

Türk Hukukunda Merkezi Karşı Taraf Kuruluşlarının Temerrüt Haline İlişkin Düzenleme İhtiyacı ve Örnekler Işığında Öneriler*

Regulatory Necessitate regarding Default of Central Counterparties in Turkish Law and Proposals in the Light of Samples

Harun ERYİĞİT**

ÖZ

Merkezi karşı taraf kuruluşları piyasalardaki işlevleri gereği modern finansal sistemin en önemli yapı taşlarından birini oluşturmaktadır. Ancak finansal piyasalarda yaşanan büyük krizler bu kuruluşların da sorgulanmasına neden olmuştur. Bu kapsamda özellikle merkezi karşı taraf kuruluşlarının ödeme gücü yeterliliği ve bu yeterliliğin kaybı nedeni ile ortaya çıkacak temerrüt durumu yasa yapıcıların dikkatini çekmiş, konu özel olarak düzenleme altına alınmıştır. Ülkemizde merkezi karşı taraf kuruluşlarına ilişkin temel düzenlemelerin yapıldığı kanun ve ikincil mevzuatta bu yönde bir hükme yer verilmediği görülmüş, bu kapsamda ESMA bünyesinden seçilen merkezi karşı taraf kuruluşlarının prosedürleri incelenerek öneriler getirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Merkezi Karşı Taraf Kuruluşu, Merkezi Takas Kuruluşu, Karşı Taraf Riski, Merkezi Karşı Taraf Kuruluşu'nun Temerrüdü, Merkezi Karşı Taraf Kuruluşu'nun İflası, ESMA, EMIR.

ABSTRACT

By virtue of their functions in markets, central counterparties have been considered as an integrant part of modern financial system. Though major financial crises gave rise to questions about structure of these institutions. Based on this questions, the solvency of central counterparties and default situation which arises due to the

* Makale gönderim tarihi: 06.05.2021. Makale kabul tarihi: 26.07.2021. Harun Eryiğit, "Türk Hukukunda Merkezi Karşı Taraf Kuruluşlarının Temerrüt Haline İlişkin Düzenleme İhtiyacı ve Örnekler Işığında Öneriler", *İstanbul Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 8, Sayı 2, 2021, s. 535-555; <https://doi.org/10.46547/imuhfd.2021.08.02.04>.

** Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, İletişim: İstanbul Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi - Göztepe Mah. Atatürk Cad. No: 40/16 34815 Beykoz/İstanbul. heryigit@medipol.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-6066-1287>.

loss of solvency has drawn the attention of lawmakers and the issue has been particularly regulated. However it is perceived that not such provisions have been took place in the law and secondary legislation in which the basic regulations regarding central counterparty organizations in Turkish legal system. In this framework the default situation of central counterparties is assessed in the light of central counterparty institutions selected from ESMA.

Keywords: Central Counterparty Institutions, Central Clearing Institutions, Counterparty Credit Risk, Default of Central Counterparty Institutions, Insolvency of Central Counterparty Institutions, ESMA, EMIR.

Giriş

Karşılıklı olarak borçların ifasını üstlendikleri sözleşmesel ilişkilerde taraflar, karşı tarafın sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirmemesi olasılığı nedeniyle her daim karşı taraf riski ile yüz yüze kalmış, ortaya çıkan bu risk süreç içerisinde merkezi takas mekanizması yoluyla yönetilmeye çalışılmıştır.

Finansal piyasalarda da aynı anlayış benimsenmiş, merkezi takas sistemi içerisinde işlem taraflarının maruz kaldığı karşı taraf riskini azaltmak ve finansal piyasalarda şeffaflığı artırabilmek adına Merkezi Karşı Taraf (MKT) kuruluşlarının teşekkülü sağlanmıştır. Tarafların akdetmek istedikleri sözleşmelerde araya girerek tarafların tüm hak ve yükümlülüklerini üstelenen MKT'ler, tarafların temerrüt nedeniyle maruz kaldığı riskleri ortadan kaldırarak tüm riski kendi üzerinde toplamıştır¹.

Bu işlevleri sayesinde tezgah üstü piyasalarda² menkul kıymetlerin devredilmesine, türev araçların işlem görmesine sermayenin dolaşımına olanak sağlayan takas kuruluşları ve MKT'ler, geçtiğimiz iki yüzyıl boyunca modern finansal piyasaların en temel yapı taşlarından biri olarak karşımıza çıkmıştır³.

Ancak 2008 yılında yaşanan kriz, finansal piyasaların tüm alanlarında olduğu gibi, MKT'lerin de mevcut yapılarının sorgulanmasına neden olmuş, tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin yarattığı riskleri azaltan bu kuru-

1 MKT'lere ilişkin genel bilgi için bkz: I no'lu bölüm.

2 Organize piyasalar, alıcı ile satıcıyı belirli bir fiziksel alanda buluşturan ve işlemlerini gerçekleştirmesi için belirli kural ve düzenlemeler içeren piyasalar olarak tanımlanırken, tezgah üstü piyasalar ise, düzenli bir borsa dışında yapılan işlemleri kapsayan, işlem kurallarının taraflar arasında serbestçe belirlendiği, ödeme ve teslimatın genellikle ileriki bir tarihte belirli şartlara bağlı olarak yapıldığı piyasalar olarak tanımlanmıştır. (Erkan Eren, *Türk Hukukunda Merkezi Takas Kuruluşları, Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Tezgâh Üstü Türev Araçların Merkezi Takası*, Onikilevha, İstanbul, 2019, s. 234).

3 Ruben Lee, *Running The World's Markets: The Governance Of Financial Infrastructure*, Princeton University Press, 2011, s. 13; Paolo, Saguato, "The Unfinished Business of Regulating Clearinghouses", *Columbia Business Law Review*, C.2020, S. 2, 2020, s. 455.

luşların temerrüde düşmesi durumunda ortaya çıkabilecek olan etkiler yoğun bir şekilde tartışılmıştır⁴.

Bu tartışmalar neticesinde MKT'lere ilişkin hükümlere yer verilen pek çok ulusal ve uluslararası düzenlemede değişikliğe gidilmiş, MKT'lerin temerrüdüne ve mevcut sözleşmeler üzerindeki etkilerine ilişkin özel ve detaylı hükümlere yer verilmiştir⁵.

MKT'lere ilişkin hukukumuzdaki temel düzenlemeler 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) ile yapılmış bu düzenlemeleri "30 Mayıs 2013 tarihli ve 28662 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" ve "14 Ağustos 2013 tarihli ve 28735 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği" takip etmiştir. Ancak söz konusu mevzuat hükümlerinin hiçbirinde muadil kuruluş hükümlerinde yapılan değişikliklere benzer bir şekilde MKT'lerin temerrüdüne ve özellikle temerrüt halinin tespitine ilişkin özel bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

Bu amaçla kaleme alınan çalışmamızda öncelikle MKT'lerin temerrüde düşmesinin piyasalarda yaratacağı risklere dikkat çekilmiş, devamında MKT işlevi gören kuruluşların temerrüdü halinde hukukumuzda uygulama alanı bulacak olan temel düzenlemelere değinilmiştir. Sonrasında MKT'lerin temerrüt halinin tespitine ilişkin olarak örnek düzenlemeler incelenmiş, bu incelemelere bağlı olarak konuya yer verilen mevzuat hükümlerinde yapılması önerilen değişiklikler okuyucuların dikkatine sunulmuştur.

I. Merkezi Karşı Taraf Kuruluşlarının Temerrüdü ve Mevcut Sözleşmeler Üzerindeki Etkileri

Finansal sistemin işleyişinde önemli görevler üstlenen MKT'ler ilgili piyasada gerçekleştirilen işlemlerde "her alıcıya karşı satıcı, her satıcıya karşı alıcı" sıfatını üstlenmekte, sözleşme taraflarının arasında yer alarak işlem güvenliği ve aynı zamanda şeffaflığını temin etmektedir⁶.

Normal şartlarda sözleşmesel risklerin yönetilebilmesi ve teminat sağlanabilmesi adına sözleşme konusu edimlerin yönetimini ve zilyetliğini üçüncü kişilere bırakması gereken işlem tarafları, MKT ile girilen hukuki ilişkiler

4 Tartışmalar için bkz: I no'lu bölüm.

5 Düzenlemeler hakkında detaylı bilgi için bkz: III no'lu bölüm.

6 Angus Armstrong , "EU Membership, Financial Services And Stability", *National Institute Economic Review*, S. 236, 2016, s. 34

dayalı olarak yenileme⁷ yoluna gitmekte ve işlemleri merkezileştirmektedir⁸.

Bu yöntemle yenilenen sözleşmelerden doğan riskler MKT tarafından üstlenilmekte ve üyelerden birinin temerrüdü durumunda ortaya çıkan karşı taraf riski⁹ MKT tarafından ortadan kaldırılmaktadır¹⁰. Söz konusu riskin bertaraf edilmesi yalnızca sözleşmenin tarafı olan üye açısından değil, aynı zamanda piyasalar bakımından da büyük önem arz etmektedir. Finansal piyasalarda faaliyet gösteren işlemciler arasındaki bağlantı diğer piyasalara nazaran çok daha girift olup, başlangıçta yalnızca sınırlı sayıda işlemci bakımından sorun teşkil eden kayıplar sonrasında tüm sistemi tehdit eden sistemsel riskleri¹¹ de beraberinde getirebilmektedir¹². MKT'ler tarafından üstlenilen bu rol ise olası kayıpların tüm piyasaya yayılmasını önlemesi bakımından önem arz etmektedir¹³. Özellikle piyasada faaliyet gösteren işlemcilerin sistemsel risklere karşı tedbir almada gösterdiği isteksizlik göz önüne alındığında, MKT'lerin sahip olduğu önem daha da artmaktadır¹⁴.

Bu yönü ile önemli bir görev üstlenen MKT kuruluşları, piyasalarda zincirleme reaksiyona yol açma riski bulunan temerrüt tehlikelerini bertaraf ederek piyasanın karşı karşıya kaldığı riskleri azaltırken, diğer taraftan tüm riski kendi üzerinde toplayarak finansal sistemdeki olası bir çöküşün de merkez üssü haline gelmektedirler¹⁵. Böylesi bir risk ile baş edebilmek içinse MKT'ler pi-

7 Yenileme aracılığıyla, alıcı ve satıcı arasındaki esas sözleşme sona ermekte ve yerini birisi MKT ile alıcı, diğeri MKT ile satıcı arasında olan iki yeni sözleşme almaktadır. (Erkan Eren, s. 5)

8 Sean J., Griffith, "Clearinghouse Hope Or Hype: Why Mandatory Clearing May Fail to Contain Systemic Risk" *Harvard Business Law Review*, Online 160, 2012-2013, s. 161

9 Karşı taraf riski, bir sözleşmenin her bir tarafı için diğer tarafının sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeni ile maruz kalacağı risktir. (Bruno, Biais/Florian, Heider/Marie, Hoerova, "Clearing, Counterparty Risk and Aggregate Risk", *IMF Economic Review*, C.60, S. 2, 2012, s. 194.

10 Saguato, s. 471.

11 Sistemsel riskler piyasalarda ortaya çıkan ekonomik şokun sermaye maliyetinde artışlara ulaşılabilirliğinde azalmalara yol açarak mali piyasalarda oluşan dalgalanma şeklinde tanımlanmaktadır. (Steven L. Schwarcz, "Systemic Risk", *The Georgetown Law Journal*, C.93:193, 2008, s. 197).

12 Griffith, s. 161.

13 Saguato, s. 457.

14 Robert O. Keohane, "After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy", Princeton University Press, New Jersey, 1984, s. 65-69; Griffith, s. 164; Bruno, Biais/Florian, Heider/Marie, Hoerova, s. 198. Merkezi karşı taraf uygulamasının piyasada faaliyet gösteren işlemcilerin hissedarlarının karlılığını artırabilmek adına daha riskli işlemlere yöneltebileceği hususunda bkz: Richard Squire, "Shareholder Opportunism in a World of Risky Debt", *Harvard Law Review*, C.123, 2009-2010, s. 1153.

15 Norman, s9; Griffith, s. 164; Christian, Chamorro-Courtland, "Brexite Scenarios: The Future of Clearing in Europe", *Columbia Journal of European Law*, C. 25, S. 2, 2019, s. 174. MKT tarafından karşılanması taahhüt edilen bu risklerin 2008 yılında yaşanan krizin özü olduğu hususunda bkz: Mark J., Roe, "Clearinghouse Overconfidence", *California Law Review*, C.101, S. 6, 2013, s. 1688.

yasadaki diğer aktörlere nazaran daha yüksek sermaye ve rezerve ihtiyaç duymaktadır¹⁶. Nitekim MKT'ler tarafından üstlenilen risklerin tamamı MKT'nin sermayesi ve fonlarından karşılanmaktadır¹⁷.

İlgili fonların ve sermayenin yeterli olmaması durumunda ise MKT'nin temerrüdü ve iflası gündeme gelmektedir. MKT'ler diğer sermaye şirketleri ve finansal kurumlardan farklı olarak doğrudan likidite problemi ile karşı karşıya kalmamaktadır. MKT'nin her türlü ödeme gücü yeterliliği, temerrüt durumunun varlığı ile birlikte kendiliğinden ortadan kalkmaktadır. Bu kuruluşlar bakımından iflas öncesi "likidite eksikliği" aşaması hiçbir zaman gündeme gelmemektedir¹⁸.

Bu yönü ile diğer finansal kuruluşlardan ayrılan MKT'ler, Lehman Brothers'ın 15 Kasım 2008 tarihinde çöküşü ile birlikte tarihindeki en büyük temerrüt riski ile karşı karşıya kalmış, bu durum tüm finansal kuruluşlar gibi MKT'lerin mevcut yapısının ve özellikle büyük işlem hacmine sahip üyelerin temerrüdü durumunda MKT'lerin süreci yönetme kabiliyetlerinin sorgulanmasına ve iflas risklerinin yoğun bir şekilde tartışılmasına neden olmuştur¹⁹.

-
- 16 Bruno, Biais/Florian, Heider/Marie, Hoerova, s. 198. MKT'ler kendi giderlerini iki ana yolla karşılarlar. Bunlardan ilki yapılan her işlem başına tahakkuk ettirilen ücretlerdir. Üyelerden alınan ücretler bu savunma hattının ilk ayağını oluşturur. Yine menkul kıymet hesapları ile garanti fonuna üyeler tarafından yatırılan değerlerden elde edilen faiz gelirleri bir diğer ayağını teşkil eder (Christian, Chamorro-Courtland, "The Trillion Dollar Question: Can a Central Bank Bail Out a Central Counterparty Clearing House Which Is Too Big to Fail", *Brooklyn Journal of Corporate, Financial, & Commercial Law*, S. 6, C. 2, 2012, s. 443; Norman, s. 10). Herhangi bir üyenin temerrüde düşmesi durumunda ilgili MKT'nin temerrüt prosedürleri devreye girmektedir. Bu prosedürlere uygun olarak ilgili üyenin açık pozisyonlarının tamamı MKT tarafından kapatılır. Bu prosedürler temerrüt halini öğrenen MKT'nin açık pozisyonları kapatabilmek adına emrinde olan tüm mali kaynaklara erişim sürecini içermektedir. Söz konusu prosedürler takas üyeleri tarafından MKT ile imzalanan sözleşmede yer almakta ve MKT'den MKT'ye farklılık arz etmektedir. Ancak her halükarda MKT'nin temerrüt pozisyonlarını tasfiye edebilmek adına gerekli takas mekanizmasını oluşturması beklenmektedir (Joseph, Tanega/Andrea, Savi, "Central Clearing Counterparties for OTC-Users: A Theoretical Framework", *New York University Journal Of Law & Business*, C.13, S. 3, 2017, s. 869).
- 17 Chamorro-Courtland, Too Big to Fail, s. 443. Öte yandan vurgulamak gerekir ki, söz konusu riskler fonlar aracılığı ile diğer üyelere bölüştürülerek azaltılmaktadır (Griffith, s. 164). Bunun nedeni, MKT'lar açısından birleşik bir üye portföyü riskinin, portföyü oluşturan üyelerin ayrı ayrı hesaplanan riskinden daha az olmasıdır (Lee, s. 62.). Öte yandan bu risklerin düşürülmesi adına BASEL kriterleri çerçevesinde ek bir takım kaynakların da bulundurulması gerektiği savunulmaktadır (Clifford Chance, "EU Regulatory Developments", *Law and Financial Markets Review*, C.7, S. 1, 2013, s. 65). BASEL kriterlerinin MKT'lar kapsamında değerlendirilmesi hususunda bkz: Hasan Yaşar, Şababoğlu, "2008 Küresel Finansal Krizi Sonrası Tezgah Üstü Türev Piyasalara Yönelik Düzenlemeler", *Bankacılar Dergisi*, Türkiye Bankalar Birliği, C.24, S. 84, 2013, s. 108 vd.
- 18 Chamorro-Courtland, Too Big to Fail, s. 457.
- 19 Chamorro-Courtland, Too Big to Fail, s. 438; Sean J. Griffith, "Substituted Compliance and Systemic Risk: How to Make a Global Market in Derivatives Regulation", *Minnesota Law Review*, C.98, 2014, s. 1346.

Yapılan tartışmalar neticesinde MKT'lerin süreci yönetme kabiliyetini geliştirmesi, likidite yönetimini sağlayabilmesi ve böylece kendi temerrüdünü önleyebilmesi için üyeleri ile arasında standart ücret ilişkisinin ötesine geçen bir işbirliği ve sorumluluk paylaşımı yoluna gitmesi gerektiği kanaatine varılmış, özellikle merkez bankalarının bu süreçlerde aktif rol oynaması gerektiği belirtilmiştir²⁰. Aynı şekilde MKT kuruluşlarının gerçek anlamda düzenlenme

20 Norman, s. 10. 2008 küresel mali krizinden sonra yapılan değerlendirmelerde merkez bankalarının iflas edemeyecek kadar büyük MKT'leri kurtarmak için müdahale etmek zorunda oldukları, likidite ve ödeme gücü sorunları yaşayan MKT'lerin iflasını engellemek ve sistemsel risklerin daha geniş bir alana yayılımını durdurabilmek adına MKT'lerin merkez bankası likiditesine erişimine olanak sağlanması gerektiği dile getirilmiştir. Buna istinaden merkez bankalarının, başarısızlığı halinde bütün finansal piyasaları zincirleme bir reaksiyon ile sarsacak kadar büyük olduğu düşünülen MKT'lere bir acil durum kredisi sağlamak için yasal yetkiye sahip olup olmayacağı sorusu gündeme gelmiştir (Chamorro-Courtland, Too Big to Fail, s. 451). Likidite sorunları yaşayan MKT'lere gereken likitin sağlanabilmesi için yenilikçi yolların tartışıldığı bu dönemde merkez bankaları ile işbirliğinin kaçınılmaz olduğu kabul edilmiş, bunu müteakip Almanya ve Fransa'da MKT'lerin merkez bankası rezervlerine erişimine imkan tanınmıştır. Fransa'da Monetary & Financial Code Art. L442-1 ile MKT'lerin kredi kuruluşu olması zorunluluğu getirilmiş ve bu yolla merkez bankası likiditesine erişim imkanı tanınmıştır. Almanya'da ise Federal Bankacılık Kanunu m.32 ile sınırlı bir amaçla faaliyet göstermesi maksadı ile bankacılık lisansı sahibi olmalarına izin verilmiştir (Chamorro-Courtland, Too Big to Fail, s. 472). Konu Avrupa Parlamentosu ve Konseyi'nin 1095/2010 no'lu direktifi ile kurulan Avrupa Birliği Sermaye Piyasası Otoritesi (ESMA)'nın da gündeminde önemli bir yer teşkil etmiş, AB içerisinde MKT hizmeti sunmak isteyen tüm kurumların Avrupa Piyasa Altyapılarına İlişkin Tüzük (EMIR) kapsamında merkez bankası rezervlerine ulaşabilmesinin önü açılmıştır. Bu düzenlemeler ile her ne kadar bir MKT'nin temerrüt riski ile karşı karşıya kalması halinde mali sorumluluğun ve dolayısı ile denetim yükümlülüğünün üye devlette olduğu belirtilmişse de, aynı düzenleme ile bir başka üye devlet sınırları içerisinde kurulan MKT'nin temerrüdünün diğer üye devletlerde bulunan üyeleri de etkileyeceği belirtilerek üye devletlerdeki yetkili makamların yetkilendirme ve denetim süreçlerinde kaçınılmaz olarak işbirliği içerisinde bulunması gerektiği vurgulanmıştır (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52010PC0484&cookies=disabled>) (05.05.2021). ESMA tüm bu süreçlerin yürütülmesinde merkez kurum olarak hareket etmektedir. Konuya ilişkin olarak çıkarılan 20 Mayıs 2019 tarihli ve 2019/834 sayılı tüzükte ise ESMA'nın tüm bu süreçlerdeki yegane yetkili merci olduğu açıkça hüküm altına alınmıştır (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R0834&cookies=disabled>) (05.05.2021).

Diğer taraftan öğretilerde MKT'lerin temerrüdünü önlemek adına doğrudan merkez bankası rezervlerine erişim sağlanması yerine, rezervlerin doğrudan temerrüt nedeni ile alacaklı konuma geçen üyelerin erişimine açılması ve böylece MKT'lere dolaylı olarak borç verilmesi yönetiminin de kullanılabilmesi dile getirilmiştir (Jeremy C. Kress, "Credit Default Swap Clearinghouses and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access to Central Bank Liquidity", *Harvard Journal on Legislation*, C.48, 2011, s. 78. Fakat bu yaklaşımın MKT'nin temel işleyişine ve alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı sıfatına aykırı düşeceği yönünde açıklamalar için bkz: Christian Chamorro-Courtland, "Counterparty Substitution in Central Counterparty (CCP) Systems", *Banking & Finance Law Review*, C.26, S. 3, 2011, s. 517. Bu işlemler esnasında konuya ilişkin olarak yapılacak tüm düzenlemelerin finansal piyasaların yanı sıra vergi mükelleflerinin menfaatlerini koruması ve kurtarılan MKT'nin yarattığı maliyetin en az şekilde bu gruba yansıtılması da ayrıca önemli bir hedef olarak belirlenmiştir. (Chamorro-Courtland, Too Big to Fail, s. 451). Tartışmaların çıkış noktası olan 2008 krizinde vergi mükelleflerinin durumuna dikkat çeken Graeber 2008 krizinin temel olarak aşırı ölçüde sorumsuzca borç veren finansal kuruluşların hatası olduğunu ve bu şirketlerin vergi ödeyenlerin parasıyla kurtarıldığı dile getirmiştir (David, Graeber, "*Borç İlk 5000 Yıl*", Çeviri: Muammer Pehlivan, Everest Yayınları, İstanbul, 2015, s. 22).

amacına hizmet edebilmesi ve yekûn olarak finansal piyasalardaki güvenin korunabilmesi için bu kuruluşların temerrüdüne dair tüm şüphelerin ortadan kaldırılması gerektiğine dikkat çekilmiş; bu gerekliliğe istinaden MKT'lerin temerrüdüne ilişkin detaylı tanımlamalara yer verilmesi ihtiyacına vurgu yapılmıştır²¹.

Yine bu tartışmalar esnasında MKT'lerin temerrüdü hakkında yeterli hukuki düzenlemenin bulunmaması yahut ilgili düzenlemelerin ihtiyaç duyulan açıklıkta olmaması durumunda MKT sistemine duyulan güven azaldığı, bu durumun üyelerin, MKT'lerin ve daha geniş perspektifte finansal sistemin temerrüt riskini artırdığı dile getirilmiştir²². Bu riskin azaltılabilmesi adına başta ESMA bünyesinde faaliyet gösteren MKT'ler olmak üzere pek çok ülkede MKT temerrüdüne ilişkin özel düzenlemelere yer verilmiştir.

II. Ülkemizdeki Mevcut Düzenlemeler Kapsamında MKT'lerin Temerrüt Halinin ve Temerrüdün Mevcut Sözleşmelere Etkisinin Tespiti

SerPK uyarınca Merkezî Takas Kuruluşları (MTK), borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören sermaye piyasası araçlarının teslimi, bedellerinin ödenmesi ve bu işlemlere ilişkin teminat yükümlülüklerinin ifası ile ilgili işlemleri yürüten anonim ortaklık şeklindeki özel hukuk tüzel kişiliğini haiz kurumlar olarak tanımlanmış olup, bu bağlamda ülkemizde tek yetkili MTK olarak kabul edilen Takasbank'ın ana görevi, takas öncesi işlemler de dahil, Borsa İstanbul Anonim Şirketi'nin (BİST) ilgili piyasalarında ve yine hizmet sunduğu diğer OTC piyasalarında gerçekleşen pay senedi, borçlanma araçları, yurt dışı sermaye piyasası araçları, türev araçlar ve kıymetli madenler ile ilgili işlemler ve diğer piyasalarda sunulan hizmetler kapsamında merkezi takas sistemini işletmek ve takas sisteminin denetim-gözetimini sağlamaktır.

Ana hatları ile SerPK m.77 vd. hükümleri ile düzenlenen MTK tarafından gerçekleştirilen merkezi takas uygulaması, finansal piyasalarda takas işlemlerinin tek bir takas kurumu tarafından gerçekleştirilmesi anlamına gelmektedir. Merkezi takasın uygulanmadığı piyasalarda işlem yapan taraflar, söz

21 Norman, s. 10; Griffith, s. 164. Tüm finansal sistemin çöküşüne neden olabilecek tek bir noktayı temsil eden MKT'lerin kurşun geçirmez olması gerekmektedir. (Andrew, Haldane, "Small Lessons from a Big Crisis", *Remarks at the Federal Reserve Bank of Chicago 45th Annual Conference*, Chicago, 2009. (www.bis.org/review/r090710e.pdf) (05.05.2021).

22 Christian Chamorro-Courtland, "Central Counterparties (CCP) and the New Transnational Lex Mercatoria", *Florida State University Business Review*, C.10, 2011, s. 62-63. İngiltere Hazine Bakanlığı tarafından yapılan bir araştırma neticesinde Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, İsveç, Almanya, Fransa ve AB'de konuya ilişkin olarak getirilen düzenlemelerin MKT'lerin görev ve yetkilerinin yanı sıra temerrüt hali de dahil olmak üzere pek çok konuda yasal boşluk olduğu kanaatine ulaşılmıştır (Chamorro-Courtland, *Too Big to Fail*, s. 484).

konusu işlemde kaynaklanan hak ve yükümlülükleri doğrudan işlemin karşı tarafına iletmekte ve bu hak ve yükümlülüklerin karşılıklı olarak değişimini sağlamaktadır. İşte bu değişimin sağlanmasında rol oynayan MTK, sunmuş olduğu bu hizmet karşılığında işlemin taraflarından ve piyasada işlem yapan tüm üyelerden belirli bir komisyon/ücret alacağı kazanmakta, tüm bu alacaklar temel olarak ilgili üyenin/katılımcının piyasada işlem yapabilmesi için sunulan hizmetler karşılığında MTK'ya taahhüt edilmektedir..

MTK'lardan farklı olarak MKT'ler ise işlemin tarafları ile ayrıca sözleşme akdetmekte ve tarafların piyasada gerçekleştirdikleri işlemler esnasında karşı karşıya kaldıkları temerrüt riskini doğrudan üzerine almaktadır. Bu bağlamda taraflardan birinin sözleşmelerden/işlemlerden doğan yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda MKT bahsi geçen yükümlülüğü bizzat kendi kaynaklarıyla yerine getirmekte, böylece MKT piyasaya söz konusu takas işleminin gerçekleştirileceği ve işlemin her durumda nihayete ereceği noktasında bir taahhüt vermekte, bu durum ise MKT'nin en temel riski olan karşı taraf riskini yaratmaktadır²³.

Asıl olarak işlemin tarafı olan üçüncü kişilere ait olan bu risklerin tümü, MKT uygulaması kapsamında Takasbank tarafından üstlenilmekte, üstlenilen bu risklerin gerçekleşmesi sonucunda ise Takasbank ödeme yapma yükümlülüğü altına girmektedir. Özellikle finansal piyasalarda temerrüt riskinin yoğunlaştığı kriz dönemlerinde, MKT'nin karşı taraf olarak üstlendiği edimleri ifa edebilmesi için yeterli ve likit güvenceye, yine likit öz varlıklara ve yükümlülüğün farklı para birimleri üzerinden gerçekleşmesi halinde, farklı birimlerden nakde ihtiyaç duyması söz konusu olmaktadır²⁴. Bu ihtiyacın karşılanamaması halinde ise MKT'nin temerrüdü gündeme gelmektedir. Ancak gerek SerPK gerekse ilgili MKT Yönetmeliği kapsamında Takasbank'ın temerrüdüne yahut bu durumda üyelerin sahip olduğu haklara ilişkin özel bir düzenlemeye yer verilmemiştir²⁵.

23 Karşı taraf riskinin ise anapara riski ve yerine koyma riski olarak ikiye ayrıldığı görülmektedir. (<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/1010>) (05.05.2021). Yerine koyma riski, kurulan sözleşme nedeniyle kıymet veya menkul kıymeti teslim etme yükümlülüğü bulunan üyenin bu yükümlülüğünü yerine getirmemesi nedeniyle takas kurumunun söz konusu varlığı temin edip alacaklıya teslim etmesine kadar geçen sürede yaşanabilecek değer kazancının, MKT'yi zarara uğratması riskidir. Taraflardan birinin işlemin karşı tarafından alacağını almadan kendi yükümlülüğünü yerine getirmesi durumunda, işlemin karşı tarafının temerrüde düşmesi ve yükümlülüğünü yerine getirmemesi sonucunda oluşan risk ise karşı taraf riskinin bir diğer görünümü olan anapara riskini oluşturmaktadır.

24 Erkan, Eren, "Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Merkezi Karşı Taraf Üyelik Sözleşmesinin Hukuki Niteliği", *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, C.5, S. 2, 2019, s. 172.

25 Üyelerin temerrüdüne ilişkin olarak ise pek çok detaylı düzenlemenin mevcut olduğu görülmektedir. Takasbank'ın, gerek Merkezi Takas gerekse de MKT hizmeti sunduğu piyasalarda te-

Bu tarz özel düzenlemelerin yer almamasının bir sonucu olarak MKT'nin temerrüdü halinde 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu (TBK) m.117 vd. hükümleri ve yine üyeler ile imzalanan sözleşmelerde yer alan düzenlemeler uygulama alanı bulmaktadır²⁶. Bu hükümlerin uygulama alanı bulmasının bir sonucu olarak ise, MKT tarafından düşülecek olan temerrüt hali her üye bakımından ayrı ayrı sonuç doğurmakta, henüz muaccel olmayan yükümlülükler belirsiz hale gelmekte, temerrüdün gerçekleşme anı, şartları ve koşulları bakımından ise TBK'nın genel hükümleri tatbik edilmektedir. Halbuki şu ana kadar detaylı olarak izah edildiği üzere, temerrüt durumunda MKT'nin başvurabileceği güvenceler, öz kaynaklar veya borçlanma kaynakları, MKT'nin üstlendiği riskleri karşılamaya yetecek kapsamda olmalı ve MKT uygulamasının güvenli işleyebilmesi, üyelerin varlıklarının ve güvencelerin hukuki koruma altına alınması ve diğer finansal kuruluşlardan farklı olarak temerrüdü ile birlikte iflas durumu ortaya çıkan MKT'nin temerrüt halinin tespitinde ve sonrasında kullanacağı kaynaklara erişimde genel hükümlerden farklı düzenlemelerin mevcut olması gerekmektedir. MKT'nin tek bir üyeye karşı temerrüde düşmesi halinde bu durumunda kaçınılmaz olarak MKT vasfını üstlendiği tüm sözleşme ilişkilerini etkileyeceği düşünüldüğünde temerrüt halinin tespitine ilişkin düzenlemelere duyulan ihtiyaç kendisini daha fazla hissettirmektedir²⁷.

mel vazifelerinden biri de üye teminatlarının yeterlilik düzeyini izlemektir. İşlem teminatlarının piyasada gerçekleştirilen işlemler, teminat değerlerinde gerçekleşen değişiklikler, teminat kompozisyonunun değişmesi veya diğer nedenlerle Takasbank tarafından belirlenen tutarın altına düşmesi durumunda, Takasbank tarafından teminat tamamlama çağrısı yapılır. Teminat tamamlama yükümlülüğünün, ilgili piyasalar itibarıyla belirlenecek sürede yerine getirilmemesi durumunda üyenin temerrüde düştüğü kabul edilecektir. Bu durumda, Takasbank, Üye'nin yükümlülüklerini kısmen veya tamamen ifa etmemesinden dolayı temerrüt faizini aşan bir zarara uğramışsa, Üye bu zararları da karşılamakla yükümlüdür. Takasbank, Üye'nin muaccel hale gelen borçları, bu borçtan kaynaklanan her türlü faiz ve diğer masraflar ve temerrüt faizini aşan zararları için Üye'nin Takasbank nezdindeki varlıkları ile diğer her türlü hak ve alacakları üzerinde takas, mahsup ve hapis hakkına sahiptir. (MKT Temerrüt Yönetimi Genel Uygulama Esasları)(<https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/verilen-hizmetler/merkezi-karsi-taraf-mkt>)(son erişim tarihi:05.05.2021)

- 26 Doktrinde MKT ile üyeleri arasında imzalanan sözleşmeler tam iki tarafa borç yükleyen, kendine özgü (sui generis) ve genel işlem şartlarına dayalı bir çerçeve sözleşme olarak nitelendirilmekte, bu kapsamda özel hükümler dışında kalan hallerde TBK hükümlerinin uygulanacağı kabul edilmektedir. (Eren, Makale, s. 189.)
- 27 Öğretide bazı yazarlarca MKT'nin kendisinin temerrüde düşmesi durumunda MKT üyesinin müşterisine karşı ödeme yapmakla sorumlu tutulup tutulmayacağı konusunda hukuki belirliliğin sağlanması amacıyla yönetmeliklerle veya MTK düzenlemelerinde açıklığa kavuşturulması gerektiği ileri sürülmüştür (Bliss, Robert/ Papathanassiou, Chryssa, "Derivatives Clearing, Central Counterparties And Novation: The Economic Implications", *Conference on Issues Related To Central Counterparty Clearing*, 2006. (<https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/ccp/BlissPapathanassiou2.pdf>) (05.05.2021). Bu düşüncenin ülkemiz uygulaması bakımından savunulabilir olmadığını dile getiren Eren, konuya ilişkin tüm düzenlemelerde, MKT'nin muhatabının sadece üyeleri olarak tespit edildiğini ve üyelerin müşterilerine

III. ESMA Bünyesindeki Örnek MKT Uygulamaları Çerçevesinde Temerrüt Halinin ve Mevcut Sözleşmelere Etkisinin Tespiti

ESMA, kendi bünyesi ve AB içerisinde MKT hizmeti sunmak isteyen tüm kurumların EMIR kapsamında yetkilendirilmesini bir şart olarak tespit etmiş, ulusal mercilerin bu yetkilendirme için gerekli düzenlemeleri yapması gerektiğine işaret etmiştir²⁸. ESMA bünyesinde ve AB içerisinde faaliyet gösteren en yüksek hacimli MKT'ler olan LCH, Clarnet SA, EUREX Clearing AG, BME Clearing SA ve CC&G'nin temerrüt, tasfiye ve iflasa ilişkin düzenlemeleri kısaca aşağıdaki şekildedir:

A. LCH. Clarnet SA

Finans tarihinin en büyük ve karmaşık iflası olarak nitelendirilen Lehman Brothers'ın iflası sürecinde, bu şirketin tarafı olduğu sözleşmelerde MKT görevini üstlenen LCH Clarnet toplam büyüklüğü 10 trilyon USD'ye varan açık pozisyonun kapatılmasını sağlamak zorunda kalmıştır. İngiltere ayağında kökeni Londra kahve ve şeker pazarlarında vadeli işlemlerde garantörlük görevini üstlenmek üzere 1888'de kurulan Londra Produce Clearing House kadar uzanan bu şirket, 2003'te Birleşik Krallık'taki Londra Takas Dairesi ile Fransa'daki Clearnet SA'nın birleşmesi sonucu teşekkül etmiştir²⁹. Mevcut yapısı ve işlem hacmi ile Avrupa'nın en büyük MKT'si sıfatını haizdir³⁰.

LCH'nin temerrüdüne ilişkin temel düzenleme LCH Takas Yönetmeliği'nin 1.4.1.1. numaralı hükmünde yer almakta ve mevzuatta öngörülen istisnalar saklı olmak üzere; (i) karşı taraf ediminin muaccel olduğu tarihten itibaren 30 gün içinde ifa edilmemesi ya da (ii) LCH'nin, ACPR (French Prudential Control Authority) tarafından usulüne uygun olarak onaylanan iflas prosedürüne tabi tutulması hallerinde temerrüde düştüğü kabul edilmiştir. İlgili usul ise Fransız

karşı MKT olarak Takasbank'ın hiçbir sorumluluğunun bulunmadığını açık bir şekilde hükme bağlandığını ve yine MKT sistemine dâhil olan üyelerin müşterilerinin sistemin üyesi olan kuruluşlar ile imzaladıkları çerçeve sözleşmelerde bu konuya ilişkin (Takasbank'tan herhangi bir konuda hak ve talep etme yetkilerinin bulunmadığına ve muhataplarının sadece üyeler olduğuna ilişkin) açık hükümlere yer verdiğini belirtmiştir. (Eren, Makale, s. 176).

28 Çalışma kapsamında ESMA bünyesindeki örnek MKT'ler incelenmiştir. Bunun sebebi mevcut sermaye piyasalarının hem mevzuatsal olarak hem de ekonomik olarak bu aktörler ile birlikte hareket ediyor olmasıdır. Bu husus Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ESMA'ya iletilen uyum değerlendirme talebi ile de açıkça dile getirilmiştir. (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-assesses-turkish-laws-and-regulations-prospectuses?cookies=disabled>) (05.05.2021). Öte yandan belirtmek gerekir ki, bugüne kadar Avrupa'da faaliyet gösteren hiçbir MKT süreçlerin yürütülmesinde başarısız olmamış ve temerrüt haline düşmemiştir (Amelie, Labbe, "Failure Is Not an Option", *International Financial Law Review*, C.36, S. 3, 2017, s. 12). Dolayısı ile uygulamada başarı sağlayan bu düzenlemelerin örnek alınması pek tabidir.

29 Norman, s. 26;

30 Chamorro-Courtland, Brexit Scenarios, s. 173.

Finans ve Para Piyasaları Kanunu'na tabi tutulmuştur³¹.

Bu kanunun L.613-18 no'lu maddesinde Fransız Bankacılık Komisyonu'nun kredi kuruluşuna yönetici tayin edebileceği; tayin olunan bu yöneticiler eliyle yürütülecek olan tasfiye sürecinde kurumun mevcut ve yakın gelecekteki borçlarını ifa edecek miktarda aktive sahip olmaması durumunda Fransız Ticaret Kanunu'nda yer alan düzenlemelerin istisnası olarak müflis kabul edilmesi gerektiği belirtilmiştir (L.613-26/1)³². Bu kurumlara karşı yürütülecek olan adli tasfiye süreci ise söz konusu kurumun ACPR tarafından liste dışı bırakılmış olması halinde gündeme gelmektedir (L.613-26/1).

Yukarıda öngörülen temerrüt hallerinin MKT için ortaya çıkması halinde, temerrüde düşmemiş olan üyelerden her biri açık olan tüm pozisyonların kapatılmasını talep edebilmekte, LCH ise tüm bu pozisyonları kapatarak bu durumu derhal internet sitesinde ilan etmektedir³³.

B. EUREX Clearing AG

ESMA bünyesinde faaliyet gösteren bir diğer önemli MKT ise EUREX'tir. Avrupa Piyasa Altyapılarına İlişkin Tüzük hükümleri uyarınca MKT olarak yetkilendirilmiş olup, tabi olduğu düzenlemelerde yine bu Tüzüğe atfı yapılmıştır.

Söz konusu atfın yapıldığı EMIR'in açıklamalar kısmında bir MKT'nin iflas ile karşı karşıya kalması durumunda mali sorumluluğun büyük oranda üye devlete ait olduğu vurgulanmış, bu bağlamda yetkilendirilme ve denetim görevinin yetkili idarelerce yürütülmesi gerektiği belirtilmiştir. Ancak, piyasaların birbiri ile olan ilişkisi göz önüne alındığında diğer üye devletlerin yanı sıra ESMA'nın da bu yetkilendirme ve denetim sürecinin bir parçası haline getirilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nin (ESCB) ise üye devletler nezdinde tanımlanan bu yetkili idareler arasında koordinasyonu sağlaması arzulanmıştır. Yine aynı tüzüğün 49. maddesinde ise bir MKT'nin tüm üyelerin anlayabileceği ve gerekli önlemleri alabileceği detaylı bir temerrüt prosedürü hazırlaması gerektiği açıkça hüküm altına alınmıştır.

Bu kapsamda tanzim edilen EUREX Takas Prosedürü Genel Hükümleri ile iflas yahut ifanın gerçekleşmemesi halinde bazı özel hükümler öngörülmüş, iflas yahut ifanın gerçekleşmemesi durumlarında temerrüdün ortaya çıkacağı kabul edilmiştir (EUREX Takas Prosedürü, m.11.3 vd.). Temerrüt halinde taraflarca imzalanan sözleşmelerden doğan edimlerin bir kısmı temerrüt halinin

31 <https://www.anti-moneylaundering.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=695614ED-8FoE-426E-8B38-17ECBC19B9Co> (05.05.2021).

32 Mahkemelerce verilen ve Ticaret Kanunu'nda öngörülen tasfiye prosedürü ancak ACPR tarafından verilen onayı müteakip uygulanabilmektedir (L.613-27).

33 LCH Takas Yönetmeliği m.1.4.1.3

vukuu ile kendiliğinden sona ermekte, geri kalan bir kısım borç ise genel hükümlerde öngörülen şartlar ile muaccel hale gelmektedir³⁴.

Düzenlemeler kapsamında temerrüt halinin ortaya çıkmasına neden olan ilk hal iflastır. MKT'nin, Alman Federal Finansman Gözetim Makamı (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) tarafından başlatılacak olan iflas prosedürü sonucunda iflas etmiş sayılacağı hüküm altına alınmıştır. İkinci temerrüt hali olan ifanın gerçekleştirilmemesi hali ise; (i) Ödemede Temerrüt, (ii) Teslimde Temerrütü Müteakip Nakit Ödemenin Gerçekleştirilmemesi, (iii) Yeniden Teslimde Temerrüt olmak üzere 3 ana başlık altında düzenlenmiş, her bir başlık detaylı olarak izah edilmiştir.

C. BME Clearing SA

ESMA bünyesinde faaliyet gösteren bir diğer MKT, İspanyol Menkul Kıymetler Kanunu'nun 103. maddesi vd. ve yine EMIR hükümlerine dayanılarak kurulmuş olan BME Clearing SA'dır (Merkezi Karşı Taraf Düzenlemesi³⁵, m.1). Merkezi Karşı Taraf Düzenlemesi uyarınca Ulusal Menkul Kıymetler Piyasası Komisyonu (CNMV-Comisión Nacional del Mercado de Valores), İspanya'da teşkil eden MKT'lerin kuruluş, yetkilendirilmesi ve denetimi noktasında yetkili kurum olarak tayin edilmiştir.

BME Clearing'in temerrütü hali tarafımız ile paylaşılan düzenlemenin 53. maddesinde tanımlanmış; (i)teslimi gerçekleşmesine rağmen işlemde doğan nakit ödeme yükümlülüğünün beş iş günü içerisinde yerine getirilmemesi, (ii) ilgili mevzuat kapsamında öngörülen koşullara uygun olarak marjin iadelerinin gerçekleşmemesi ve son olarak (iii) MKT'nin açık pozisyonlara ilişkin takas işlemine dair yükümlülüklerini gereği gibi ifa etmediği hallerde temerrüt durumunun ortaya çıkacağı belirtilmiştir. Böylesi bir halin vukuu halinde temerrüde düşmemiş olan üyelerden her biri, hesaplarda yer alan tüm üye pozisyonlarının vadesinden önce kapatılmasını talep edebilmektedir.

Temerrüt haline ilişkin bir diğer düzenleme BME'nin iflası halini konu alan 52. maddedir. Buna göre, BME'nin iflasının açıklanması yahut 575/2013 sayılı ve 26.06.2013 tarihli EMIR uyarınca öngörülen iflas hallerinden birinin gerçekleşmesi durumunda BME iflas durumu ilan etmekle yükümlüdür ve bu durumda, temerrüde düşmemiş üyelerden her biri üyelere ait tüm pozisyonların vadesinden önce kapatılmasını talep edilebilmektedir³⁶.

34 <https://www.eurex.com/resource/blob/1394272/8187117088a058816180f7fcf112b4b4/data/20201230-fcm-regulation-kapitel-1.pdf> (05.05.2021).

35 https://www.bmeclearing.es/docs/ing/normativa/circulares/2018/180522_-_Rule_Book_BME_CLEARING.pdf (05.05.2021).

36 İspanyol Menkul Kıymetler Kanunu'nun 163. maddesinde, Ulusal Menkul Kıymetler Piyasası

Bu talebi alan BME, tüm pozisyonları düzenlemede öngörülen kurallara uygun olarak kapatmak ile yükümlü tutulmuştur. Bu noktadan sonra BME'nin tüm faaliyetleri yalnızca ilgili pozisyonların kapatılması ile sınırlı olarak devam edecektir. Kapanış hesabının yapılmasının ardından üyelere yapılacak olan ödemelerin takvimi noktasında BME'nin "İflas İdaresini" bilgilendirme yükümlülüğü bulunmaktadır.

D. CC&G

CC&G(Cassa di Compensazione e Garanzia)'ye ait olan ve MKT olarak yükümlülüklerin belirlendiği düzenleme³⁷ "Avrupa Piyasa Altyapılarına İlişkin Tüzük (EMIR- European Market Infrastructure Regulation)", "Finansal Araç Piyasaları Tüzüğü (MiFIR- Markets in Financial Instruments Regulations)" ve "Konsolide Finansal Aracılık Kanunu (CLF- Consolidated Law on Financial Intermediation)" mevzuatları esas alınarak çıkartılmıştır (Article A.1.1.2- 1). Söz konusu düzenleme incelendiğinde, İtalyan Finans Piyasaları'nın regülasyonu noktasında yetkinin İtalyan Merkez Bankası ve Ulusal Borsa ve Şirketler Komisyonu'nda (CONSOB) olduğu görülmektedir.

Düzenlemenin B.6.1.3 hükmü ile MKT'nin temerrüt hali düzenlenmiş, herhangi bir mücbir sebep olmaksızın karşı taraf yükümlülüğünü 30 gün içerisinde kısmen ya da tamamen ifa etmemesi durumunda CC&G'nin mütemerrit kabul edileceği belirtilmiştir. Devamında ise CLF m.83/p.2 hükmü uyarınca zorunlu olarak tasfiye sürecine girilmesi halinde de yine temerrüt durumunun ortaya çıkacağı hüküm altına alınmıştır.

Zorunlu tasfiye sürecinin düzenlendiği İtalyan Konsolide Finansal Aracılık Kanunu (CLF) m.79/11-1 kapsamında ise; CONSOB ve İtalya Merkez Bankası'nın kuruluşunda, yetkilendirilmesinde ve denetiminde yetkili ulusal merciler olduğu dile getirilmiş, yönetmelik ile atıf yapılan m.83/p.2 düzenlemesinin yerini alan 79/20-1 hükmü ile önemli bir hukuka aykırılık halinde CONSOB veya İtalyan Merkez Bankası'nın teklifi üzerine Ekonomi ve Finans Bakanlığı'nın kurumun yönetimine el koyacağını ve iflasa bağlı olarak zorunlu idari tasfiyeye karar vereceği belirtilmiştir³⁸.

Komisyonu'nun yatırım kuruluşlarının iflası istemeye yetkili olduğu belirtilmiştir. Ancak, bu durum mahkemelerce iflas kararının verilmesini engellemekte, mahkemelerce verilecek olan karar aynı kanunun 160. maddesi uyarınca yatırım kuruluşunun yetkilerinin sınırlandırılması için bir neden olarak zikredilmektedir.

37 https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/03%20Regulations%20CCG_22032021_with%20evidence.pdf (05.05.2021).

38 Aynı kanunun 59. maddesinde ise CONSOB'a danıştıktan sonra İtalya Merkez Bankası'nın zorunlu idari tasfiye sürecinde gerekli tazmin prosedürlerini hazırlamaya yetkili olduğu düzenlenmiştir.

Bu süreçte iflas prosedürü aynen uygulanmayacak, uygun düştüğü ölçüde ve CLF’de belirtilen kapsamda gündeme gelmektedir. CLF m. 79/7 uyarınca ise garanti fonlarının yalnızca EMIR düzenlemeleri doğrultusunda kullanılabilmektedir.

E. Örnek Düzenlemelerin Değerlendirilmesi

Yukarıda zikredilen örnek düzenlemeler ve EMIR tüzüğü birlikte değerlendirildiğinde özetle; (i) EMIR’in tüm üye devletler açısından bağlayıcı olduğu, (ii) MKT’lerin denetim ve yetkilendirilmesi noktasında farklı anlayışların benimsendiği, bazı üye devletlerde birden çok kurumun sistemin içerisine dahil edildiği, (iii) incelenen tüm örneklerde MKT’nin temerrüdü halinin ayrıca ve detaylı olarak düzenlendiği, (iv) temerrüde ilişkin düzenlemeler kapsamında farklı yaklaşımların benimsendiği ancak MKT’nin iflası halinin her bir üye devlet uygulamasında açıkça bir temerrüt hali olarak öngörüldüğü ve yine temerrüt halinde temerrüde düşmeyen üyelerden her birinin tüm pozisyonların kapatılmasını talep etme yetkisini haiz olduğu, (v) MKT’nin iflasını isteme ve tasfiyeyi yürütme hususunda yetkili makamın olağan iflas sürecinden ayrı olarak düzenlendiği ve olağan iflas sürecine nazaran prosedürde farklılıklara gidildiği, (vi) buna bağlı olarak iflas eden ya da temerrüde düşen MKT’nin işlem yapma yetkisinin ilgili hesapların kapatılması ile sınırlı olarak devam edeceği ve varlıkların öncelikle bu hesapların kapatılması amacı ile kullanılması gerektiği görülmüştür.

IV. Ülkemizdeki MKT’lerin Temerrüt Halinin Tespitine ve Mevcut Sözleşmelere Etkisine İlişkin Değişiklik Önerileri

A. Genel Temerrüt Prosedürünün Düzenlenmesi

Bir önceki bölümde incelenen düzenlemeler ile ülkemiz mevzuat hükümleri mukayese edildiğinde bu düzenlemelerin hiçbir şekilde işlemin tarafı olmayan üyelere erken fesih yahut tüm pozisyonların netleştirilmesi³⁹ gibi haklar tanımadığı açıktır. Diğer taraftan, Takasbank’ın temerrüde düşülmesi halinde, işlemin karşı tarafı olan üyenin temerrüde konu işlem ile bağlantılı olmasa

39 Taahhütlü İşlemler Pazarı ve Uluslararası Tahvil Pazarındaki işlemler hariç Piyasa’da gerçekleştirilen işlemlerde net borç veya alacak tutarının hesaplanmasında, menkul kıymet bazında müşteri/portföy ayrımı da gözetilerek üyelerin Piyasada gerçekleştirdikleri işlemlerden kaynaklanan alacak ve borçlarının karşılıklı mahsup edilerek tek bir alacak veya borca dönüştürülmesi işlemidir. Netleştirme sonucunda oluşan net menkul kıymet borç veya alacakları karşılığında nakit alacak veya borçlar oluşturulur. (İstanbul Takas ve Saklama Bankası AŞ Borsa İstanbul A.Ş. Borçlanma Araçları Piyasası Takas ve Merkezi Karşı Taraf Hizmeti Esasları Prosedürü, m.22 vd.). Netleştirme süreci, MKT’nin temerrüde düşen üyeye ait tüm pozisyonları kapatabilmesi için gereklidir. Ayrıca bu işlem MKT’nin karşı karşıya kalacağı riskleri önleyebilmesi adına atılacak ilk adımı teşkil etmektedir. Bu bağlamda ilgili prosedürler önem arz etmektedir (Chamorro-Courtland, Too Big to Fail, s. 442).

dahi tüm pozisyonlarının kapatılmasını talep etme imkanı da açık bir şekilde öngörülmemiştir.

Ülkemiz mevzuatında oluşan bu durum, yukarıda zikredilen örnek MKT prosedürlerine ve EMIR düzenlemelerine kıyasen önemli bir boşluk yaratmaktadır. Nitekim EMIR düzenlemeleri uyarınca gerek üyelerin gerekse de MKT'nin temerrüdüne ilişkin prosedürün açık, detaylı ve anlaşılır bir şekilde düzenlenmesi gerekmektedir (m.52)⁴⁰.

Kanaatimizce bu düzenlemenin yapılması için herhangi bir kanuni değişikliğe ihtiyaç bulunmamaktadır. Nitekim SerPK m. 78/9 hükmü ile temerrüt yönetimine ilişkin usul ve esasların takas kuruluşunun önerisi üzerine Kurul tarafından belirleneceği belirtilmiştir⁴¹. Düzenleme bu haliyle her bir MKT'nin üstlendiği yükümlülükleri uygun gördüğü araç ve prosedürler vasıtası ile yerine getirebilmesi için mümkün olduğunca esnek ve diğer potansiyel çözümlere açık bir şekilde kaleme alınmıştır⁴².

Buna göre, özü itibarı ile temerrüt yönetimine ilişkin olan bu hususun SPK tarafından çıkarılacak olan ayrı bir yönetmelik ile belirlenmesi mümkün olduğu gibi, tıpkı diğer örneklerde olduğu üzere bu yöntemin MKT'nin genel esaslarına ilişkin düzenlemeler içerisine derç edilmesi de mümkündür. Bu doğrultuda, eklenmesi gereken olan prosedürün, MKT Yönetmeliği m.34 vd. hükümlerine ek olarak tespit edilmesi ve ayrı bir madde olarak kaleme alınması yerinde olacaktır. Düzenleme yapılırken özellikle, MKT'nin temerrüt halinin açık bir şekilde tanımlanması, şartlarının ve istisnalarının açıkça belirtilmesi gerekmektedir. Yine bu durumun vukuu halinde gerek temerrüdün gerçekleştiği işlemin karşı tarafı olan üyenin gerekse diğer üyelerin hakları ile, açık pozisyonların akıbeti yine detaylı olarak ve yukarıda zikredilen düzenlemelere uygun olarak ele alınmalıdır.

B. İflas ve Tasfiye Prosedürünün Düzenlenmesi

MKT'nin temerrüdü ile birlikte kaçınılmaz olarak gündeme gelecek olan bir diğer prosedür hiç şüphesiz ilgili MKT'nin iflas ve tasfiyesidir⁴³. MKT'ler

40 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648&from=EN> (05.05.2021).

41 SerPK m.78/9: “Bu madde kapsamında yürütülecek temerrüt yönetimine ilişkin usul ve esaslar ile takas kuruluşlarının merkezi karşı taraf hizmeti nedeniyle üyelerinden alacağı teminatlar ve bünyelerinde yer alacak garanti fonlarına ilişkin usul ve esaslar takas kuruluşunun önerisi üzerine Kurul tarafından belirlenir.”

42 MKT uygulamasının yukarıdan aşağıya dayatılan tek düze kurallar yerine daha esnek hükümler ile düzenlenmesi gerektiği hususunda genel olarak bkz: David, Felsenthal/ Lily, Chu, “Regulation Of Cross-Border Swaps”, *Harvard Business Law Review Online*, C.3, 2013; Chamorro-Courtland, Too Big to Fail, s. 485.

43 Chamorro-Courtland, Too Big to Fail, s. 457.

bakımından bu süreçte sermaye piyasaları ve iflas hukukuna ilişkin düzenlemelere uygun ancak MKT'nin amacı ile örtüşen bir prosedür benimsenmesi gerekmektedir⁴⁴.

MTK'lar ve MKT'ler borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören sermaye piyasası araçlarının teslimi, bedellerinin ödenmesi ve bu işlemlere ilişkin teminat yükümlülüklerinin ifası ile ilgili işlemleri yürüten anonim ortaklık şeklindeki özel hukuk tüzel kişiliğini haiz kurumlardır. Bu kuruluşlarının kuruluşuna SPK'nın teklifi üzerine ilgili Bakan tarafından izin verilmektedir⁴⁵.

Bu kuruluşların sermayesine, SerPK kapsamındaki faaliyetleri ile faaliyetlerinin geçici ve sürekli durdurulmasına, denetimine, gözetimine, finansal raporlama standartlarına, finansal tablolarının bağımsız denetimine ve diğer kurum ve kuruluşlarla iş birliğine ilişkin usul ve esaslar SPK tarafından belirlenmektedir. Takasbank'ın MKT hizmetine ilişkin faaliyetleri fiilin önem ve mahiyeti dikkate alınarak SPK tarafından kısmen veya tamamen geçici veya sürekli olarak durdurabilir (SerPK m.77/1). Ancak, söz konusu durdurma kararı teknik anlamda iflas yahut tasfiye anlamına gelmemekte olup, kuruluşun SerPK kapsamındaki ilgili faaliyetlerine ilişkindir.

Ülkemizdeki tek MKT olan Takasbank'ın tabi olduğu tasfiye ve iflas düzenlemeleri ise esas olarak Bankacılık Kanunu'nda kendisine yer bulmaktadır. BanKK m.71e göre denetlemeler sonucunda bir bankayla ilgili olarak; i) yükümlülüklerini vadesinde yerine getiremediğinin tespit edilmesi, ii) yükümlülüklerinin toplam değerinin varlıklarının toplam değerini aşması, hâllerinden bir veya birkaçının varlığı durumunda Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), en az beş üyesinin aynı yöndeki oyuyla alınan kararlar bankanın faaliyet iznini kaldırmaya ya da kredi kuruluşunun temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimini, zararın mevcut ortakların sermayesinden indirilmesi kaydıyla kısmen veya tamamen devri, satışı veya birleştirilmesi amacıyla Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)'na devretmeye yetkilidir⁴⁶.

Yine aynı kanunun 106. maddesi uyarınca bir bankanın BanKK hükümle-

44 Chamorro-Courtland, *Lex Mercatoria*, s. 101.

45 İlgili Bakan, Cumhurbaşkanlığı tarafından görevlendirilen Cumhurbaşkanı yardımcısı veya Bakanı ifade etmektedir (SerPK m.3/1-1).

46 Bankaların finansal yapılarında meydana gelen bozulma sonucunda atılması gereken adımlara ilişkin detaylı bilgi için bkz: Seza, Reğisoğlu, *Bankacılık Kanunu Şerhi*, Yaklaşım Yayınları, C.2, Ankara, 2015, s. 1456 vd.; Aslı, Yüksel/ Ülkü, Yüksel/ Ali Sait, Yüksel, *Bankacılık Hukuku ve İşletmesi*, Beta, 9. Bası, İstanbul, 2002, s. 175 vd. İlgili halin bir doğrudan iflas hali olup olmadığı noktasındaki tartışma için bkz: Hamdi, Yasaman, *Banka Hukuku ile ilgili Makaleler, Mütalaalar, Bilirkişi Raporları*, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2005, s. 129.

rine göre faaliyet izninin kaldırılması hâlinde yönetim ve denetimi TMSF'ye intikal etmektedir. İznin kaldırılmasına ilişkin BDDK kararının Resmî Gazetede yayımlandığı tarihten itibaren, banka hakkındaki ihtiyatî tedbir dahil her türlü icra ve iflas takibatı durur ve yeni icra ve iflas takibi yapılamaz. Banka hakkında TMSF haricinde üçüncü kişiler tarafından açılmış tüm dava, icra ve iflas takipleri mahkeme, icra ve iflas dairesi tarafından derhal TMSF bildirilir.

Yönetim ve denetimi TMSF'ye intikal eden banka hakkında iflas kararı verilmesi hâlinde Fon, iflas masasına 2004 sayılı İcra ve İflas Kanununun 206 ncı maddesinde yer alan üçüncü sıradaki tüm imtiyazlı alacaklılardan önce, ancak devletin ve sosyal güvenlik kuruluşlarının 6183 sayılı Kanun kapsamındaki alacaklarından sonra gelmek üzere imtiyazlı alacaklı sıfatıyla iştirak eder. Fon, bu Kanunun uygulanması ile sınırlı olmak üzere 2004 sayılı İcra ve İflas Kanununun 166 ncı, 218 inci, 219 uncu, 223 üncü, 234 üncü, 236 ncı, 249 uncu, 251 inci ve 254 üncü maddelerindeki yetki ve görevler hariç olmak üzere iflas dairesi, alacaklılar toplantısı ve iflas idaresi görev ve yetkilerine sahip olarak bankayı tasfiye eder. İflas kararı verilmeyen hallerde bankanın iradi tasfiyesi, banka genel kurul kararı aranmaksızın ve Türk Ticaret Kanununun anonim şirketlerin infisah ve tasfiyeye ilişkin hükümlerine tâbi olmaksızın tasfiye kurulu üyelerinin TMSF tarafından atanması suretiyle gerçekleştirilir.

Tüm bu hususlar birlikte değerlendirildiğinde, ülkemizde MKT görevini üstlenen Takasbank'ın iflasına ilişkin yetkili makamın TMSF olarak tespit edildiği, bu yetkinin gündeme gelmesine dayanak olan işlemlerin ise BDDK tarafından icra edilmesi gerektiği görülmektedir. Örnek sistemlerde olduğu gibi MKT sıfatını haiz kuruluşun iflası hali ayrı bir idare tarafından ve gözetiminde gerçekleştirilmektedir.

Ancak bu noktada dikkat çekilmesi gereken ilk nokta, MKT'nin iflası halinde SerPK ve BanKK arasında çıkabilecek yetki çatışmalarıdır. Her ne kadar BanKK kapsamında MKT'nin iflası noktasında yetkili idari mercilerin BDDK ve TMSF olduğu sonucuna ulaşılmışsa da, SerPK tarafından faaliyetlerinin durdurulması halinin iflas durumu yahut benzeri bir temerrüt hali olarak kabul edilip edilmeyeceği hususunun diğer örneklerde olduğu gibi açıkça belirtilmesi daha doğru olacaktır. Mevcut düzenlemeler dikkate alındığında bu hususun ilgili kanunlara ve MKT Yönetmeliğine derç edilmesi gerekmektedir.

Öte yandan, bu noktada dikkat çekilmesi gereken bir diğer konu ise tasfiye esnasında alacakların durumudur. Nitekim iflas ile birlikte yalnızca vadesi gelmemiş olan alacaklar değil, tüm alacaklar muaccel hale geleceğinden MKT'nin tüm alacaklıları bakımından bir sıra cetveli oluşturulmaktadır. İlgili sıra cetvelinde ise BanKK m. 106 hükmü uyarınca devlet ve sosyal güvenlik kuruluşları,

TMSF ve sonrasında imtiyazlı alacaklılar gelmektedir. MKT hizmeti sunulan piyasalardaki alacaklıların durumuna ilişkinse özel bir düzenleme BanKK'da yer almamaktadır. Fakat SerPK konuya ilişkin özel düzenlemeler içermektedir. SerPK m.73/2 uyarınca borsalar ve takas kuruluşları nezdinde Kurulca yapılan düzenlemeler uyarınca takas risklerinin önlenmesi amacıyla tutulan teminatlar ile oluşturulan garanti fonundaki varlıklar, amaçları dışında kullanılamaz, kamu alacakları için olsa dahi haczedilemez, rehnedilemez, idari mercilerin tasfiye kararlarından etkilenmez, iflas masasına dâhil edilemez ve üzerlerine ihtiyati tedbir konulamaz. Aynı Kanun'un 78/10. maddesine göre ise MKT'ler tarafından MKT hizmeti sundukları her bir piyasa için tahsis edilen sermaye veya sermaye benzeri kaynaklar, alınan teminatlar ve oluşturulan garanti fonları amaçları dışında kullanılamaz.

Tüm bu düzenlemeler birlikte değerlendirildiğinde, iflas durumunda olsa dahi, TMSF tarafından tasfiye edilecek olan malvarlığında yer alan ve MKT işlemleri kapsamında alınan teminatlar ile garanti fonunun yalnızca temel amacı olan pozisyonların kapatılması için kullanılması gerekmektedir. Bu kapsamda teminatlar ve garanti fonu ile sınırlı olmak kaydıyla, TMSF tarafından icra edilecek tasfiye işleminde SerPK ilgili hükümlerinin dikkate alınması ve MKT hizmeti alan üyelerin öncelikli alacaklı olarak nitelendirilmesi bir zaruret olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, konunun önemi ve örnek uygulamalardaki açık düzenlemeler dikkate alındığında, MKT yönetmeliğine iflas prosedürüne ilişkin açık bir hüküm eklenmesi yine BanKK 106 maddesine MKT hizmeti sunan kurumlar yahut benzer SerPK kurumları için açık bir istisna getirilmesi ve İİK/TTK kapsamında tanınan muafiyetlerin bu düzenleme uyarınca yeniden gözden geçirilmesi daha doğru bir düzenleme şekli olacaktır.

Son olarak yine vurgulamak gerekir ki, SerPK ile getirilen istisna, kural olarak yalnızca MKT işlemleri kapsamında elde edilen teminat ile garanti fonunu kapsamakta olup, MKT kuruluşunun bu miktarı aşan varlıklarının olası bir iflas durumunda MKT hizmeti alan üyelere tahsisi mümkün olmayacaktır. Bunun için SerPK m.73/2 ile öngörülen istisnanın MKT'nin bu miktarı aşan varlıklarını kapsayacak şekilde genişletilmesi ve yine bu değişikliklerin SerPK, BanKK ve MKT Yönetmeliği hükümlerine yansıtılması gerekmektedir.

Sonuç

Son dönemde dünyada yaşanan küresel finans krizleri, piyasaların tüm alanlarında olduğu gibi MKT'lerin de mevcut yapılarının sorgulanmasına ve temel olarak piyasadaki riskleri azaltmak için teşekkül eden bu kuruluşların beraberinde getirdiği risklerin daha ön plana çıkmasına neden olmuştur.

Tüm riski kendi üzerinde toplayarak finansal sistemdeki olası bir çöküşün

de merkez üssü haline MKT'lerin temerrüdü diğer finansal kuruluşlardan farklı olarak gerçekleşmekte, MKT'nin her türlü ödeme gücü yeterliliği temerrüt ortadan kalkmakta ve iflas öncesi "likidite eksikliği" aşaması bu kurumlar bakımından hiçbir zaman gündeme gelmemektedir.

Buna bağlı olarak MKT kuruluşlarının gerçek anlamda düzenlenme amacına hizmet edebilmesi ve yekûn olarak finansal piyasalardaki güvenin korunabilmesi için bu kuruluşların temerrüdüne ilişkin tüm şüphelerin ortadan kaldırılması ve MKT'lerin temerrüdüne ilişkin detaylı tanımlamalara yer verilmesi gerekmektedir.

Bu gerekliliğe uygun olarak ESMA bünyesinde ve AB içerisinde faaliyet gösteren tüm MTK'lerin temerrüt prosedürlerinde ilgili MTK'lerin temerrüdü halinin ne zaman ortaya çıkacağı ve bu durumun mevcut üyeler ile akdedilmiş olan sözleşmeler üzerindeki etkilerinin ayrıca düzenlendiği, yine iflas ve tasfiye işlerinin ise bu kapsamda MKT'nin yapısına uygun şekilde müstakil düzenlemelere konu edildiği görülmüştür.

Yapılan genel açıklamalar ve mukayeseli değerlendirmeler neticesinde MKT kuruluşunun temerrüdüne ilişkin özel bir düzenlemenin bulunmadığı ülkemizde, MKT kuruluşlarının temerrüdü haline ve bu durumun sözleşmeler üzerindeki etkilerine ilişkin MKT Yönetmeliği m.34 vd. hükümlerine ek olacak şekilde ayrı bir maddeye yer verilmesi gerektiği tespit edilmiştir.

Temerrüt haline bağlı olarak gündeme gelecek olan iflas ve tasfiye prosedürü bakımından ise BDDK, TMSF ve SPK arasında yetki ihtilaflarının gündeme gelebileceği, bu ihtilafların giderilmesi adına açık hükümlere yer verilmesi gerektiği, yine diğer finansal kuruluşlardan farklı olarak sahip olduğu tüm sermayeyi açık pozisyonların kapatılması için kullanması gereken MKT'lerin sahip oldukları kaynakları bu yönde kullanabilmesi adına SerPK'da ve BanKK'da açık düzenlemelere gidilmesinin bu kuruluşlara olan güveni arttıracak kanatına ulaşılmıştır.

KAYNAKLAR

- Amelie, Labbe, “Failure Is Not an Option”, *International Financial Law Review*, C.36, S. 3, 2017, s. 12-13.
- Angus Armstrong, “EU Membership, Financial Services And Stability”, *National Institute Economic Review*, S. 236, 2016, s. 31-38.
- Aşlı, Yüksel/ Ülkü, Yüksel/ Ali Sait, Yüksel, *Bankacılık Hukuku ve İşletmesi*, Beta, 9. Bası, İstanbul, 2002.
- Bruno, Biais/Florian, Heider/Marie, Hoerova, “Clearing, Counterparty Risk and Aggregate Risk”, *IMF Economic Review*, C.60, S. 2, 2012, s. 193-222.
- Bliss, Robert/ Papathanassiou, Chryssa, “Derivatives Clearing, Central Counterparties And Novation: The Economic Implications”, *Conference on Issues Related To Central Counterparty Clearing*, 2006.
- Christian, Chamorro-Courtland, “Brexit Scenarios: The Future of Clearing in Europe”, *Columbia Journal of European Law*, C. 25, S. 2, 2019, s. 169-221.
- Christian, Chamorro-Courtland, “The Trillion Dollar Question: Can a Central Bank Bail Out a Central Counterparty Clearing House Which Is Too Big to Fail”, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial, & Commercial Law*, S. 6, C. 2, 2012, s. 433-486.
- Christian Chamorro-Courtland, “Counterparty Substitution in Central Counterparty (CCP) Systems”, *Banking & Finance Law Review*, C.26, S. 3, 2011, s. 517-538.
- Christian Chamorro-Courtland, “Central Counterparties (CCP) and the New Transnational Lex Mercatoria”, *Florida State University Business Review*, C.10, 2011, s. 57-116.
- Clifford Chance, “EU Regulatory Developments”, *Law and Financial Markets Review*, C.7, S. 1, 2013, s. 61-66.
- David, Felsenthal/ Lily, Chu, “Regulation Of Cross-Border Swaps”, *Harvard Business Law Review Online*, C.3, 2013, s. 142-151.
- David, Graeber, “Borç İlk 5000 Yıl”, Çeviri: Muammer Pehlivan, Everest Yayınları, İstanbul, 2015.
- Erkan, Eren, “Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Merkezi Karşı Taraf Üyelik Sözleşmesinin Hukuki Niteliği”, *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, C.5, S. 2, 2019, s. 171-191.
- Erkan, Eren, *Türk Hukukunda Merkezi Takas Kuruluşları, Merkezi Karşı Taraf Uygulaması Ve Tezgâh Üstü Türev Araçların Merkezi Takası*, Onikilevha, İstanbul, 2019.
- Hamdi, Yasaman, *Banka Hukuku ile ilgili Makaleler, Mütalaalar, Bilirkişi Raporları*, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2005.
- Hasan Yaşar, Şababoğlu, “2008 Küresel Finansal Krizi Sonrası Tezgah Üstü Türev Piyasalara Yönelik Düzenlemeler”, *Bankacılar Dergisi*, Türkiye Bankalar Birliği, C.24, S. 84, 2013, s.95-114.
- Jeremy C. Kress, “Credit Default Swap Clearinghouses and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access to Central Bank Liquidity”, *Harvard Journal on Legislation*, C.48, 2011, s.49-93.
- Joseph, Tanega/Andrea, Savi, “Central Clearing Counterparties for OTC-Users: A Theoretical Framework”, *New York University Journal Of Law & Business*, C.13, S. 3, 2017, s. 825-883.

- Mark J., Roe, “Clearinghouse Overconfidence”, *California Law Review*, C.101, S. 6, 2013, s. 1641-1704.
- Paolo, Saguato, “*The Unfinished Business of Regulating Clearinghouses*”, *Columbia Business Law Review*, C.2020, S. 2, 2020, s.449-531.
- Richard Squire, “Shareholder Opportunism in a World of Risky Debt”, *Harvard Law Review*, C.123, 2009-2010, s. 1151-1213.
- Robert O, Keohane, “*After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy*”, Princeton University Press, New Jersey, 1984.
- Ruben Lee, *Running The World’s Markets: The Governance Of Financial Infrastructure*, Princeton University Press, 2011.
- Sean J. Griffith, “Substituted Compliance and Systemic Risk: How to Make a Global Market in Derivatives Regulation”, *Minnesota Law Review*, C.98, 2014, s. 1291-1373.
- Sean J., Griffith, “Clearinghouse Hope Or Hype: Why Mandatory Clearing May Fail to Contain Systemic Risk” *Harvard Business Law Review*, Online 160, 2012-2013, s. 160-168.
- Seza, Reğişoğlu, *Bankacılık Kanunu Şerhi*, Yaklaşım Yayınları, C.2, Ankara, 2015.
- Steven L. Schwarcz, “Systemic Risk”, *The Georgetown Law Journal*, C.93, 2008, s. 193-249.