

6362 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU'NDA SERMAYE PİYASASI ARACI KAVRAMI***CAPITAL MARKET INSTRUMENTS IN THE CAPITAL MARKET LAW NUMBERED 6362****Doç.Dr. Burak ADIGÜZEL******ÖZET**

6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu, sermaye piyasası aracı kavramını 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanun'a göre genişletmiş ve değiştirmiştir. Bu değişim hem sermaye piyasası araçlarının türlerinde hem de bu türlerin tanımlanmasında kendini göstermektedir. Menkul kıymetler yanında, türev araç ve yatırım sözleşmeleri olarak ismen sayılan iki yeni sermaye piyasası aracına yer verilmesi ve bu sermaye piyasası araçlarının tanımlanmasındaki farklılık sermaye piyasası aracı kavramını yeni SerPK'ya göre el almayı zaruri hâle getirmiştir. Özellikle tebliğ düzenlemeleri ile de var olan türev araçlar yanında yepyeni bir sermaye piyasası aracı olarak mevzuata giren yatırım sözleşmeleri, kavramın incelenmesi için gereklidir.

Anahtar sözcükler: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, sermaye piyasası aracı, menkul kıymet, türev araç, yatırım sözleşmesi.

ABSTRACT

The new Capital Market Law numbered 6362 broadened and changed the concept of the capital market instrument in accordance with the old Capital Markets Law No. 2499. This change manifests itself both in the types of capital market instruments and in the definition of these types. The introduction of two new capital markets instruments, named as derivatives and investment contracts besides securities, and the difference in defining these capital market instruments have made it necessary to take the concept of the capital market instrument according to the new CML. Investment contracts entering the legislation as a new tool of capital market as well as existing derivative instruments, especially with the notification regulations, are necessary for the examination of the concept.

Keywords: Capital Market Law No.6362, capital market instrument, securities, derivatives, investment contract.

* Bu makale, 26 Mayıs 2017 tarihinde düzenlenen "III. Ticaret Hukuku Uluslararası Sempozyumu"nda tebliğ olarak sunulmuştur.

** Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi, (badiguzel@erciyes.edu.tr).
(Geliş Tarihi : 13.05.2017 / Kabul Tarihi : 25.08.2017)

GİRİŞ

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu¹ (SerPK), yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre pek çok yeni müessese ve düzenlemeyi sermaye piyasası hukukuna getirmiştir. Sürekli değişen ve gelişen ekonomik bir yapı olan sermaye piyasası sürekli olarak yeni kavramların ve kavramlara bağlı müesseselerin olduğu bir nitelik taşır. Aynı durum SerPK içinde geçerli olmuş, 2499 sayılı Kanunun sermaye piyasasının ihtiyaçlarına cevap vermekte yetersiz kalması, yeni bir kanun yapılmasını gerekli kılmıştır.

Bu yenilenme sermaye piyasasında işlem gören sermaye piyasası araçları içinde yeni bir tanım ve bu tanıma bağlı sermaye piyasası araçları için de olmuştur. Eski SerPK'daki tanım ve yeni SerPK tanımı birbirinden oldukça farklı olduğu gibi, tanımdan yer alan sermaye piyasası araçlarının türleri ve nitelikleri de birbirinden ayrılmaktadır.

Bu çerçevede 6362 sayılı SerPK'daki sermaye piyasası aracı kavramı ve içinde yer alan sermaye piyasası araçları ele alınmış, 2499 sayılı mülga SerPK ile 6362 sayılı SerPK arasında sermaye piyasası aracı kavramı arasındaki farklar ortaya konulmaya çalışılacaktır.

I.SERMAYE PİYASASI ARACI KAVRAMI

Bu konuda SerPK'da tanımlar kısmında bir düzenleme yer almaktadır. SerPK m.3 (ş) bendinde, sermaye piyasası aracı "*Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları*" olarak tanımlanmıştır.

Yeni düzenleme sermaye piyasası aracını, kanunî olarak türleri üzerinden ele almıştır. Bu konuda, ESerPK m.3 (b)'den farklı bir düzenleme yoktur. Ancak sermaye piyasası araçlarının türleri genişlemiştir. Zira eski 2499 sayılı kanunda sermaye piyasası araçları, sadece menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak ayrılmıştı. Yeni düzenlemede, diğer sermaye piyasası araçları şeklindeki genellemenin içinden türev araçlar ve yatırım sözleşmeleri bir kavram olarak ayrılmış ve Kanunda sermaye piyasası aracı türü olarak gösterilmiştir.

Yeni düzenlemeye ilişkin gerekçede, sermaye piyasası araçları gibi temel kavramlarda yeni Kanunun sistematigine, AB mevzuatına ve piyasanın ihtiyaçlarına uyumu teminen önemli değişiklikler yapılmıştır denmektedir.

AB hukukunda, 21 Nisan 2004 tarihli 2004/39/EC sayılı finansal enstürümanlara ilişkin direktifinde (MiFID)², sermaye piyasası araçları devredilebilir menkul kıymetler, para piyasası enstürümanları, kolektif yatırım girişimleri, türev araçlar olarak belirtilmiştir.

Buna karşılık, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) hukukunda, Securities Act 1933'de "Tanımlar" başlıklı, m.2 (a) 1'de sermaye piyasası araçları sayılırken, bizim kanunumuzda sayılanlar ve onların dışında başka sermaye piyasası araçlarının teker teker sayılması yoluna gidilmiştir.

Alman Hukukunda ise, Sermaye Piyasası Araçlarının Ticareti Hakkında Kanun (*Wertpapierhandelsgesetz*) § 2'de, sermaye piyasası araçları, temel olarak menkul kıymetler ve türev araçlar olarak ayrılmıştır.

İngiliz hukukunda da ayırım, AB hukuku esas alınarak düzenlenmiştir.

Bu bakımdan, 2499 sayılı mülga SerPK'ya göre, 6362 sayılı SerPK'da sermaye piyasası araçları kavramı ismen gösterilerek ve tanımlanarak genişlemekte, böylelikle AB ve ABD hukuklarına uyum sağlama amacı olduğu anlaşılmaktadır.

Esasında, 2499 sayılı SerPK'da yer alan menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarından, menkul kıymet, türev araç, yatırım sözleşmeleri ve diğer sermaye piyasası araçlarına doğru gelişme, türev araçlar açısından sermaye piyasasının uygulamasındaki gelişme ile ortaya çıkmıştır. Zira 2499 sayılı ESerPK yürürlükte iken de türev araçlar Türk sermaye piyasasında yer almakta ve bunların hukukî altyapısı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tebliği ile sağlanmaktaydı. Ancak yatırım sözleşmeleri, bunun dışında hali hazırdaki Türk sermaye piyasası için yeni bir sermaye piyasası aracı olarak kendini göstermektedir.

1 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

2 *Markets in financial instruments directive.*

II. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ TÜRLERİ

A.MENKUL KIYMETLER

Sermaye piyasası araçları tanımı içinde yer alan menkul kıymet, SerPK m.3 (o)'da ayrıca tanımlanmıştır. Bu hükme göre, menkul kıymet, *Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere;*

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

2) *Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarıdır.*

2499 sayılı ESerPK'dan farklı olarak, SerPK menkul kıymet olarak belirlenen sermaye piyasası araçlarını sayma yoluyla bir tanımlamaya gitmiştir. Hâlbuki ESerPK, menkul kıymetleri "*Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır*" diyerek unsurları üzerinden tanımlamıştı. Sermaye piyasalarına ait günümüz düzenlemeleri açısından yeni düzenleme uyumludur. Örneğin, Alman hukukundaki düzenleme benzer yöndedir. Bununla beraber, kanımızca eski tanımdaki menkul kıymete ait unsurlar değişmemiş olup, bir menkul kıymet yine bu unsurların varlığı hâlinde menkul kıymet olabilecektir. Dolayısıyla, menkul kıymet yine ya ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlayan bir nitelik taşıyacaktır. Nitekim menkul kıymetin tanımında yer alan ikili ayırmadaki pay ve borçlanma araçları temelde bunu ortaya koymaktadır.

ESerPK m.3/b'de sermaye piyasası araçları tanımlanırken, nukut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır şeklindeki hüküm, 6362 sayılı SerPK'ya da taşınmıştır. Ancak ESerPK'dan önemli fark, mevduat sertifikaları bundan müstesnadır ibaresinin yeni SerPK'ya alınmasıdır.

Mevduat sertifikaları, bankalara belirli bir vade ile yatırılan paralar karşılığında mevduat sahibine, yatırdığı mevduatın tutarını ve vadesini göstermek üzere verilen, hamiline yazılı bir belgedir. Mevduat sertifikasını, vadeli hesaba sahip mudilere verilen karne veya senet şeklindeki banka tahvili olarak da tanımlamak mümkündür. Bu aracın sermaye piyasası aracı içinde sayılmaması esasen 1980'lerdeki banker krizi sonucu ortaya çıkan mağduriyetlerin,

bu araçlardan kaynaklanmasındı. Yeni 6362 sayılı SerPK mevduat sertifikasını sermaye piyasası aracı olamayacaklar içinden çıkardığına göre, SPK tarafından sermaye piyasası aracı kapsamında olduğu belirlendiği takdirde, düşüncemize göre mevduat sertifikası da bir sermaye piyasası aracı olarak borsa ve teşkilatlanmış piyasalarda şartları belirlenerek işlem görebilir. Yeni düzenlemeye göre, menkul kıymetler; *Pay Senetleri, Borçlanma Araçları, Menkul Kıymetleştirilmiş Varlık ve Gelirlere Dayalı Borçlanma Araçlarıdır.* Bir de bunlara ek olarak bu menkul kıymetlerin karşılığı olan depo sertifikaları tanım içinde yer almaktadır.

Bununla birlikte menkul kıymetler burada sınırlı olmayacaktır SerPK m.128/1-e ile verilen yetkiyle, SPK çıkaracağı tebliğlerle başka menkul kıymetler oluşturabilir. Bunlar kanuni tanımda sayılandan farklı bir isim altında olan, ancak yine menkul kıymetin unsurlarını barındıran bir sermaye piyasası aracı olacaktır.

Pay senetleri ve borçlanma senetleri dışında, varlık ve gelirlere dayalı menkul kıymetlerde ihraççı, ihraç ettiği menkul kıymetin dayanağı olarak bir varlık veya elde edeceği bir geliri karşılık göstermekte, bu sermaye piyasası aracının anapara ve getirisini buradan ödeyeceğini taahhüt etmektedir. SerPK m.59'da yer alan ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeden ortaya çıkan sermaye piyasası araçlarıdır. Yine kira sertifikası olarak adlandırılan, uluslararası literatürde sukuk olarak isimlendirilen sermaye piyasası aracı da gelirin karşılık gösterildiği bir sermaye piyasası aracıdır.

Depo sertifikaları ise, yabancı menkul kıymetler olarak adlandırılan, Türkiye'de mukim olmayan yabancı sermayeli ihraççıların menkul kıymetlerinin karşılığı olarak, Türkiye'de çıkarılan menkul kıymetlerdir³.

Sermaye piyasası mevzuatında, HAAO'ların pay senetleri, şirketlere ait tahviller, banka bonoları, yatırım fonu katılma belgeleri, ipotekli sermaye piyasası araçları, varantlar, kira sertifikaları ismen sayılabilecek belli başlı menkul kıymetlerdir.

3 SPK'nın çıkarmış olduğu VII-128.4 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçları Ve Depo Sertifikaları İle Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği'nin 4/b maddesinde depo sertifikası, Saklama kuruluşlarında saklanan yabancı sermaye piyasası araçlarını temsilen depocu kuruluş tarafından ihraç edilen ve sahibine bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, nominal değeri Türk Lirası olarak veya T.C. Merkez Bankasınca günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracı olarak tarif edilmiştir.

B.TÜREV ARAÇLAR

Türev araçlar (*derivatives*) SerPK m.3/(u)'da bu bentte sayılanlar ile SPK tarafından bu kapsamda olduğu belirtilen diğer türev araçlar olarak öngörülmüştür. Daha önceki 2499 sayılı SerPK'da bir sermaye piyasası aracı olarak sayılmayan türev araçlar, yeni düzenlemede ayrı bir sermaye piyasası aracı olarak sayılmıştır. Türev araçların nitelikleri ve sermaye piyasasındaki yerleri dikkate alındığında, bu sermaye piyasası aracının ismen sayılması ve bunların çeşitlerinin ortaya konulması gereklidir. Türev araçlar, ayrı bir piyasada işlem görürler. Buna türev araçlar piyasası denir. Türk hukukunda vadeli işlem ve opsiyon borsası (VİOP) adıyla kurulmuş, yeni düzenlemede vadeli işlem ve opsiyon piyasası adı altında Borsa İstanbul A.Ş altında ayrı bir piyasa hâline getirilmiştir.

SerPK m.3/u'da sayılan türev araçlar; 1. Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçlar ile 2. Değeri; Bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; Kredi riski transferi sağlayan, Enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, Bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçlar ve 3. Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri, olarak sınıflandırılmıştır

Türev araç, kısaca değeri başka bir finansal varlığın veya malın değerine doğrudan bağlı olan finansal araçlardır⁴. Türev araçlar, dayanak varlığın sahipliğinin el değiştirmesine gerek olmaksızın, bu varlıkla ilgili hak ve yükümlülüklerin ticaretine imkân sağlar.

Bu çerçevede, ilgili hüküm gereğince, tanımını verdiğimiz bir menkul kıymeti satma, alma veya birbiriyle değiştirme hakkını sağlayan bir sermaye

ye piyasası aracı da türev araç kabul edilmektedir. Bu türev araçlar arasında en başta gelenler, *future*, *forward*, *opsiyon* ve *swap* muameleleridir. Buradan da anlaşılacağı üzere, türev araçların temeli sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde bir varlık üzerinden türetilen yeni bir değer işlemin konusunun oluşturması nedeniyle bu araçlara türev araç denilmiştir⁵.

Türev araçların temeli, vadeli işlem (*future*) sözleşmeleridir. Ancak geniş anlamda vadeli işlem sözleşmeleri, türev araç olarak ifade edilen tüm sözleşmeler için kullanılmaktadır⁶.

Vadeli işlem sözleşmeleri, tarafların ifası gelecekte gerçekleşmek üzere bugünden belirlenmiş miktar ve niteliklere bağlı olarak hak sahibi olunması ve borç altına girilmesi üzerine iradelerinin uyutukları sözleşmeler olarak açıklanabilir⁷.

Buna karşılık vadeli teslim (*forward*) sözleşmeleri, ileri tarihli teslim olunacak bir malın veya mali bir aracın vade, miktar ve fiyatının bugünden anlaşıldığı bir sözleşmedir⁸.

Opsiyon (*option*) sözleşmeleri ise, sözleşmeyi elinde tutanlara belli bir varlığı, gelecekte belli bir fiyattan ileride belirlenmiş bir tarihte satma veya satın alma hakkı tanıyan sözleşmedir⁹. İşlemin yapılıp yapılmaması bir tarafın iradesine bağlı olduğundan kesin sonuç doğurmayan nitelikte olup, türev araçların içinde kendine özgüdür¹⁰.

Swap sözleşmesinde ise, taraflar faiz ya da döviz değeri farklı birçok varlık ya da varlıklara ilişkin değişkenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları da, türev araç olarak kabul edilmiştir. Bu türev araçlarda dayanak tek bir değişken olabileceği gibi, birden fazla da olabilir. Bunlar da *future*, *forward*, *opsiyon* ve *swap* sözleşmelerinin işlem görmesiyle türev araç olarak ortaya çıkarlar.

İkinci maddede sermaye piyasasında işlem görürken değeri farklı birçok varlık ya da varlıklara ilişkin değişkenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları da, türev araç olarak kabul edilmiştir. Bu türev araçlarda dayanak tek bir değişken olabileceği gibi, birden fazla da olabilir. Bunlar da *future*, *forward*, *opsiyon* ve *swap* sözleşmelerinin işlem görmesiyle türev araç olarak ortaya çıkarlar.

5 **Chambers**, s.1, **Penezoğlu**, Gökhan Yusuf (2004) Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul, Beta s.5.

6 **Penezoğlu**, s.21, **Tanör**, Reha (2000) Türk Sermaye Piyasası, C.I, İstanbul, Beta, s.269.

7 Özşahin, Kerem Ahmet (2004) Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, SPK Yayınları, s.7.

8 **Apak**, Sudi/**Uyar**, Metin (2011) Türev Ürünler ve Finansal Teknikler, İstanbul, Beta, s.55, Özşahin, s.14,

9 **Apak/Uyar**, s.73.

10 Özşahin, s.13.

11 **Apak /Uyar**, s.108.

4 Aynı yönde; **Chambers**, Nurgül (2007) Türev Piyasalar, İstanbul, Beta, s.1, Bir diğer tanım türev aracı, kredi alma, yabancı para ile borçlanma, satın alınacak mal fiyatında artma gibi asil finansal araçlarla fiyat, döviz kuru, faiz oranı riskinden korunmak veya spekülasyon gelir elde amacıyla yapılan vadeli işlemler olarak belirtilmektedir. Uluslararası Muhasebe Standartları No:39.

Üçüncü maddede SerPK, varlıklar üzerindeki kaldıraçlı işlemlerin de türev araç olarak kabul edildiğini belirtmiştir. Forex¹² (*kaldıraçlı alım satım*) olarak adlandırılan işlemlerde, yatırımcılar yatırılan teminat tutarı karşılığında çeşitli ülkelerin para birimleri, emtia, kıymetli maden, sermaye piyasası kurulunca belirlenen diğer varlıkların fiyatlarındaki değişim üzerinden gelir elde etmeyi amaçlamakla birlikte tersi durumda zararda etmektedirler. Forex'de iki ülke parasının birbirine ya da petrol, altın gibi emtia ve kıymetli madenlerin bir ülke parasına göre değeri alım satıma konu olmakta ve yatırımcılara yatırdıkları teminatın belirli bir katına kadar işlem yapma olanağı verilmektedir¹³.

C. YATIRIM SÖZLEŞMELERİ

Avrupa hukuku düzenlemelerinde, yatırım sözleşmelerinin (*investment contract*) sermaye piyasası aracı olma niteliğine rastlanmamaktadır. Yatırım sözleşmelerinin sermaye piyasası aracı olma niteliği, Amerikan hukukunda 1933 tarihli ABD *Securities Act*'da sermaye piyasası aracını tanımlayan m.2/1'de ve 1934 tarihli *Securities and Exchange Act*'da yine sermaye piyasası aracını tanımlayan m.3/10'da yer almaktadır.

Yatırım sözleşmesi, özel olarak ismen belirtilmeyen bir işlemin nitelik itibarıyla sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmesine imkân sağlayacak şekilde ele alınmış bir niteliktedir¹⁴. Yani yatırım sözleşmesi kavramı aslında bir torba kavram niteliğindedir. Eğer bir sermaye piyasası aracı menkul kıymet ve türev araç niteliğinde değilse ve sermaye piyasasında işlem görüyor ve alınıp satılabiliyorsa, bunlara yatırım sözleşmeleri adı verilmektedir.

ABD Sermaye Piyasası Kurumu (*Securities Exchange Commission SEC*) ise yatırım sözleşmesini, bir muamele ya da program çerçevesinde üçüncü bir kişi veya bu işlem ya da programın organizatörünün liderliğindeki bir ortak girişimden kâr elde etmek ümidiyle bir yatırımcının para yatırmasını temel alan anlaşma olarak tarif etmiştir¹⁵.

Bir başka tanım ise, yatırım sözleşmesi esasen, bir işlem veya proje vasıtasıyla ortak bir girişime para yatırılması ve yatırımcının bu yatırım nedeniyle üçüncü kişilerin çalışmaları sonucunda bir menfaat elde edeceğini ümit ettiği sözleşme şeklindedir. Bu tanım, Amerikan Yüksek Mahkemesi (*Supreme Court*) ve federal mahkeme kararlarıyla içtihat hukukunda oluşmuş olup, *Howey Test* olarak anılmaktadır¹⁶.

Howey Test kararı, bir sözleşmenin yatırım sözleşmesi olup olmadığı tayinde yerel ve federal mahkemelere yol gösteren ana içtihat niteliğindedir. Bu içtihat esas alınan yatırım sözleşmesinin unsurları temel alınarak çok farklı sözleşmelerin sermaye piyasası aracı olup olmadığı mahkemelerce tartışılmış ve kararlar, daha sonraki sözleşmenin yatırım sözleşmesi olup olmadığını belirlemede esas alınmıştır¹⁷.

Bir yatırım sözleşmesinin varlığı için dört unsur gereklidir. Bir para yatırımı, müşterek bir teşebbüs, kâr elde etme ümidi ve üçüncü kişilerin veya program organizatörlerinin çabaları.

Yatırım sözleşmesi için gerekli olan bir paranın varlığının illaki gerçek anlamda nakit nitelikte olması gerekmemektedir. Para yerine kullanılacak varlıkların ya da nakde çabucak çevrilebilecek değerlerin yatırılması da mümkündür. Ayrıca bu yatırımın finansal bir geri dönüşünün olacağı ümidiyle yatırımcı tarafından konulması gerekmektedir¹⁸.

Müşterek bir teşebbüsten kasıt ise, bireysel yatırımcıların bir yönetici idaresinde ortak çıkarlarının birleştirilmesidir¹⁹.

12 Esas itibarıyla forex, bir ülkenin para birimi karşılığında başka bir ülke parasının alımı ya da satımı olarak tanımlanmaktadır. Forex, yani döviz alım satım işlemleri ticari, yatırım, riskten korunma ya da spekülasyon amaçlarıyla dövizde duyulan ihtiyaçtan dolayı yıllardır uluslararası kambiyo piyasalarında gerçekleştirilmektedir. www.spk.gov.tr.836.pdf (Erişim Tarihi: 28.04.2016).

13 Forex piyasası hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Kaldıraçlı İşlemler İlişkin Bilgi Kitapçığı, www.spk.gov.tr.

14 Yanlı, Veliye (2016) Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmeleri Kavramı, *Batider C. XXXII Sa. 3, s.5-35*.

15 www.sec.gov (Erişim Tarihi 28.04.2016).

16 SEC v. W.J.Howey Co. 328 U.S. 293 1946. SEC, Howey şirketine karşı açtığı davada, bu şirketin işletme konusu çerçevesinde ağaç sahipleri ile yaptığı sözleşmelerin, sermaye piyasası düzenlemelerine tabi bir yatırım sözleşmesi niteliğinde olduğunu, bu nedenle de sermaye piyasasında kayda alınması gerektiğini belirtmiştir. Mahkemede, sermaye piyasası düzenlemelerine göre yatırım sözleşmesi anlamında bir sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmiştir. Mahkeme, önünde Howey şirketinin yaptığı işlemi sermaye piyasası aracı olarak kabul ederken yatırımcıya uygulanan pazarlama yöntemi dâhil, sunulan programı bir bütün olarak değerlendirmiştir.

17 Örneğin, Florida Bölge Temyiz Mahkemesi önüne gelen bir davada tek başına bir yatırımcıya, %10 faizle 15 koşumlu yarış atının beşini satmasını ve satış fiyatına ek olarak da, satıcının elde edilecek tüm kazançların yüzde onunu alması karşılığında, atların bütün giderlerin yüzde onunu ve bahisten harçlarını karşılaması yönündeki bir sözleşmeyi, Florida Menkul Kıymet Satışı Hakkında Kanun (*Florida Securities Sale Law*) hükümleri çerçevesinde bir yatırım sözleşmesi olarak kabul etmiştir. Courtney, W.Robert (1979-1980) *Securities Regulation: Narrowing The Definition Of Investment Contract*, *Stetson Law Review*, Volume 9, s.26-273.

18 Soderquist, D. Lary/Gabaldon, Theresa (2004) *Securities Law*, Second Edition, New-York, Thomson-West, s.4.

19 Soderquist/Gabaldon, s.4-5, Steinberg, I. Marc (2000) *Understanding Securities Law*, Third Edition, New York, Lexis-Publishing, s.15.

Katılımcıların ortak gayesi kâr elde etmektir. Bu amaç olmazsa, bir yatırım sözleşmesinden bahsedilemez.

Yatırım sözleşmelerinde, yatırımcılar pasif olamamakla birlikte, amaç olan kârı sağlama müşterek yatırımcıların parasını yönetenlerin çabaları, yatırımın başarılı ya da başarısız olmasına yol açar²⁰. Bununla birlikte yatırımcıların ortak amaca ulaşmadaki etkisi, müşterek yatırımı yönetenlere nazaran pasif bir nitelikte de sayılabilir. Zira onların etkisi sadece müşterek yatırıma yönlendirilen sermaye hakkında karar vermede olmaktadır. Müşterek yatırımı yönlendirme ve kârı sağlayıp sağlayamama tamamen yöneticilere aittir.

Howey Testi, somut olayda sermaye piyasası düzenlemelerinin uygulanmasını gerekli kılan bir durumun varlığının tespitine yöneliktir²¹.

Bunlarla birlikte yatırım sözleşmelerinin sermaye piyasası aracı niteliği tartışma konusu olmuştur. Zira bir muamele ve programın alınıp satılabilen bir sermaye piyasası aracı olamayacağı, hatta geniş halk kitlelerine satılamayacağı ileri sürülmüştür²². Nitekim ABD mahkemelerinin bu konuda verdiği sonraki kararlarda, borçlanma araçlarının geniş bir halk kitlesine satılabilir olmasını, sermaye piyasası aracı olma niteliği bakımından önemli görmüş²³, yine sermaye piyasalarında işlem görmeyen, sadece bir kaç yatırımcı ile özel müzakereler sonucu işlem konusu olan muameleleri yatırım sözleşmesi kapsamında saymamıştır²⁴.

ABD'de eyalet hukukları ile federal hukukun bu konuda çelişkili kararları, hangi sözleşmelerin hangi hukuka göre yatırım sözleşmesi kapsamında birer sermaye piyasası aracı olarak sayılması gerektiği tartışmasını sürdürmektedir. Nitekim bu nedenle ABD doktrininde sermaye piyasası aracı kavramının özellikle yatırım sözleşmeleri bağlamında mahkemelerin vermiş olduğu kararlar göz önüne alındığında yeniden tanımlanması gerektiği, bu tanımın federal anlamda bir kanuni düzenlemede yer almasının ulusal sermaye piyasası hukuku için gerekli olduğu son dönemde ileri sürülmektedir²⁵.

ABD hukukunda Howey testi yanında bazı mahkemeler tarafından nadiren başvurulsa da, risk sermayesi testi olarak adlandırılan bir testin de bir işlemin yatırım sözleşmesi kapsamında sermaye piyasası aracı olup olmadığını belirlemede esas alınmıştır²⁶. Bu teste göre, bir sermaye piyasası aracının varlığından bahsedilmesi için yatırımcıya sunulan plan, program, sözleşme ya da işlemin, müşterek bir işletme bünyesinde yapılıyor olması şartı aranmayacak, yatırımcıya sunulanın getirisinin diğer bir kişinin faaliyetinden kaynaklanıyor olmasını yeterli kabul edilecektir²⁷. Bu test bakımında dört faktörün varlığı aranmaktadır. Bunlar; yatırımcıya bir teklifte bulunan kişiye bir sermaye sağlanması, bu sermayenin işletmenin riskini taşıması, yatırımcının bu yatırımdan dolayı bir menfaat sağlama beklentisi içinde bulunması ve yatırımcının fiilen ve yönlendirme olarak yatırım konusu işletmede herhangi bir etkisinin olmamasıdır.

Amerikan Hukukunda yatırım sözleşmesi olarak kabul edilen özel bazı girişim modelleri ortaya çıkmıştır. Bir sınırsız sorumlu ortaklık olarak *general partnership*, yönetici sınırsız, ortakları sınırlı sorumlu olan *limited partnership*, sınırlı sorumlu şirket olarak *limited liability companies*, hizmet sözleşmeleri ile kombine edilmiş gayrimenkuller üzerinde haklar şeklinde *property interests combined with service contracts* ve ürün satışı amaçlayanlar dışında, örneğin hizmet vermeyi amaçlayan teşebbüslere ilişkin özel franchise sözleşmeleri²⁸ bu çerçevede sayılabilir²⁹.

Sonuçta yatırım sözleşmelerinin sermaye piyasası aracı olma niteliğinin değişen zamana ve yatırım planlarına göre mahkemeler ve doktrin tarafından yorumlanarak ortaya konulabileceği söylenebilir³⁰. Ancak Türk hukukunda mahkeme önünde yatırım sözleşmesinin tanımlanmasının imkânı ancak sözleşme taraflarının bu konuyu davada bir sorun yaptıkları takdirde mümkün olabilecektir. Zira Türk hukukunda SPK'nın bu konuda bir yatırım sözleşmesinin yatırım sözleşmesi olduğu yönünde bir dava açması çok mümkün değildir. Bu nedenle

20 Soderquist/Gabaldon, s.7, Steinberg, s.14.

21 Yanlı, s.18.

22 Soderquist/Gabaldon, s.8-9.

23 Reves v. Ernst&Young 494 U.S. 56 (1990).

24 Marine Bankv. Weaver, 455 U.S. 551 (1982).

25 Blount, Justin/Thornley, Drew (2015-2016) Federal Preemption in Securities Laws, the Investment Contract, and Macroprudential Financial Regulation, Depaul Business & Commercial Law Journal, Volume 14, s.273-322.

26 Yanlı, s.19.

27 Yanlı, s.19.

28 Örneğin ABD Hukukunda Lease-Back Sözleşmeler, yatırım sözleşmesi kapsamında değerlendirilmiştir. Bu konuda; SEC v. Edwards, 540 U.S. 389,2004.

29 Bu konuda, Kütükçü, Doğan (2004) Sermaye Piyasası Hukuku C.I, İstanbul, s.415 vd, Steinberg, s.16-21.

30 Selvers, M. Jerome (1973-1974) Investment Contracts : Expanding Effective Securities Regulation, St. John's Law Review 48 St. John's L. Rev, s.525.

SPK'nın sonuçta bu konuyu açıklığa kavuşturmak için bir tebliğ yayınlaması daha öngörülebilir bir durumdur. Kanımızca da, bu konuda ABD hukukundaki örnekler Türk hukuku ile uygun düştüğü ölçüde dikkate alınarak tebliğ düzenlemesi yapılması söz konusu olacaktır.

Zaten aslında ABD hukukunda da bir sözleşmenin yatırım sözleşmesi kabul edilmesinin amacı, bu sözleşme ilişkisinin sermaye piyasası mevzuatı kapsamına girip girmediğinin tayini meselesidir.

D. DİĞER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

Diğer sermaye piyasası araçları, SerPK m.3(ş)' de sermaye piyasası araçları tanımlanırken, menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri dışında kalan ve bu kapsamda olduğu Kurulca belirlenen araçlar olarak tanımlanmıştır. Buna göre, diğer sermaye piyasası araçları, ancak SPK tarafından bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilen, şartları SPK'nın çıkaracağı tebliğlerle belirlenen ve sermaye piyasası mevzuatında ismen sayılmayan sermaye piyasası araçlarıdır. Dolayısıyla bu araçlar bir menkul kıymet, bir türev araç ve yatırım sözleşmesi niteliği taşımayacaktır.

SPK tarafından belirlenen şartlar dâhilinde yeni sermaye piyasası aracı tipleri oluşturulabilir. Bu SPK'nın tebliğ çıkarma yetkisine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu şekilde Kanunda yer almayan bir sermaye piyasası aracını ortaya yetkisinin SPK'ya tanınması, sermaye piyasasının oldukça dinamik yapısıyla doğrudan alâkalıdır. Zira bugün olmayan bir sermaye piyasası aracının daha sonra piyasada işlem görme gerekliliği yani böyle bir araca ihtiyaç doğabilir. Kanunda sayılanlar dışında bir sermaye piyasası aracı ihtiyacı doğması, bunun kanun değişikliği olmaksızın, SPK yetkisi ile ihraç edilebilme ve işlem görmesini sağlayacaktır. Yetkisini anayasadan almayan bir hususun hukukî olmayacağı düsturu, SPK yetkisi bakımından geçerli değildir. Nitekim Anayasa Mahkemesi de, söz konusu yetkiyi anayasa aykırı bulmamıştır.

Kanımızca TTK m.831 uyarınca bunların kıymetli evrak niteliğinin olması da mümkündür. Zira ilgili maddenin ilk fıkrası, "İmza edenin, yer, zaman ve tutar bakımlarından belirli nakdî ödemelerde bulunmayı ve belirli miktarda misli şeyler teslim etmeyi borçlandığı senetler, açıkça emre yazılı oldukları takdirde ciro ile devredilebilirler" diyerek bir senet düzenleyen tarafların kanunda yer almayan bir kıy-

metli evrak meydana getirebileceğini öngörmüştür. Bu bakımdan diğer sermaye piyasası araçları içinde yer alacak bir araç da, bu özellikleri taşıdığı takdirde kıymetli evrak kapsamı içinde değerlendirilecektir.

III. SONUÇ

6362 sayılı SerPK, 2499 sayılı SerPK'ya göre daha geniş bir ayırım ile menkul kıymetlerin yanına ismen sayılan türev araçlar ve yatırım sözleşmeleri olarak yeni sermaye piyasası araçları eklemiştir. Sermaye piyasasında en yoğun işlem gören menkul kıymetler yanında türev araçların da ikinci işlem görme kapasitesine sahip sermaye piyasası aracı olması, bunların ismen sayılmasını ve tanımlanmasını zaruri kılmıştır.

Menkul kıymetlerin, unsurları ele alınarak tanımlanmak yerine türleri üzerinden ele alınarak tanımlanması modern sermaye piyasası düzenlemelerinin yöntemidir. Bu türev araçlar için de geçerli olarak 63362 sayılı SerPK'da kabul edilmiştir.

Yatırım sözleşmeleri ise, sermaye piyasamız için yeni bir sermaye piyasası aracı çeşididir. Esasen ABD hukukunda yer alan bu sermaye piyasası aracı türü, ABD hukuku esas alındığında muğlak ve üzerinde tartışma olan bir nitelikte olduğundan, SerPK, bu sermaye piyasası aracını tanımlama yoluna gitmemiştir. ABD hukukunda yargı kararları ile içeriği belli edilen bu sermaye piyasası aracının, kanımızca Türk hukukunda bir SPK tebliğ düzenlemesine ihtiyaç olacaktır. Yani tebliğ, bu sermaye piyasası aracı için yol gösterici olacak, uygulama ve SPK kararları ya da sonuçta yine yargı bu sermaye piyasası aracının çerçevesini çizecektir.

Diğer yandan, aynı 2499 sayılı SerPK'da olduğu gibi diğer sermaye piyasası araçları başlığı altında, SPK tebliğleri ile düzenlenecek ve tanımlanacak ancak Kanununda yer alıp ismen sayılan sermaye piyasası araçları içine girmeyen sermaye piyasası araçları ortaya çıkarmak da mümkündür.

6362 sayılı SerPK'nın sermaye piyasası araçları düzenlemesi ve tanımlaması günümüz sermaye piyasası için uygun ve güncel olmakla birlikte, sermaye piyasası sistemimizde bugüne kadar olmayan yeni bir sermaye piyasası aracını mevzuata koymak bakımından da önceki kanun düzenlemesinden farklı bir durumu ortaya koymuştur. Kanımızca sermaye piyasasında menkul kıymet ve türev araçlar dışında yatırım sözleşmeleri adlı sermaye piyasası aracı, kesin ve net bir tanımı olmaması ile tartışma yaratacak ve yeni SPK düzenlemeleri ve yargı kararları ile şekillenecek bir nitelikte olması ile 63362 sayılı SerPK'nın getirdiği en önemli yeniliklerden biridir.

KAYNAKÇA

Apak, Sudi/**Uyar**, Metin(2011) , Türev Ürünler ve Finansal Teknikler, İstanbul, Beta Yayınevi.

Blount, Justin/**Thornley**, Drew (2015-2016) , Federal Preemption in Securities Laws, the Investment Contract, and Macroprudential Financial Regulation, Depaul Business & Commercial Law Journal, Volume 14.

Chambers, Nurgül (2007), Türev Piyasalar, İstanbul, Beta Yayınevi.

Courtney, W.Robert (1979-1980), Securities Regulation: Narrowing The Definition Of Investment Contract, Stetson Law Review, Volume 9.

Kütükçü, Doğan (2004), Sermaye Piyasası Hukuku C.I, İstanbul, Beta Yayınevi.

Özşahin, Kerem Ahmet (2004), Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, SPK Yayınları.

Penezoğlu, Gökhan Yusuf (2004), Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul, Beta Yayınevi.

Selvers, M. Jerome (1973-1974), Investment Contracts : Expanding Effective Securities Regulation, St. John's Law Review 48 St. John's L. Rev..

Soderquist, D. Lary/**Gabaldon**, Theresa (2004), Securities Law, Second Edition, New-York, Thomson-West.

Steinberg, I. Marc (2000), Understanding Securities Law, Third Edition, New York, Lexis-Publishing.

Tanör, Reha (2000), Türk Sermaye Piyasası, C.I, İstanbul, Beta Yayınevi.

Yanlı, Veliye (2016), Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmeleri Kavramı, Batider C. XXXII Sa. 3.