebilecek olan çıkar çatışmalarının yaratılmasından/önlenmemesinden ve etik değerlere uygun davranılmamasından kaynaklanabilecektir.

5.3.2. Yetkili Kurumun Özen Gösterme Yükümlülüğü

BK md. 390/f.II uyarınca, vekil kendisine verilen işi sadakat ve özenle yerine getirmekle yükümlüdür. Güvene dayalı bir sözleşme olan vekâlet sözleşmesinde vekilin gerek vekâletin devamı gerek vekâletin sona ermesinden sonra, müvekkilin yararını sözleşmenin amacına uygun bir şekilde koruma ve kollama yükümlülüğü bulunmaktadır. Özen gösterme yükümlülüğünün gereği olarak portföy yönetim sözleşmesi uyarınca yetkili kurum da müvekkilin/yatırımcının yararına hareket etmek, onu zarara sokabilecek olan davranışlardan kaçınmak, müvekkilin çıkarlarını kendi çıkarlarından önde tutmak, portföy yönetimi edimini şahsen yerine getirmek ve yatırımcının sözleşme ile belirlenen portföy çeşitlendirmesi ve risk tercihlerine uymak gibi yükümlülüklerle tabidir. Yine vekilin özen borcu kapsamında olmak üzere yetkili kurum, sonucun başarılı olması için özenle çalışmak, başarılı sonucu engelleyecek olan her türlü davranıştan kaçınmak ve bu yönde tüm bilgi ve tecrübesini sarf etmek zorundadır.

PYT'nin 12. maddesi kapsamında düzenlenen portföy yöneticiliğine ilişkin ilkeler de ağırlıklı olarak özen gösterme yükümlülüğünü açıklayıcı ve bu yükümlülüğün portföy yöneticiliği faaliyeti bakımından sınırlarını belirleyici nitelik taşımaktadır. Madde kapsamında düzenlenen ilkeler, yetkili kurumun özen borcuna ilişkin ipuçları verir nitelik taşısa da, yatırımcı ile portföy yönetimi konusunda yetkilendirilen kurumlar arasında akdedilecek olan portföy yönetim sözleşmesinde, yöneticinin portföyün yönetimi konusundaki gerekli özen ve basireti gösterme yükümlülüğünün derecesinin belirlenebilmesi için yine de vekilin özen borcunun kapsamının belirlenmesi gerekmektedir.

BK md. 390/f.I uyarınca vekilin özen borcu, işçinin özen borcu ile eşleştirilmiş olup, BK md. 356'da ise vekilin genel olarak, hizmet sözleşmesindeki

işçinin sorumlu olduğu özenin eşi olan özenden sorumlu olduğu belirtilmiştir. Vekilin özen borcu konusunda atıf yapılan işçinin özen borcu²⁴ ise BK. md.321 hükmünde düzenlenmiş olup, buna göre, işçi taahhüt edilen işi özenle ifa etmek zorundadır.

Konuya PYT kapsamında yetkili kurumca yürütülen portföy yöneticiliği faaliyetinde gösterilmesi gereken özen açısından bakılacak olursa, portföy yöneticiliği uzmanlık isteyen bir alan olduğundan, özen gösterme borcunun sözleşmenin ifasına dahil olan bir borç olduğu düşünülmektedir. Zira, bu ilişkide portföyü yöneten yetkili kurumun portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde edim yükümlülüğünü gereği gibi ifa edip etmediğinin tespitinde, sözleşme ile ön görülen özen yükümlülüğüne uygun davranması birincil önem taşımaktadır. Bu çerçevede, özen borcunun yerine getirilmediğinin ispat külfeti müvekkilin, bir başka deyişle yatırımcının üzerinde olacaktır²⁵.

Vekil olan yetkili kurumun objektif özen borcu söz konusudur. Bu çerçevede, belli bir işlemin yapılmasında dikkatli ve basiretli bir portföy yöneticisinin, aynı koşullar altında göstermesi gereken meslekî özen ve titizlik derecesi, somut sözleşmedeki portföy yöneticisinden yani yetkili kurumdan da beklenecektir. Özen borcu konusundaki objektif kıstasa göre, sözleşme kapsamında görülecek olan işin niteliği, güçlüğü ve gerektirdiği öğrenim ve meslekî bilgi derecesi göz önünde bulundurulmaktadır (Özkaya. 1997:388).

Portföy yöneticiliği faaliyetinin yürütülmesinde yetkili kurumun özen gösterme yükümlülüğüne aykırı davranmasının çoğu zaman bünyesinde çıkar

²⁴ Bu noktada, vekilin özen borcu konusunda işçinin özen borcuna atıf yapılmasının, sadece gösterilecek olan özenin derecesinin tespiti bakımından söz konusu olduğunun belirtilmesi gerekmektedir. Yoksa diğer konularda vekilin sorumluluğu elbette işçinkinden farklı olacak ve vekilin sorumluluğunun akdedilen vekâlet sözleşmesinin içeriğine göre belirlenmesi gündeme gelecektir. Zira, vekil işçi gibi müvekkile bağımlı değildir ve özellikle çalışmamızın da konusunu oluşturan portföy yöneticiliği ve diğer uzmanlık isteyen alanlarda üstlenilen vekaletlerde de vekil, o mesleğin icrası konusunda bilinmesi gereken bilgi ve sahip olunması gereken beceri ve ehliyetle sahip olmamasından ötürü müvekkilin zararlarından sorumlu olacaktır.

²⁵ Öte yandan, belirtilmelidir ki, sadece yatırımcı portföyünün kar etmemesi ya da zarar etmesi, portföyü yöneten yetkili kurum nezdinde çalışan portföy yöneticilerinin özen yükümlülüğünü ihlal ettiğine karine teşkil etmeyecektir. Zira, daha önce de değinildiği gibi, vekalet akdi niteliği taşıyan portföy yönetim sözleşmesinde, yöneticinin üstlendiği edim sonuca yönelik değil sürece yöneliktir. Bu çerçevede, yatırımcının uğradığı zararların tazmini talebinde, sadece portföyünün zarar ettiğini ya da kâr etmediğini ileri sürerek, yöneticinin özen borcuna aykırı davranmak suretiyle sözleşmeyi ihlal ettiğini iddia etmesi halinde, yatırımcının iddiasını ispat etmiş addedilmesi de mümkün olmayacaktır.

çatışmaları olarak ifade edilen ve yatırımcılar aleyhine sonuçlar doğuran durumların yaratılmasından veya bunların önlenmemesinden, önlemek üzere ön görülen kurallar ile mesleki ve etik kurallara aykırı davranmaktan kaynaklandığı gözlemlenmektedir. Genel olarak, çıkar çatışması bir kişinin kendi çıkarının başka bir kimse için vekil sıfatıyla üstlendiği edimlerinin çatışması veya iki veya daha fazla kişiye karşı potansiyel olarak çatışan vekil rollerine sahip olması durumunu ifade etmektedir (Arslan. 2004:10). Aşağıda çıkar çatışmalarının portföy yönetiminde sözleşmenin ihlaline sebebiyet vermesi bakımından taşıdığı önem ve bu çıkar çatışmalarının neler olabileceği ile konuya ilişkin güncel yabancı mevzuat ve Kurul düzenlemelerine yer verilecektir.

5.3.3. Çıkar Çatışmalarından Kaynaklanan Sözleşme İhlalleri

Sermaye piyasaları her şeyden önce güvene dayanmaktadır ve bu piyasada bir aracı kuruluşun müşterisi ile yaptığı sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmekten kaçınması piyasa boyutunda olumsuz etki yaratabilecektir. Çünkü bu nedenle yatırımcı piyasaya olan güvenini yitirebilecek ve algıladığı belirsizlik düzeyi artmış olacaktır (Ersel. 2002:37-43). Yatırımcı davranışına yansıyan bu belirsizlik etkisi ise bir yandan piyasayı doğrudan etkilerken, diğer yandan ise dolaylı olarak piyasadaki başka karar alıcıların ve yatırımcıların da davranışlarını olumsuz etkileyecek ve sermaye piyasasına olan talebi azaltacaktır. İşte bu nedenle piyasadaki işlem güvenliğinin artırılması bakımından sözleşmeye aykırılık kapsamında çıkar çatışmaları konusu üzerinde daha çok durulmalıdır.

Portföy yöneticiliği faaliyetinin yürütülmesinde potansiyel çıkar çatışmalarının daha çok portföy yöneticiliği faaliyetinin aracı kurum tarafından verildiği, bir başka deyişle aracı kurumun müşterisine karşı birden fazla sermaye piyasası faaliyetini konu edinen hizmet sunduğu durumlarda söz konusu olduğu görülmektedir. Bu nedenle aracı kuruluşların çeşitli sermaye piyasası faaliyetlerini konu edinen hizmet birimlerinin birbirinden ayrılması gerektiği üzerinde durulmaktadır²⁶ Portföy yöneticiliği faaliyetinden doğabilecek olan çıkar

²⁶ Tam hizmet aracı kuruluşlarının özellikle çeşitli sermaye piyasası hizmetleri sunmaları ve kurumsal müşterilerden edindikleri kamuya açık olmayan bilgilerin gizliliğini koruma görevini üstlenmiş olmaları nedeniyle çeşitli çıkar çatışmalarının ortaya çıktığı ileri sürülmektedir. Anılan sebeplerle

çatışmalarının genellikle dört temel nedenden ortaya çıktığı gözlemlenmektedir. Bunlar;

- Yetkili kurumun kendi çıkarlarını müşteri/müşterilerinin çıkarlarından üstte tutarak öncelikle kendi hesabına işlem yapması,

- Yetkili kurumun yüksek ücret/komisyona geliri elde etme saikiyle çok ve gereksiz olarak müşteri portföyüne işlemler yapması,

- Aracı kuruluşların halka arz aracılık hizmeti ile birlikte portföy yöneticiliği hizmetini de verdikleri duruma binaen, halka arzına aracılık ettikleri ve bu faaliyet nedeniyle iç durumu hakkında bilgi sahibi olmaları sebebiyle halka arzına aracılık ettikleri şirketin hisse senetlerinin makul bir yatırım aracı olmadığını bildikleri halde, müşteri portföylerine yapılan işlemlerde bu hisse senetlerinin kullanılması,

- Yetkili kurumların ortaklık bağlantıları nedeniyle ve bu defa ortaklık ilişkisi nedeniyle bilgi sahibi oldukları şirketlerin yatırım araçlarına makul bir yatırım aracı olmadıkları bilgisine sahip oldukları halde, müşteri portföylerine yapılan işlemlerde bu hisse senetlerinin kullanılması

olarak özetlenebilir.

Konuya ilişkin olarak A.B.D. yaklaşımlarına bakıldığında, SEC'in Amerikan sermaye piyasasının ve öz düzenleyici kuruluşlarının çıkar çatışmalarını en aza indirmek ve bunlarla başa çıkmak konusunda gösterecekleri çabaları desteklediği görülmekle birlikte bazı çıkar çatışmalarının da her zaman varolacağı hususunun gözden kaçırılmaması gerektiği belirtilmektedir. Ancak buna rağmen SEC, yatırımcıların potansiyel çıkar çatışmalarına karşı kendilerini tartabilmek ve nasıl davranacaklarına karar vermek üzere etkili olarak eğitilmeleri gereğini vurgulamakta ve piyasa katılımcılarından da açık, anlamlı şekilde öne çıkan konularla ilgili olarak kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini gerçekleştirmelerini desteklemektedir²⁷

Yatırımcıların eğitilmesi özellikle çok önemlidir çünkü kurumları dışarıdan etkileyen ve yatırım danışmanları/portföy yöneticilerinin tavsiye ve tercihlerini de

ortaya çıkan çıkar çatışmalarının önlenmesi ve yönetilmesine yönelik olarak kullanılan Çin Seddi (Chinese Walls) uygulamaları ve bu yöntemin etkinliği konusundaki tartışmalar için bkz. Arslan. 2004:9-20).

etkileyen dış kaynaklı pek çok baskı mevcuttur (Unger. 2001). Bu baskılar kurumun kontrol edebilirlik sahası dışında oldukça, kurum için bunların saptanması da güç olmaktadır. Bu dış kaynaklı baskıların başında kurumsal yatırımcılar gelmektedir. Aracı kuruluşun (veya portföy yönetim şirketinin de) aynı zamanda müşterisi olan yatırım fonları analistin tavsiye ettiği veya portföy yöneticisinin oluşturduğu portföyde de yer alan bir yatırım aracında önemli bir pozisyon sahibi olabilmektedir. Bu durumda bir analist (özellikle yatırım danışmanlığı hizmetinin portföy yöneticiliği faaliyeti ile birlikte sunulduğu dikkate alındığında) yatırım fonu portföyünün getirisini olumsuz etkileyecek olan olumsuz bir görüş bildirmekten; kurumsal yatırımcının komisyon getirisinden olmak istemeyeceği için geri durabilecektir (Unger. 2001)²⁸. Özellikle analistlerin performanslarına ilişkin derecelendirmenin kurumsal yatırımcılardan elde edilen veriler temel alınarak yapıldığı düşünüldüğünde, anılan durum daha da sakıncalı bir hal almaktadır.

Bir diğer dış kaynaklı baskı unsurunun da ihraççılar olduğu ileri sürülmektedir. Bir yatırım danışmanının/portföy yöneticisinin birlikte çalıştığı bir ihraççı şirket, kendi ihraç ettiği/edeceği sermaye piyasası aracı hakkında olumlu bir rapor hazırlanıp tavsiye edilmesini veya oluşturulacak olan portföylerde bu aracın ağırlıklı olarak kullanılması konusunda baskı yapabilmektedir. Unger'a göre, aksi davranması halinde yatırım danışmanının şirketin iç bilgilerine erişmesi konusunda engel yaratmak veya portföy yöneticisinin müşteri kaybedebileceği yönünde ortaya çıkan baskı unsuru, yatırım danışmanına olması gerekeni yansıtmayan, aşırı olumlu tablolar çizen raporlar hazırlanmasına veya portföy yöneticisinin kârlı olmadığını bildiği halde diğer müşteri portföylerinin zararına sebebiyet verecek şekilde bu şirkete ait sermaye piyasası aracının portföylere alınmasına neden olabilecektir.

²⁷ "Written Testimony Concerning Conflicts of Interest Faced By Brokerage Firms and Their Research Analyst" <http://www.sec.gov/news/testimony/0731011tslu.htm> adresinden temin edilebilir.

²⁸ Öte yandan portföy yöneticisi de aslında kârlı olmadığını ve yakın gelecekte değer kaybına uğrayacağını bildiği halde, yatırım aracının işlem hacmini arttırmak üzere özellikle bireysel yatırımcı portföylerinde bu yatırım aracına yönelik işlem gerçekleştirebilecektir.

SEC'in konuya ilişkin yaklaşımına göre, tam hizmet aracı kuruluşlarında ortaya çıkan pek çok baskı unsuru arasında dört tanesi çıkar çatışmalarına neden olması bakımından öne çıkmaktadır. Bunlar²⁹;

- *Müşteri çekmek ve müşteriye elinde tutma saiki*: Aracı kurumun bir şirketin halka açılmasına aracılık etmesi veya bunu yakın gelecekte yapacak olması halinde anılan saikin ortaya çıktığı görülmektedir. Yatırım danışmanı/portföy yöneticisinin bu durumda şirketi halka açan yatırım bankacılığı bölümünün bir parçası olması halinde potansiyel bir çıkar çatışması ortaya çıkmaktadır.

- *Komisyon geliri saiki*: Aracı kurumun analistlerince verilen olumlu raporlar/portföy yöneticilerince şirketin sermaye piyasası aracının üzerinde olması gerekenden fazla işlem yapılması halinde daha yüksek derecelendirmeye; bu da daha yüksek miktarda komisyon gelirinine imkan verecektir.

- *Tazmin edilme saiki*: Analistin/portföy yöneticisinin gelirinin aracı kurumun yatırım bankacılığı işinden elde edilen karlılığa endekslenmesi durumunda ortaya çıkan saikle görülen çıkar çatışmasıdır.

- *Hissedarlık ilişkileri*: Aracı kurumun bünyesinde çalışanlar veya aracı kurumun kendisinin hizmet verilen firmada önemli pozisyonlarının olması ile ortaya çıkması potansiyel çıkar çatışmaları söz konusudur.

SEC yetkililerince yukarıda belirtilen potansiyel çıkar çatışmalarının yanında bir de 'tahsisat sorunu' olarak adlandırılabilir olan ve yöneticinin aynı anda birden çok müşteri için çalışması durumunda ortaya çıkabilecek olan bir çıkar çatışması ihtimaline daha dikkat çekilmektedir (Spatt, 2005)³⁰. Özellikle aynı menkul kıymetlerin birden çok araç için satın alındığı/alınacağı durumlarda sıklıkla bir tahsisat sorununun çıktığı gözlemlenmiştir. Örneğin bir yatırım fonu yöneticisinin aynı fon ailesi içerisinde bulunan bir dizi ürün üzerinde çalışması durumunda, teşvik edici ücret ödenmesi, hem bir hedge fonuna hem de geleneksel bir yatırım fonuna

²⁹ Anılan saiklerle ilgili daha detaylı bilgi için www.sec.gov/news/testimony/0731011tslu.htm adresinde yer alan "Written Testimony Concerning Conflicts of Interest Faced By Brokerage Firms and Their Research Analyst" adlı makale incelenebilir.

³⁰ Yazarın aktif yönetiminde ortaya çıkabilecek olan potansiyel çıkar çatışmalarına ilişkin ayrıntılı görüşleri için 12 Mayıs 2005 tarihinde New York'ta gerçekleştirilen "Hedge Fonu Yönetmelik ve Uyumluluk Konferansı" kapsamında ana düşünce hitabı olarak hazırlanan "Conflicts of Interest In Asset Management" adlı konuşma metnine <http://www.sec.gov/news/speech/spch121604cs.htm> adresinden ulaşılabilir.

yatırım yapmakta olan bir yöneticinin durumunda ortaya çıkabileceği gibi değişken yönetim ücret oranları ve belirli bir ürün dâhilinde geçmiş performans deneyimlerinin etkisi gibi etmenler nedeniyle çeşitli hesaplar arası bir takım hassas çıkar çatışmaları gündeme gelebilecektir (Spatt. 2005).

Değınilen çıkar çatışmalarına karşılık öneriler kapsamında gereksiz inisiyatiflerin sınırlandırılması ve piyasanın tüm katılımcıları için şeffaflık ve ifade özgürlüğünün sağlanmasına yönelik uygulamaların oluşturulması ve desteklenmesi üzerinde durulmaktadır. Bu kapsamda olmak üzere, çıkar çatışmalarının doğrudan azaltılması amaçlı olarak aracılar tarafından kullanılan iyi tanımlanmış politika ve prosedürlerin önemi ve değeri de vurgulanmaktadır³¹.

Ayrıca SEC, 27 Ağustos 2004 tarihinde yayımladığı düzenleme ile, kayıtlı yatırım yönetimi firmalarında çalışan portföy yöneticileri hakkında yapılacak olan kamunun aydınlatılması esaslarını düzenlemiştir³². Bu düzenleme kapsamında yatırım yönetimi şirketleri, tanıtım formlarında portföy yönetimi takımına mensup portföy yöneticileri hakkında detaylı bilgi verilmesi, portföy yöneticilerinin yönettikleri diğer hesaplar/portföyler hakkında ve şirketteki ortaklık durumları hakkındaki bilgileri de içeren ek bir kamunun aydınlatılması yükümlülüğüne tabi kılınmıştır³³.

Konuya ilişkin IOSCO Teknik Komitesi'nin yaklaşım ve düzenlemelerine bakılacak olursa, IOSCO'nun Mayıs 2003 tarihli menkul kıymetlerin düzenlenmesine ilişkin amaç ve prensipleri içeren raporunda³⁴, temel alınan hedeflerden birinin de yatırımcıların korunması olduğu görülmektedir. Rapor kapsamında, menkul kıymetlere ilişkin düzenleme yapılmasında 30 adet ilke belirlenmiş olup, bu ilkelerden bir kısmı da kamunun aydınlatılması esaslarına

³¹ Getirilen önerilere ilişkin daha detaylı bilgiye <http://www.sec.gov/news/speech/spch121604cs.htm> adresinden ulaşılabilir.

³² SEC'in anılan düzenlemesi, 'Securities Act of 1933' ve 'Securities Exchange Act of 1934' ile 'Investment Company Act of 1940' düzenlemelerinde değişiklikler ön görmekte ve kayıtlı yatırım yönetimi şirketlerinde çalışan portföy yöneticileri hakkındaki kamunun aydınlatılması esaslarını geliştirmeyi amaçlamaktadır.

³³ Securities and Exchange Commission- Part III 17 CFR Parts 239, 249, 270 and 274 "Disclosure Regarding Portfolio Managers of Registered Management Investment Companies-Final Rule", Federal Register/Vd.69 No:166

³⁴ IOSCO'nun "Objectives and Principles of Securities Regulation" adlı Raporu'na <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> adresinden ulaşılabilir.

yöneliktir. Ayrıca Rapor'da, sektörde yer alan aracılara iç organizasyon yapılarına ait standartların belirlenmesi ve yatırımcıların çıkarlarını korumayı hedefleyen bir yapılanma içerisinde olmalarına ilişkin yükümlülükler ön görülmüştür.

IOSCO tarafından portföy yöneticileri ile ilgili değil ancak benzer şekilde analistlerin çıkar çatışmalarına ilişkin olarak, 2003 yılında "*Report on Analyst Conflicts of Interest*" isimli Rapor'u yayımlamış ve konu ile ilgili olarak yeni düzenleme önerileri ve prensipleri belirlemiştir. Rapor'da yer alan;

- Analistlerin, araştırdıkları ihraççı bir kuruluşün menkul kıymetleri ile ilgili olarak yatırımcılara verdikleri tavsiyelerin tersi yönünde kendi hesaplarına alım satım yapmalarının, istisnai durumların haricinde, yasaklanmasına,

- Analistle ihraççı kuruluş çalışanları arasında herhangi bir ilişki mevcutsa durumun açıklanmasına,

- İhraççı bir kuruluş veya menkul kıymetler ile ilgili araştırma raporu yayınlanmadan önce o şirketin enstrümanlarının alım satımı yasaklanmasına,

- Aracı kuruluşun ya da istihdam edilen analistin araştırılan şirketle ilgili herhangi finansal çıkarının veya pozisyonunun olması durumunda konu ile ilgili olarak kamunun aydınlatılmasına,

- Yatırım bankacılığı ile ilgili birimlere analistler tarafından raporlama yapılmasının ve analist ücretlerinin özel yatırım bankacılığı işlemlerinden elde edilen gelirlerle doğrudan ilişkilendirilmesinin yasaklanmasına,

- Şirket içi raporlama hatlarının korunması sağlayan ve analistlerin bağımsızlığını koruyan ücretlendirme politikalarının benimsenmesine,

- Analist istihdam eden şirketlerin, analistlerin mevcut ve potansiyel çıkar çatışmalarını tanımlayıcı, ortadan kaldırmaya yönelik, yönetici veya açıklayıcı yazılı iç prosedürleri veya kontrol mekanizmaları hazırlamalarına,

- Analiste ya da şirkete araştırma raporu ile ilgili olarak ihracı kuruluş ya da başka üçüncü bir kişi tarafından herhangi bir ödeme yapılıp yapılmadığı veya başka bir menfaat sunulup sunulmadığının kamuya açıklanmasına,

- Mevcut ve potansiyel çıkar çatışmaları ile ilgili olarak yapılacak durum açıklamalarının tam, zamanında, açık, özlü, spesifik ve çarpıcı olması gereğine,

- Analistlerin ve onları istihdam eden şirketlerin dürüst davranmalarını ve müşterileri çıkarlarını gözetirken adil davranmalarını sağlayıcı yasal yükümlülüklerin getirilmesi, yanıltıcı ve yanlış yönlendirici hareket tarzlarının yasaklanmasına,

- Analistlerin periyodik olarak bilgi ve etik görevlerinin ölçüldüğü sınavlara tabi tutulması, yatırımcılara sunulan araştırma raporlarında profesyonel kimlikleri hakkında açıklama yapılmasına,

- Analistlerin çıkar çatışmalarının yönetilmesi ile ilgili olarak yatırımcı eğitimine gereken önemin verilmesine ilişkin tespitlerin portföy yöneticileri bakımından ortaya çıkan çıkar çatışmalarına ilişkin olarak da yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Çıkar çatışmalarına yönelik Kurul düzenlemelerine bakılacak olursa, gerek PYT’nde gerek AFT’nde çıkar çatışmalarına ilişkin olarak birtakım hükümlerin düzenlendiği görülmektedir. PYT’nin 8. maddesinin birinci fıkrasının (g) bendi ile portföy yönetim şirketinin faaliyete geçme başvurularının değerlendirilmesinde Kurul’un ön gördüğü koşullara uygun bir organizasyon yapısının ve görev tanımlamasının yapılması gereği düzenlenmiştir. Yine Tebliğ’in 12. maddesi kapsamında yer alan portföy yöneticiliğine ilişkin ilkelerin bir çoğu yetkili kurumun karşı karşıya kalabileceği çıkar çatışmalarını önlemeye; eğer önlemek mümkün olmuyorsa durum hakkında yatırımcıların aydınlatılmasını sağlamaya yöneliktir. Tebliğ’in 14. maddesinde AFT’ne atıf yapılmak suretiyle düzenlenen iştirak sınırlamaları ve 24. maddede düzenlenen bağımsızlık ilkesi de Kurul’un çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik düzenlemeleri kapsamındadır.

AFT’nde de konuya ilişkin olarak 11. maddenin birinci fıkrasının (b) bendi ile, aracı kuruluşların karşılaştıkları çıkar çatışmaları karşısında nasıl davranmaları gerektiğine ilişkin genel düzenleme getirilmekte; (d) bendinde de müşterilerin aydınlatılması gereği üzerinde durulmaktadır. Tebliğ’de halka arza aracılığa ilişkin 40. madde kapsamında ön görülen esaslar, 58. maddenin birinci fıkrasının (l) bendi ile lehlerine komisyon gelirini arttırmak amacıyla gereksiz işlemlerin yapılmasını önlemeye yönelik hüküm, 59. ve 60. maddeler ile getirilen iştirak sınırlamaları da aracı kuruluşların çıkar çatışmalarına yönelik hükümler olarak karşımıza çıkmaktadır.

5.3.4. Çıkar Çatışmalarının Önlenmesinde Mesleki ve Etik Kuralların Önemi

Sermaye piyasalarının gelişimi ve etkinliği kaynakların aktif olarak bu piyasa içerisinde yer almasına büyük ölçüde bağlıdır. Yatırımcıların tasarruflarını bu piyasaya yönlendirmeden önce çeşitli yatırım araçları arasında alternatifleri değerlendirmelerindeki zorlukları bertaraf eden ve bu değerlendirme sonucunda kendisine en uygun ve en karlı araçlara yönelmeleri sürecindeki profesyonel yardımı ifade eden portföy yöneticiliği faaliyetinin de güven temelinde icra edilmesinin piyasanın gelişmesindeki önemi yadsınamaz. Piyasada gerek taraflar arasında güveni sağlamaya ve geliştirmeye gerek yatırımcının korunmasına ilişkin temel amacın sağlanmasına yönelik en önemli adımlardan biri de sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan yetkili kurumlara yönelik mesleki ve etik kuralların oluşturulmasıdır.

TSPAKB tarafından mesleki disiplin ve işbirliği temellerinin atılması amacıyla oluşturulan Meslek Kuralları Yönetmeliği³⁵ (TSPAKB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları), Birlik üyelerinin faaliyetlerinin yürütürken uyacakları meslek kurallarını ön görmektedir. Anılan düzenlemeye çıkar çatışmalarının önlenmesi perspektifinden bakılacak olursa, Yönetmelik'in 6. maddesi kapsamında 'dürüst ve adil davranma ilkesi' düzenlendiği görülmektedir. Buna göre üyeler faaliyetlerini yürütürken müşteri çıkarlarını ve piyasaların bütünlüğünü göz önünde tutarak dürüst ve adil davranacaklardır. Üyeler, faaliyetlerini mesleki özen ve titizlik ilkelerine ve saydamlık ilkelerine uygun olarak icra edeceklerdir. Yine düzenlemenin 13. maddesinde belirtilen üyelerin müşteri çıkarlarını korumayı amaçlayan şekilde davranma yükümlülüğü, 14. maddede belirtilen müşterilere sunulan hizmetlerle ilgili olarak yapılan işlemler hakkında müşterilerin doğru, eksiksiz ve zamanında bilgilendirilmesi ile hiçbir müşteri lehine kamuya açıklanmamış olan bilgiyi kullanmama yükümlülüğü, 15. madde kapsamında getirilen müşteri menfaatlerini gözetme yükümlülüğü ve bu yükümlülük

³⁵ Anılan düzenlemenin hazırlanmasında, IOSCO tarafından belirlenen "Uluslar arası Mesleki Davranış Kuralları" ve Avrupa Birliği Konsorsiyumu tarafından yayımlanan "Devredilebilir Menkul Kıymetler Üzerinde Yapılacak İşlemler Hakkında Avrupa Davranış Kuralları Kodu"nda yer alan ilkeler göz önünde bulundurulmuş ve AIMR tarafından yayımlanan "Mesleki Davranış Standartları ve Uluslar arası Meslek İlkeleri"ne de düzenlemede yer verilmiştir (TSAKB. 2002:19-22).

kapsamında olmak üzere (b) bendi ile ön görülen müşterilere yönelik hazırlanan araştırma raporlarının yayımlanmadan önce üyelerin kendi lehlerine kullanmaları halinde bu durumu araştırma sonuçları ile birlikte açık şekilde ve eş zamanlı olarak duyurma yükümlülüğü, (c) bendi ile getirilen müşterilerin piyasa hakkındaki bilgisizlik ve tecrübesizliklerinden yararlanıp alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlamama yükümlülüğü, 16. madde ile düzenlenen çıkar çatışmalarından kaçınma; bunların önlenemediği durumlarda öncelikle müşteri menfaatlerini gözetme; çıkar çatışmalarının müşteriler arasında olması halinde ise her tarafa karşı adil ve tarafsız davranma yükümlülüğü göze çarpan hükümlerdir.

Gerek Kurul'un Tebliğ düzenlemelerinde gerek TSPAKB'nin meslek kuralları arasında portföy yönetiminden kaynaklanabilecek çıkar çatışmalarına ilişkin dağınık bir düzenleme anlayışının benimsendiği görülmektedir. Oysa konu, potansiyel çıkar çatışmalarının neler olabileceğinin yazılı olarak belirlenmesini ve spesifik olarak bunlara karşı alınabilecek önlemlerin toplu olarak düzenlenmesini gerektirecek önem düzeyindedir. Portföy yöneticiliği faaliyetinin daha etkin ve yatırımcı haklarını üst planda tutan bir anlayış çerçevesinde yürütülebilmesini teminen, düzenleme ve uygulama açısından yapılması gerektiği düşünülenler aşağıda yer almaktadır.

VI. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Ülkemizde sermaye piyasalarının gelişmesi ve sermaye piyasasına yatırım yapmak isteyen yatırımcıların kullanabilecekleri araç çeşitliliğinin artması ile profesyonel portföy yöneticiliği hizmetinin de önemi artmaktadır. Bu sektörün gelişmesindeki en önemli etkenlerden biri de, yatırımcıların malvarlıksal değerlerinin oldukça karmaşık bir yapı içeren ekonomik veriler karşısındaki konumunu ve yatırım araçlarını belirleme yaşadıkları zorlukların profesyonel ellerce riskin dağıtılması esasları çerçevesinde yönetilmesine duydukları ihtiyacın her geçen gün daha da artmasıdır.

BK ve SPKn. da dahil olmak üzere hiçbir özel kanunda düzenlenmemiş olan portföy yönetim sözleşmesi sermaye piyasası faaliyetlerinden birine yönelik olan yeni bir sözleşme türü olup, bünyesinde vekalet, usulsüz tevdi, ardiye ve komisyon

sözleşmelerine ilişkin unsurları barındırmaktadır. Anılan unsurlar sözleşme kapsamında birer asli edim niteliğinde olduklarından, sözleşme karma nitelikli olarak ortaya çıkmaktadır. Sözleşmenin portföy yönetim şirketleri ile yatırımcı arasında akdedilen biçiminde, yatırımcının portföyü, portföy yönetim şirketi tarafından yönetilmekte, eğer bir kurumsal yatırımcı portföyü yönetiliyorsa Takasbank'ta, eğer bir bireysel yatırımcı portföyü yönetiliyorsa portföy saklama kuruluşlarında müşteri varlıklarının saklanması gerçekleştirilmekte ve bir aracı kurum tarafından da müşteri varlıklarının alım satımına aracılık yapılmaktadır. Bu türdeki portföy yönetim sözleşmesine, vekalet, usulsüz tevdi ve/veya ardiye ile komisyon sözleşmelerine ait unsurlar dahil olmaktadır. Sözleşmenin yatırımcı ile aracı kurum arasında akdedilen biçiminde, yine yatırımcı portföyü bu defa aracı kurum tarafından hem yönetilmekte hem müşteri varlıklarının alım satımı yapılmaktadır. Bu türde de ayrıca Takasbank tarafından müşteri varlıklarının saklanması gerçekleştirilmektedir. Bu durumda yine sözleşmeye yukarıda değinilen unsurlar dâhil olacak olup, her iki akdedilme biçimi arasındaki farkı, ikinci biçimde aracı kurumun hem portföyü yönetip hem de alım satıma aracılık edimini yerine getiriyor olması oluşturmaktadır.

Portföy yönetim sözleşmesine dâhil olan saklama ve alım satıma aracılık unsurlarının hangi hukukî ilişki çerçevesinde ifa edildiği sorunu sermaye piyasasının varlık nedeni olan yatırımcı hakları bakımından büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, gerek yetkili kurum ile Takasbank ve aracı kurum, gerek portföy yönetim şirketi ile portföy saklama kuruluşları, Takasbank ve aracı kurum arasında akdedilecek olan saklama ve alım satıma aracılık edimlerini içeren sözleşmelerin BK md. 391/f.II uyarınca, bir caiz olan alt vekalet olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Taraflar arasında söz konusu olan bu ilişkinin bir alt vekâlet olarak nitelendirilmesi, gerek yatırımcı gerek yetkili kurum menfaatleri açısından da uygundur. Bu durumda, yetkili kurum açısından BK md. 391/f.II'de yer alan bir hafifletilmiş sorumluluk halinin gündeme gelmesi de, Kurul'un çerçeve sözleşmelerin esaslarını belirlemedeki düzenleyici ve bu esaslara uygunluğunu sağlamadaki denetleyici fonksiyonu ile söz konusu olamamaktadır.

Portföy yönetiminde yetkili kurumların hukuki sorumluluğu üç boyutta ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki PYT ile ön görülen ve yetkili kurumların

yanlarında çalıştırdıkları portföy yöneticilerinin hizmetin verilmesi esnasında yatırımcılara verdikleri zararlardan ötürü BK md.100 anlamındaki sorumluluğudur. Bir diğeri PYT ile de hükme bağlanan reklâm ve ilan esaslarına aykırılık taşıyan bilgilerin kullanılmak suretiyle yatırımcıların sözleşme yapmaya ikna edilmiş olması halinde bilgi vermeden doğan sorumluluk biçiminde kendini gösterecek olan sözleşme görüşmelerinden doğan (culpa in contrahendo) sorumluluktur. Yetkili kurumlar için gündeme gelecek en temel sorumluluk işse şüphesiz sözleşmeye aykırılıktan kaynaklanan sorumluluktur. Vekalet sözleşmesi temeline oturan portföy yönetim sözleşmesinde sözleşmeye aykırılık büyük ölçüde yetkili kurumun özen gösterme yükümlülüğüne aykırı davranışlarından kaynaklanacaktır. Özen gösterme yükümlülüğünün ihlalinin ise bu faaliyet bakımından çoğu kez yetkili kurumun çıkar çatışmalarına mahal vermesinden veya bunları önlemeye yönelik düzenlemelere aykırı davranmasından kaynaklanabileceği gözlemlenmektedir.

Ülkemizde portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunacak olan kurumların ve portföy yöneticilerinin tabi oldukları kurallar Seri:V, No:59 sayılı PYT ile belirlenmiş olmakla beraber, faaliyetin malvarlıksal kayıp riskini içermesi nedeniyle yatırımcıların korunması amacına hizmet etmek üzere, çıkar çatışmalarını azaltıcı, daha etkin ve objektif bir hizmet sunulması için gerekli olduğu düşünülen önerilerimiz aşağıda özetlenmektedir:

6.1. Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Yürütülmesine İlişkin Yatırımcılarla Akdedilecek Olan Çerçeve Sözleşmelerin SPKn. İle Düzenlenmesi

BK ile ön görülen sistem içerisinde sözleşmelerin akdedilmesinde şekil serbestisi esas olup, bu serbesti ancak bir Kanun hükmü ile sınırlandırılabilir. Portföy yöneticiliği faaliyetinin yetkili kurumlarca sunulmasına imkan veren portföy yönetim sözleşmesinin ise ne SPKn.'nda ne bir başka özel kanunla düzenlendiği görülmektedir. Buna karşılık PYT'nde portföy yönetim sözleşmesinin şekline ilişkin yazılı şekil zorunluluğunun bir geçerlilik şartı olarak ön görüldüğü görülmektedir. Anılan düzenleme biçimi, BK'na ve normlar hiyerarşisine aykırılık içermektedir. Sadece portföy yöneticiliği değil diğer sermaye piyasası faaliyetlerinin yürütülmesinde de yatırımlarla yetkili kurumlar arasında akdedilecek tüm çerçeve

sözleşmelerin ve bunların esaslarının SPKn. kapsamında düzenlenmek suretiyle, sermaye piyasasının temel varlık nedeni olan yatırımcıların haklarının daha sağlam bir alt yapıya kavuşturulmasının ve yatırımcılara kanundan doğan talep haklarının kazandırılmasının sistemin devamı açısından zaruri olduğu düşünülmektedir.

6.2. Takasbank Nezdinde Gerçekleşen Saklamanın Yatırımcılar Adına Yapılması

Takasbank'ın yetkili kuruma sunduğu saklama hizmetinin niteliği konusunda, Takasbank tarafından toplu bir saklamanın yapılmamasına binaen usulsüz tevdi hükümlerinin uygulanması halinde, yatırımcılar bakımından merkezi saklamanın aracı kuruluşlar adına yapılmasından kaynaklanan, Takasbank'a ve aracı kuruluşun alacaklılarına karşı kısır bir korumaya neden olan olumsuz sonuçların, Takasbank ile yetkili kurumlar arasında akdedilen saklama sözleşmelerinin yatırımcılar tarafından akdedilmesine ve Takasbank nezdinde doğrudan yatırımcıların hesap sahibi olarak görünmelerine yönelik bir sistem değişikliğine gidilmek suretiyle aşılabileceği düşünülmektedir.

6.3. Sözleşmeye Aykırılık Kapsamında Çıkar Çatışmalarının Spesifik Olarak Belirlenmesi

Sermaye piyasasının varlık nedeni ve işlemesinin baş koşulu olan yatırımcıların korunması gereğinden hareketle, sözleşmeye aykırılık kavramının ve buna neden olan hallerden olmak üzere çıkar çatışmaları kavramı üzerinde daha ağırlıklı olarak durulmalıdır. Bu çerçevede, TSPAKB'nin belirlediği "Meslek Kuralları Yönetmeliği" çerçevesinde, çıkar çatışmaları kıstasından hareketle, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan kurumların, yürüttükleri sermaye piyasası faaliyetlerine göre maruz kalacakları çıkar çatışmalarının ve bunlara karşı alınması gereken önlemlerin yazılı ve toplu olarak düzenlenmesinin ve bu kapsamda portföy yöneticiliği faaliyetinin icrasında doğabilecek olan çıkar çatışmalarının da belirlenmesi ve yetkili kurumların bu çıkar çatışmalarından -spesifik olarak- kaçınma yükümlülüğü getirilmesinin yatırımcıların korunması ve sistemdeki güven unsurunun vurgulanması açısından gerekli olduğu düşünülmektedir.

6.4. Mesleki Kurallar/Etik Değerler Eğitimi

Sermaye piyasasında etik değerlerin ve mesleki kuralların daha etkin şekilde öğretilmesi ve sektörde ihtiyaç duyulan oto kontrol mekanizmasının işlemesine yardımcı olmak bakımından, etik değerlerin geliştirilmesi çerçevesinde portföy yöneticilerinin mesleki etik değerlere bağlılıkları konusunda destekleyici eğitici fonksiyonu üstlenmesi için “Lisanslama Düzenlemeleri” kapsamında yeni bir program oluşturulmasının gerekli olduğu düşünülmektedir.

Çıkar çatışmaları analiz edilmelidir. Bunların analizi aynı zamanda stratejilerin ve zayıf yönlerin olduğu kadar sisteme, işleve, oluşturulan model ya da stratejilere dayalı varsayımların da anlaşılmasına olanak verir. Bu sebeple, temel çıkar çatışmaları düzenli olarak gözden geçirilmeli, önemli gelişmelere paralel olarak da değerlendirilmelidir. Bu çerçevede bilgi birikiminin sağlanması amacıyla portföy yöneticileri ve yatırımcılar ile düzenli olarak anket/istatistiksel çalışmaları yapma konusunda Lisanslama ve Sicil Grubu/TSPAKB bünyesinde oluşturulacak bir çalışma grubunun yetkilendirilmesinin, böylelikle portföy yöneticileri bakımından portföy yönetiminde gösterilen özen ve etik kurallara uygunluk konusunda karşılaştırılabilir bir bilgi birikiminin ve bir referans kaynağının oluşturularak, sonuçların kamuya da duyurulmasının gerekli olduğu düşünülmektedir.

6.5. Portföy Yöneticilerinin Şeffaflığı

SEC'nin kayda alma ve kamuya duyurma prosedürüne benzer bir şekilde portföy yöneticilerinin ayrıntılı özgeçmiş, iletişim adresi, adli sicil, sunulacak hizmetlere ve tabi olunan düzenlemeler ve kuruluşlara, yönetilen diğer portföylere ilişkin bilgilerin de yer aldığı ayrıntılı bir kayda alma formunu doldurarak tescil edilmelerinin, söz konusu formların sürekli güncellenerek kamuya duyurulmasının ve TSPAKB tarafından söz konusu kişilerin gözetiminin gerçekleştirilmesinin yatırımcıların faaliyetin şeffaf olarak, itibarlı kişilerce yürütüldüğüne dair güvenlerinin sağlanmasına yardımcı olacağı, yatırımcıların hizmet alabilecekleri seçenekler arasında bilgiye dayalı olarak seçim yapma imkanına kavuşturulması ve böylece rekabetin getireceği kalite ve maliyet avantajlarından sistemin yararlandırılmasının yatırımcılar ve dolaylı olarak sektör açısından faydalı bir yaklaşım olacağı düşünülmektedir.

6.6. Portföy Yöneticileri ve Yatırım Danışmanları Birliği Oluşturulması

Ülkemizde portföy yöneticilerinin ve yatırım danışmanlarının yaşadıkları mesleki sorunları gündeme getirebilecekleri ve yatırım danışmanlığı hizmetinin geliştirilmesi için yapılması gerekenlerin tartışıldığı bir platform bulunmamaktadır. Başta Avrupa ülkeleri olmak üzere çok sayıda ülkede yatırım araştırması, portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmetlerinde asgari etik normların ve mesleki standartların oluşturulmasında öncülük eden mesleki örgütlerin veya birliklerin oluşturulduğu gözlemlenmektedir. Ülkemizde de sermaye piyasalarında faaliyet gösteren portföy yöneticileri ve yatırım danışmanlarının temsil edildiği, faaliyete ilişkin güncel sorunların tartışılıp ve çözüm önerilerinin geliştirildiği, anılan hizmetlere yönelik asgari etik ve mesleki kuralların oluşturulmasına yönelik katkıda bulunabilecek bir portföy yöneticileri ve yatırım danışmanları birliğinin oluşturulmasının sektör açısından zaruri olduğu düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

ARSLAN, Gökhan

2004, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetinde Analistlerin Rolü, Çıkar Çatışmaları, Düzenlemeler ve Türkiye İçin Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi Yeterlik Etüdü, Ankara.

CEYLAN, Ali ve KORKMAZ, Turhan

1998, Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi, Ekin Kitabevi, Bursa.

DEVELİOĞLU, Hüseyin Murat

2001, Portföy Yönetim Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

EREN, Fikret

1998, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. I, B. 6, İstanbul.

EREN, Fikret

1999, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. II, B. 5, İstanbul.

ERSEL, Hasan

2002, “Mesleki-Etik Değerlere Ekonomik Yaklaşım”, TSPAKB Türk Sermaye Piyasasında Mesleki/Etik Kurallar ve Yatırımcı Hakları, Yayın No:4

GÜNERGÖK Özcan

2003, Avukatlık Sözleşmesi, Ankara.

İSKENDER, Ceyda

1999, Portföy Yönetim Teknikleri, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Yeterlik Etüdü, Ankara.

KAPLAN, İbrahim

1996, Banka Sözleşmeleri Hukuku, C. I, Dayınlarlı Hukuk Yayınları, Ankara.

KARAKAŞ, Tülay

2000, Portföy Yönetimi Sözleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.

KIRCA, Çiğdem

2004, Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.

KORKMAZ, Turhan

1992, Portföy Yönetimi ve Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Bursa.

MANAVGAT, Çağlar

Aracılık Faaliyetleri ve Aracılık Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.

MANAVGAT, Çağlar

1996, “Menkul Kıymetlerin Merkezi Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukuki Niteliğine Etkisi”, BATİDER, C. XVIII, S. 4’ten Ayrı Bası.

ÖZKAYA, Eraslan

1997, Vekalet Sözleşmesi ve Kötüye Kullanılması, Seçkin Yayınevi, Ankara.

SPATT, Chester S.

“Conflicts of Interest In Asset Management”,
<http://www.sec.gov/news/speech/spch121604cs.htm>

SÜMER, Ayşe

1998, “Portföy Yönetimi Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu ve Sorumluluk Davaları”, Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN’e Armağan, İstanbul.

ŞENOCAK, Zarife

1995, Borçlunun İfa Yardımcılarından Dolayı Sorumluluğu, Ankara.

TANÖR, Reha

1999, Türk Sermaye Piyasası, C. 1, B. 2, Beta Yayınları, İstanbul.

TOKSOY, Özlem

1992, Portföy Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

UNGER, Laura S.

“Written Testimony Concerning Conflicts of Interest Faced By Brokerage Firms and Their Research Analyst”,
www.sec.gov/news/testimony/0731011tslu.htm

Sermaye Piyasası Kurulu

05.06.2003 tarihli 2002 yılı Faaliyet Raporu.

Sermaye Piyasası Kurulu

02.08.2003 tarihli 2003 yılı Faaliyet Raporu.

Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Mevzuatı

US Securities and Exchange Commission

Part III 17 CFR Parts 239, 249, 270 and 274 “Disclosure Regarding Portfolio Managers of Registered Management Investment Companies-Final Rule”, Federal Register/Vd.69 No: 166.

<http://www.iosco.org> (International Organization of Securities Commissions)

<http://www.sec.gov> (US Securities and Exchange Commission)

<http://www.spk.gov.tr> (Sermaye Piyasası Kurulu)

http://www.spk.gov.tr/afd/akmevcutyetkiler_tüm.asp (10.07.2005)

<http://www.spk.gov.tr/afd/index/html?tur=> (10.07.2005)

http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basinaciklamalari/BasinBulteni21012003_2.html
1 (14.10.2005)

http://www.spk.gov.tr/kyd/pys/pys_index.html?tur=pys (07.04.2005)

http://www.spk.gov.tr/kyd/pys/tumpysmevcut_yetkiler/asp (07.04.2005)

<http://www.tspakb.org.tr> (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği)

