

T.C.  
ANKARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)  
ANABİLİM DALI

**DERECELENDİRME KURULUŞLARININ  
SORUMLULUĞU**

Yüksek Lisans Tezi

Erkan EREN

Ankara-2010

T.C.  
ANKARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)  
ANABİLİM DALI

**DERECELENDİRME KURULUŞLARININ  
SORUMLULUĞU**

Yüksek Lisans Tezi

Erkan EREN

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Korkut ÖZKORKUT

Ankara-2010

T.C.  
ANKARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)  
ANABİLİM DALI

**DERECELENDİRME KURULUŞLARININ  
SORUMLULUĞU**

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Korkut ÖZKORKUT

Tez Jürisi Üyeleri

**Adı ve Soyadı**

**İmzası**

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

Tez Sınavı Tarihi .....

## ÖZET

Dünyadaki globalleşme süreci ve finansal serbestleşme ile birlikte mali piyasaların karmaşıklığının ve borçluların çeşitliliğinin zaman içinde artmasıyla, gerek yatırımcılar gerek resmi otoriteler kredi derecelendirme kuruluşlarının görüşlerine giderek daha fazla önem vermeye başlamışlardır. Zira bu durum, uluslararası sermaye hareketlerini gerçekleştiren oyuncularını da çok sayıda riskle karşı karşıya getirmektedir. Yatırımcılar ve borç verenler, uluslararası düzeyde gerçekleştirilmeyi düşündükleri finansal işlemlerin ne ölçüde riskli olduğunu bilmek isterler. İşte derecelendirme kuruluşları yatırımcıların ve borç verenlerin ihtiyaç duydukları bu bilgiyi sağlarlar. Profesyonel kadrolardan oluşan derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları değerlendirme, uluslararası düzeyde yatırım yapma ve borç verme kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir.

Bu itibarla, günümüzde derecelendirme, sermaye piyasasında önemli bir fonksiyona sahiptir. Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyetinin ifası sırasında geniş bir kesimle ilişki içine girer. Derecelendirme kuruluşlarının ifa ettikleri bu faaliyetin önemi dolayısıyla, bu kuruluşlar için bir takım yükümlülükler getirilmiştir. Bu yükümlülüklere aykırı davranılması, derecelendirme kuruluşlarının sorumluluklarının doğmasına sebep olmaktadır.

Derecelendirmeye ilişkin talebin yeterince olmaması bu sektörün gelişmesinin önündeki en büyük engeldir. Örneğin özel sektör tahvillerinin ihraç edilmesi durumunda derecelendirme kuruluşlarının gelişmesi de hızlanacak ve dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarından sağlanabilecek yararlar artacaktır. Bu nedenle derecelendirme kuruluşlarının gelişmemesinin başlıca nedeninin pazar yokluğu olduğu söylenebilir.

Diğer taraftan, son yıllarda ülkemizin ve bazı Türk bankalarının S&P, Moody's veya Fitch gibi büyük derecelendirme kuruluşları tarafından incelenerek değerlendirilmeleri yapılmış olmasına rağmen, derecelendirme ile ilgili yasal düzenlemelerin yetersiz olması nedeniyle bu müesseseden sağlanabilecek yararlar

henüz istenilen düzeye ulaşamamıştır. Ancak kamunun aydınlatılması ve etkin piyasa mekanizmasının işlerliğinin sağlanmasında oynadığı rol nedeniyle yakın bir gelecekte ülkemizde de derecelendirme işlemine duyulan ihtiyaç daha da artacaktır.

Derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu konusunun tam olarak ortaya konulabilmesi için ilk önce derecelendirme kuruluşlarınca yerine getirilen derecelendirme faaliyetinin temel özellikleri, önemi ve derecelendirmeye ilişkin yasal düzenlemelerin incelenmesi gerekmektedir. Bu nedenle çalışmamızın birinci bölümünde derecelendirme kavramı, tarihçesi, özellikleri, türleri, uygulama alanları ve yasal düzenlemeler üzerinde durulacaktır.

Derecelendirme faaliyeti, derecelendirme kuruluşu ile derece almak isteyen müşteri arasında akdedilen bir sözleşme çerçevesinde yerine getirilir. Derecelendirme kuruluşları için düzenlenen yükümlülükler kendini ilk olarak bu alanda gösterir. Bu sebeple, derecelendirme kuruluşlarının sorumlu oldukları kişilerin başında derece verdikleri müşteriler gelmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının bu sözleşmeden doğan yükümlülüklerinin anlaşılabilmesi, derecelendirme kuruluşu ile işletme arasında akdedilen sözleşmenin özelliklerinin kapsamlı bir şekilde incelenmesiyle mümkündür. Bu nedenlerle, çalışmamızın ikinci bölümünde derecelendirme sözleşmesinin tanımı, unsurları, hukuki niteliği, diğer sözleşmelerden farkı ve özellikle tarafların bu sözleşmeden doğan hak ve yükümlülükleri ile derecelendirme sözleşmesinin sona erme sebepleri incelenecektir.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde ise derecelendirme kuruluşlarının hukuki ve cezai sorumlulukları incelenecektir. Bu bölümde özellikle hukuki sorumluluk üzerinde durulacak, bu çerçevede derecelendirme kuruluşlarının müşterilerine ve üçüncü kişilere karşı sorumluluğu incelenecektir. Ayrıca, Türk hukukunda sorumluluğa ilişkin hükümlerin yetersiz olması sebebiyle yabancı hukuk düzenlemelerine de yer verilecektir.

## **ABSTRACT**

With the globalization process and financial liberalization, rising complexity of fiscal markets and variety of obligators, both investors and official authorities began to make a point of credit rating agencies' advices. It caused players who carry out international capital movements meet many risks as well. Investors and lenders want to know how much risk they are exposed to at international level. By the way, the information that investors and lenders need is provided by rating agencies. The evaluation of rating agencies, consisting of professional staff, has significant affects on the decisions of investing and lending in the international level.

Therefore, rating has an important function today in the capital market. Rating activity is fulfilled this duty through the rating agencies. Rating agencies establish relations with a broad segment during the execution of this duty. Due to the importance of this activity performed by the rating agencies, a number of obligations have been introduced for such agencies. Violation of these obligations gives rise to liabilities for the rating agencies.

Inadequate (or insufficient) demand for rating is the biggest obstacle for the development of this sector. For example, where private sector bonds are issued, the development of rating agencies will be accelerated and thus the benefits that may be obtained from rating agencies will increase. Therefore, it can be said that the main reason for rating agencies not to develop properly (or to remain inchoate) is the absence of a market (or "a sophisticated market")

On the other side, although Turkey and some Turkish banks are recently rated by the most known rating agencies such as S&P, Moody's or Fitch, it could not reach the desired level since the lack of the relevant legal regulations. As it is having the key role in providing the efficient market mechanism and making the public bi informed, the need for rating will increase in a near future.

In order to explain the issue of liability of the rating agencies fully, first it is necessary to examine the basic characteristics and importance of the rating activity

carried out by the rating agencies, as well as the legal regulations related with rating. For this reason, the first part of our study will dwell upon the concept, history, characteristics, types, areas of application of rating and related legal regulations.

Rating activity is fulfilled under a contract concluded between a rating agency and a customer intending to obtain a rating. The obligations foreseen for the rating agencies manifest themselves firstly in this area. The rating agencies are primarily responsible to the enterprises rated by themselves. The obligations arising from such contract of the rating agencies can be understood with expansive analyse of the characteristics of the contract concluded between the rating agency and the enterprise. Therefore, the second part of our study will examine the definition, elements, legal nature of the rating contract, its difference from other contracts, and particularly the rights and obligations of the parties which arise from such contract and the reasons for expiration of the rating contract.

Legal and criminal liabilities of the rating agencies will be examined in the third part of our study. This part will particularly dwell upon legal liability, and analyse the rating agencies' liabilities towards their customers and third persons within this framework. Due to the insufficiency of the provisions concerning liability in the Turkish Law, this study also includes the foreign legal regulations.

## İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	IV
ABSTRACT .....	VI
İÇİNDEKİLER .....	VIII
KISALTMALAR .....	XVII
KAYNAKÇA .....	XIX
GİRİŞ .....	XXXVIII

## BİRİNCİ BÖLÜM

### DERECELENDİRME KAVRAMI VE DERECELENDİRMENİN GENEL ÇERÇEVESİ

#### § 1 – DERECELENDİRME KAVRAMI, TEMEL ÖZELLİKLERİ VE TÜRLERİ

<b>I-</b> Finansal Piyasalar ve Derecelendirme Kavramı .....	1
<b>1-</b> Finansal Piyasaların Gelişimi .....	1
<b>2-</b> Derecelendirme Kavramı .....	2
<b>II-</b> Derecelendirme İhtiyacının Nedenleri ve Derecelendirme Faaliyetinin Faydaları .....	6
<b>1-</b> Derecelendirme İhtiyacının Nedenleri .....	6
<b>2-</b> Derecelendirme Faaliyetinin Faydaları .....	6
<b>A-</b> Derecelendirme Faaliyetinin Genel Olarak Finans Piyasaları Açısından Faydası .....	8
<b>B-</b> Derecelendirme Faaliyetinin Bankalar Açısından Faydası .....	9
<b>III-</b> Derecelendirme Sisteminin İşleyişi ve Derecelendirme Türleri .....	10
<b>1-</b> Derecelendirme Sisteminin İşleyişi .....	10
<b>2-</b> Derecelendirme Türleri .....	11
<b>A-</b> Talebin Varlığına Göre Derecelendirme Türleri .....	12
<b>a)</b> Talebe Bağlı Olan Derecelendirme .....	12
<b>b)</b> Talebe Bağlı Olamayan Derecelendirme .....	13
<b>B-</b> Vadesine Göre Derecelendirme Türleri .....	16
<b>a)</b> Kısa Vadeli Derecelendirme .....	16
<b>b)</b> Uzun Vadeli Derecelendirme .....	16
<b>C-</b> Esas Alınan Değere Göre Derecelendirme Türleri .....	16
<b>a)</b> Döviz Cinsinden Derecelendirme .....	16



b) Yerel Para Cinsinden Derecelendirme .....	16
c) Ulusal Yerel Para Cinsinden Derecelendirme .....	16
<b>D- Bankacılık Sektörü Açısından Derecelendirme Türleri.....</b>	<b>16</b>
a) Bireysel Derecelendirme.....	16
b) Destek Derecelendirme.....	17
c) İçsel Derecelendirme.....	17
d) Dışsal Derecelendirme.....	17

## **§2-DERECELENDİRMENİN TARİHÇESİ, GELİŞİMİ VE BU KONUDAKİ YASAL DÜZENLEMELER**

<b>I- Derecelendirmenin Genel Tarihçesi ve Gelişimi .....</b>	<b>17</b>
<b>II- Derecelendirmenin Türkiye’de Gelişimi ve Durum Tespiti .....</b>	<b>19</b>
<b>III- Türkiye’de Derecelendirmenin Hukuki Altyapısı.....</b>	<b>21</b>
<b>1- Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve     Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği     (Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ) .....</b>	<b>21</b>
<b>A- Yasal Düzenleme ve Dayanak .....</b>	<b>21</b>
<b>B- Derecelendirme Kuruluşu, Derecelendirme Notu ve         Müşteri Tanımı .....</b>	<b>21</b>
<b>C- Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı.....</b>	<b>22</b>
<b>D- Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar .....</b>	<b>23</b>
<b>E- Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilmek İçin         Başvuru Şartları.....</b>	<b>26</b>
<b>F- Derecelendirme Faaliyetinde Uyulacak İlke ve Esaslar.....</b>	<b>28</b>
<b>2- Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve     Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik.....</b>	<b>29</b>
<b>A- Kapsam, Yasal Düzenleme ve Dayanak .....</b>	<b>29</b>
<b>B-Yetkili Derecelendirme Kuruluşu, Derecelendirme Notu ve         Müşteri Tanımı.....</b>	<b>30</b>
<b>C- Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı.....</b>	<b>30</b>
<b>D- Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar .....</b>	<b>31</b>
<b>E-Yetkilendirilecek Derecelendirme Kuruluşlarında         Aranacak Şartlar .....</b>	<b>33</b>
<b>F- Derecelendirme Faaliyetine İlişkin Usul ve Esaslar.....</b>	<b>33</b>

### § 3 – DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ

I- Derecelendirmenin Ekonomi Açısından Önemi .....	35
II- Derecelendirmenin Para ve Finans Otoriteleri Açısından Önemi .....	36
III- Derecelendirmenin Sermaye Piyasası Açısından Önemi .....	37
IV- Derecelendirmenin Özelleştirme Açısından Önemi .....	38
V- Derecelendirmenin Şirketler Açısından Önemi .....	38
VI- Bir Bilgi Kaynağı Olarak Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi .....	39

### §4-DERECELENDİRMEYE İLİŞKİN İLKELER

I- Bağımsızlık İlkesi .....	41
II- Tarafsızlık İlkesi .....	42
III- Reklâm Yasağı İlkesi .....	42
IV- Mesleki Yeterlilik İlkesi .....	43
V- Kamuyu Aydınlatma İlkesi .....	44

### § 5 – DERECELENDİRMENİN UYGULAMA ALANLARI

I- Kredi Derecelendirmesi .....	45
1- Ülkelerin Derecelendirmesi .....	45
2- Şirketlerin Derecelendirilmesi .....	50
A- Bankaların Derecelendirilmesi .....	50
B- Sigorta Şirketlerinin Derecelendirilmesi .....	53
C- Leasing (Finansal Kiralama) Şirketlerinin Derecelendirilmesi ....	53
D- Faktoring Şirketlerinin Derecelendirilmesi .....	54
3- Projelerin Risk Derecelendirilmesi .....	55
4- Tahvil Derecelendirmesi .....	55
5- Hisse Senetlerinin Derecelendirilmesi .....	56
6- Yatırım Fonlarının Derecelendirilmesi .....	57
II- Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi .....	58

### §6-DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE DERECELENDİRME İLE İLGİLİ PİYASALARDAKİ UYGULAMALAR

I- Derecelendirme Kuruluşları .....	64
-------------------------------------	----

1- Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Özellikleri.....	65
2- Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Derecelendirme Faaliyetindeki Yeri .....	67
A- Piyasaya Hâkim Olan Derecelendirme Kuruluşları.....	67
a) Standard and Poor's (S&P).....	69
b) Moody's Investor Service (Moody's) .....	74
c) Fitch Ratings (Fitch) .....	77
B- Diğer Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları.....	82
3- Derecelendirme Kuruluşlarının Ücret Politikaları.....	84
II- Basel II Kapsamında Derecelendirme Kavramı ve Basel II'nin Ülkemize Muhtemel Etkileri.....	87
III- ABD ve AB'de Derecelendirme Piyasasını Düzenleyen Yasa ve Kurumların Karşılaştırması .....	92
IV- ABD Mortgage Krizi ve Derecelendirme .....	93
V- Derecelendirme ile İlgili Genel Eleştiriler.....	95
VI- Yapılan Eleştirilere Getirilen Açıklamalar.....	100

## İKİNCİ BÖLÜM

### DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SORUMLULUĞU AÇISINDAN DERECELENDİRME SÖZLEŞMESİ

#### §1- DERECELENDİRME SÖZLEŞMESİNİN TANIMI, UNSURLARI, TARFALARI, KURULUŞU ve ŞEKLİ

I- Derecelendirme Sözleşmesinin Tanımı.....	103
II- Derecelendirme Sözleşmesinin Unsurları.....	104
1- Derecelendirme Sözleşmesinin Esaslı Unsurları .....	104
A- Derecelendirme Notu Vermek .....	104
B- Gerekli Bilgi ve Belgelerin Sağlanması ve Ücret Ödenmesi.....	104
C- Taraflar Arasında Anlaşma .....	105
2- Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ ve Yönetmelik Uyarınca Derecelendirme Sözleşmesinde Bulunması Gereken Hususlar .....	106
A- Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ Uyarınca Derecelendirme Sözleşmesinde Yer Alması	

Zorunlu Hususlar.....	106
<b>B- Yönetmelik Uyarınca</b>	
Derecelendirme Sözleşmesinde Yer Alması	
Zorunlu Hususlar.....	107
<b>III- Derecelendirme Sözleşmesinin Tarafları .....</b>	<b>107</b>
<b>1- Derecelendirme Hizmetini Sunan Taraf:</b>	
Derecelendirme Kuruluşu .....	107
<b>2- Derecelendirme Hizmetini Talep Eden Taraf:</b>	
Yatırımcı-Müşteri.....	108
<b>IV- Derecelendirme Sözleşmesinin Kurulması ve Şekli .....</b>	<b>109</b>

## **§2- DERECELENDİRME SÖZLEŞMESİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ VE BENZER SÖZLEŞMELERLE KARŞILAŞTIRILMASI**

<b>I- Genel Olarak .....</b>	<b>112</b>
<b>II- Benzer Sözleşmelerle Karşılaştırılması .....</b>	<b>114</b>
<b>1- İş (Hizmet) Sözleşmesi ile</b>	
Derecelendirme Sözleşmesinin Karşılaştırılması.....	114
<b>2- Vekâlet Sözleşmesi ile</b>	
Derecelendirme Sözleşmesinin Karşılaştırılması.....	115
<b>3- Eser (İstisna) Sözleşmesi ile</b>	
Derecelendirme Sözleşmesinin Karşılaştırılması.....	118
<b>III- Değerlendirme.....</b>	<b>121</b>

## **§3- DERECELENDİRME SÖZLEŞMESİNDEN DOĞAN HAK VE YÜKÜMLÜLÜKLER**

<b>I- Derecelendirme Kuruluşunun Hak ve Yükümlülükleri .....</b>	<b>122</b>
<b>1- Derecelendirme Kuruluşunun Hakları .....</b>	<b>122</b>
<b>A- Ücret Talep Etme Hakkı .....</b>	<b>122</b>
<b>B- Bilgi ve Belge Talep Ederek İnceleme Hakkı.....</b>	<b>122</b>
<b>2- Derecelendirme Kuruluşunun Yükümlülükleri .....</b>	<b>122</b>
<b>A- Sır Saklama Yükümlülüğü.....</b>	<b>122</b>
<b>B- Mesleki Özen ve Titizlik Gösterme Yükümlülüğü .....</b>	<b>126</b>
<b>C-Derecelendirme İlke ve Kurallarına</b>	
Uygun Davranma Yükümlülüğü .....	127
<b>II- Müşterinin Hak ve Yükümlülükleri.....</b>	<b>127</b>

1- Müşterinin Hakları .....	127
2- Müşterinin Yükümlülükleri .....	127
A- Ücret Ödeme .....	127
B- Gerekli Bilgi ve Belgeleri Sağlama .....	128

## **§5- DERECELENDİRME SÖZLEŞMESİNİN SONA ERMESİ**

I- Genel Olarak .....	128
II- Derecelendirme Sözleşmesinin Sona Erme Sebepleri .....	129
1- Sözleşmenin Süresinin Dolmuş Olması .....	129
2- Derecelendirme Kuruluşunun Çekilmesi .....	129
3- Müşterinin Sözleşmeyi Feshetmesi .....	130

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **DERECELENDİRME KURULUŞLARININ HUKUKİ VE CEZAI SORUMLULUĞU**

#### **§ 1 – GENEL OLARAK**

#### **§ 2 – SORUMLULUK KAVRAMI**

#### **§ 3 – DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SORUMLULUĞUNUN ÖNEMİ**

#### **§ 4 – DERECELENDİRME KURULUŞLARININ HUKUKİ SORUMLULUĞU**

I- Genel Olarak .....	134
II- Derecelendirme Kuruluşlarının Hukuki Sorumluluğunun Düzenleniş Şekli .....	135
1- Türk Hukukunda Derecelendirme Kuruluşlarının Hukuki Sorumluluğunun Düzenleniş Şekli .....	136
A-BDDK Yönetmeliği Uyarınca Hukuki Sorumluluk .....	136
B-SPK'nın Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliği Uyarınca Hukuki Sorumluluk .....	137
2- Zorunlu Sorumluluk Sigortası ile İlgili Genel Bilgiler ve İkincil Düzenlemelerde Yer Alan Zorunlu	

Mesleki Sorumluluk Sigortası Şartının Sözleşme Özgürlüğü Çerçevesinde Değerlendirilmesi.....	139
<b>A-Zorunlu Sorumluluk Sigortaları ve Mesleki Sorumluluk Sigortaları</b> .....	139
<b>B-Zorunlu Sorumluluk Sigortalarının Anayasa'nın 48 inci Maddesindeki Sözleşme Özgürlüğü Karşısındaki Durumu</b> .....	140
<b>a) Sözleşme özgürlüğü kavramı</b> .....	141
<b>b) Anayasa'nın 48 inci Maddesi ve Sözleşme Hürriyetine Bir Sınırlama Getirilip Getirilemeyeceği Sorunu</b> .....	141
<b>c) Konunun 5411 ve 2499 sayılı Kanun Açısından Değerlendirilmesi</b> .....	143
<b>3- Yabancı Hukuklarda Derecelendirme Kuruluşlarının Hukuki Sorumluluğunun Düzenleniş Şekli</b> .....	145
<b>A- İsviçre Hukuku Uyarınca Hukuki Sorumluluk</b> .....	145
<b>B- Belçika Hukuku Uyarınca Hukuki Sorumluluk</b> .....	146
<b>C- ABD Hukuku Uyarınca Hukuki Sorumluluk</b> .....	148
<b>a) Genel Olarak</b> .....	148
<b>b) Amerikan Mahkemelerinde Derecelendirme Kuruluşları</b> .....	151
<b>III-Derecelendirme Kuruluşlarının Sözleşme Görüşmelerinden Doğan Sorumluluğu (Culpa In Contrahendo Sorumluluğu)</b> .....	153
<b>IV- Sözleşme Sorumluluğu</b> .....	156
<b>V- Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumlu Oldukları Kişiler</b> .....	157
<b>VI- Sorumluluğun Hukuki Niteliği</b> .....	158
<b>1- Müşterilere Karşı Sorumluluğun Hukuki Niteliği</b> .....	159
<b>A- Derecelendirme Kuruluşu ile Müşteri Arasında Derecelendirme Sözleşmesinin Bulunması Halinde Sorumluluğun Hukuki Niteliği</b> .....	159
<b>B- Derecelendirme Kuruluşu ile Müşteri Arasında Derecelendirme Sözleşmesinin Bulunmaması Halinde Sorumluluğun Hukuki Niteliği</b> .....	160
<b>2- Üçüncü Kişilere Karşı Sorumluluğun Hukuki Niteliği</b> .....	161
<b>A- Haksız Fiil Sorumluluğu Görüşü</b> .....	161

a) Genel Olarak Haksız Fiil Sorumluluğu .....	161
b) Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişilere Karşı Haksız Fiil Sorumluluğu Görüşü .....	163
B- Üçüncü Kişileri Koruma Etkili Sözleşme Görüşü .....	166
C- Mesleki Sorumluluk Görüşü .....	169
D- Güven Sorumluluğu Görüşü .....	171
E- Değerlendirme .....	174
VII- Sorumluluğun Şartları.....	175
1- Müşterilere Karşı Sorumluluğun Şartları.....	176
A- Derecelendirme Sözleşmesinin Varlığı.....	176
B- Derecelendirme Sözleşmesinin İhlali.....	176
C- Derecelendirme Sözleşmesinin İhlali Sonucunda Bir Zararın Doğması .....	177
D- Derecelendirme Kuruluşunun Kusurlu Olması.....	179
2- Üçüncü Kişilere Karşı Sorumluluğun Şartları .....	181
A- Özel Şartlar .....	182
a) Özel Bir Hukuki Bağlantı .....	182
b) Koruma Yükümünün İhlali .....	182
c) Zarar Görenin Bilgiyi Tasarruflarında Kullanması .....	182
B- Diğer Şartlar .....	182
a) Kusur .....	182
b) Zarar .....	183
c) Uygun İliyet Bağı .....	183
VIII- Sorumluluk Halleri.....	184
IX- Sorumluluktan Kurtulma Halleri.....	184
1- Müşterilere Karşı Sorumluluktan Kurtulma Halleri .....	184
A- Derecelendirme Yükümlülüğünün Bulunmadığı İddiası.....	184
B- Derecelendirmenin İlke ve Kurallarına Uygun Yapıldığı İddiası .....	185
C- Zararın Oluşumunda Müşterinin de Kusurunun Bulunduğu İddiası .....	185
D- İliyet Bağının Yokluğu İddiası.....	185
2- Üçüncü Kişilere Karşı Sorumluluktan Kurtulma Halleri .....	186
X- Yardımcı Şahıslardan Dolayı Sorumluluk .....	186

<b>XI-</b> Mesleki Sorumluluk Sigortası .....	188
<b>XII-</b> Hukuki Sorumluluğun Sınırlandırılması.....	191
<b>XIII-</b> Sorumluluk Davası.....	192
1- Görevli Mahkeme .....	192
2- Yetkili Mahkeme .....	194

#### **§ 5- DERECELENDİRME KURULUŞLARININ VE YÖNETİCİLERİNİN CEZAI SORUMLULUĞU**

<b>I-</b> Genel Olarak .....	194
<b>II-</b> İdari Yaptırımların Yasallığı Sorunu .....	196
<b>III-</b> 5411 sayılı Kanun Uyarınca Cezai Sorumluluk.....	199
<b>IV-</b> 2499 sayılı Kanun Cezai Sorumluluk.....	202

#### **§ – SONUÇ ve DEĞERLENDİRME**



## KISALTMALAR

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>a.g.e.</b>	: Adı geçen eser
<b>a.g.m.</b>	: Adı geçen makale
<b>AnkBD</b>	: Ankara Barosu Dergisi
<b>AÜSBFD</b>	: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi
<b>AY</b>	: Anayasa
<b>AYM</b>	: Anayasa Mahkemesi
<b>B.</b>	: Bası
<b>Batider</b>	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
<b>BCBS</b>	: Basel Committee on Banking Supervision (Basel Bankacılık Denetim Komitesi)
<b>BDDK</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BGB</b>	: Bürgerliches Gesetzbuch (Alman Medeni Kanunu)
<b>BIS</b>	: Bank For International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
<b>BK</b>	: Borçlar Kanunu
<b>Bkz.</b>	: Bakınız
<b>CESR</b>	: The Committee of European Securities Regulators (Avrupa Menkul Kıymet Düzenleyicileri Komitesi)
<b>CRD</b>	: Capital Requirements Directive (Sermaye Yeterlik Yönergesi)
<b>C.</b>	: Cilt
<b>ECB</b>	: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
<b>E.</b>	: Esas
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
<b>HUMK</b>	: Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu
<b>IMF</b>	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)

<b>IOSCO</b>	: The International Organization of Securities Commissions (Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü)
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>K.</b>	: Karar
<b>KOBİ</b>	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
<b>Kurul</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
<b>MK</b>	: Medeni Kanun
<b>m.</b>	: madde
<b>NRSRO</b>	: Nationally Recognized Statistical Rating Organization (Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşu)
<b>OECD</b>	: Organisation for Economic Co-operation and Development (İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı)
<b>RG</b>	: Resmi Gazete
<b>SEC</b>	: Securities Exchange Commission (Amerika Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)
<b>S.</b>	: Sayı
<b>s.</b>	: Sayfa
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SerPK</b>	: Sermaye Piyasası Kanunu
<b>S&amp;P</b>	: Standart and Poor's
<b>TBB</b>	: Türkiye Bankalar Birliği
<b>TCK</b>	: Türk Ceza Kanunu
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TMSK</b>	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
<b>TTK</b>	: Türk Ticaret Kanunu
<b>Tüsiad</b>	: Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği
<b>UM</b>	: Uyuşmazlık Mahkemesi
<b>vb.</b>	: Ve benzeri
<b>vd.</b>	: Ve devamı

## KAYNAKÇA\*

- Alp, Ali/  
Üstündağ, Serdar** : “Bankaların Derecelendirilmesi”, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, S. 53, Temmuz 2007, s. 6-13.
- Akıntürk, Turgut** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler - Özel Borç İlişkileri, B. 14, İstanbul 1999. (Anılış: **Akıntürk**, Borçlar).
- Akıntürk, Turgut** : Türk Medeni Hukuku, C. I, B. 3, İstanbul 1998.
- Alıcı, Yaşar** : Bankacılık Kanunu Şerhi, Ankara 2007.
- Arkan, Sabih** : Ticarî İşletme Hukuku, B. 7, Ankara 2004.
- Aral, Fahrettin** : Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, B. 3, Ankara 2000.
- Ataman, Ayşe Gülden** : Derecelendirme Kurumları ve Türkiye’deki Olası Rolü, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 1995.
- Aytaç, Zühtü** : Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988.

---

\* Birden çok eserinden yararlanılan yazarlara yapılan yollamalarda kullanılan kısaltmalar parantez içinde gösterilmiştir.

- Babuşçu, Şenol** : Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması, SPK Yayın No: 94, Ankara 1997.
- Bahrenwaldt, Udo** : “Funktionen des Für Anleger”, in: Handbuch Rating, Hans E., Büschgen, Oliver Everling (Hrsg.), Gabler Verlag, Wiesbaden 1996, s. 291-303.
- Bakdur, Alper/  
Duman, Gülyeter** : Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları, Ankara 1999.
- Battal, Ahmet** : Güven Kurumu Nitelendirmesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2001.
- Battal, Ahmet** : Bankacılık Kanunu Şerhi, Ankara 2006.
- Bertschinger, Urs** : “Rechtsprobleme Rund Um Ratings Und Ratigagenturen”, Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz-und Börsenplatzes Schweiz, Peter Nobel, Bern 1999, s. 88-131.
- Bilge, Necip** : Borçlar Hukuku, Özel Borç Münasebetleri, B. 3, Ankara 1971.
- Bozer, Ali** : Sigorta Hukuku, Genel Hükümler - Bazı Sigorta Türleri, Ankara 2004.

- Bozer, Ali** : “Sosyal ve Özel Sigortalar Arasındaki Münasebetler”, AÜSBFD 1962, Nejat Bengül’e Armağan Sayısı, C. XVII, S. 2, s. 31-46.
- Boyacıoğlu, Melek Acar** : Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Ankara 2005.
- Bozkurt, Tamer** : “Haklarında Özel Bir Sınırlama Nedeni Öngörülmemiş Temel Hak ve Hürriyetlerin Sınırlandırılması Sorunsalı: Özellikle Sözleşme Hürriyeti Açısından Durum”, AnkBD., Ankara 2008, S. 1, s. 134-142.
- Bölükbaşı, Göksel** : Risk Derecelendirmesi (Rating), Bankalar ve Türkiye, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2002.
- Can, Mertol** : Mesleki Sorumluluk Sigortası Genel Şartlarına Genel Bir Bakış, Ankara 2007.
- Champsaur, Amelie** : The Regulation of Credit Rating Agencies in the U.S. and the E.U. Harvard Law School, LL.M. Paper, Boston 2005.

- Çipil, Mahir** : Dünyada Zorunlu Sigorta Uygulamaları ve Türkiye Örneklerinin İncelenmesi, Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi, Ankara 2003.
- Çamoğlu, Ersin** : Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, İstanbul 1972.
- Çelik, Aytekin** : Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğu, Ankara 2005.
- Çelik, Nuri** : İş Hukuku Dersleri, B. 21, İstanbul 2003.
- Çelik, Pelin** : Bankaların Risk Derecelendirmesi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yeterlilik Tezi, Ankara 2004.
- Çeliktaş, İlyas** : “Aracı Kurumların Faaliyet İzni Alabilmeleri İçin Öngörülen Mecburi Sigortanın Sözleşme Özgürlüğü Açısından Değerlendirilmesi”, Ünal Tekinalp’e Armağan C. I, İstanbul 2003, s. 931-954
- Çolpan, Ufuk** : Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkisi, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2001.

- Demirçelik, Adalet** : Derecelendirme (Rating), Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara 1984.
- Donay, Süheyl** : Meslek Sırrının Açıklanması Suçu, İstanbul 1978.
- Dönmez, Can** : Banka Kredi Derecelendirmeleri: Bir Uygulama, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2005.
- Dunlop, İan T.** : Latest Directions In Corporat Governance, Corporate Governance in Asia- A Comperative Perspective, OECD Publications, 2001.
- Ebenroth, Carsten Thomas/  
Daum, Thomas** : “Die rechtlichen Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen”, WM Zeitschrift für Wirtschaftsund Bankrecht, Sonderbeilage Nr. 5, 1992, s. 1-23.
- Ebenroth, Carsten Thomas/  
Koos, Stefan** : “Juristische Aspekte des Rating”, in: Handbuch Rating, Hans E., Büschgen, Oliver Everling (Hrsg.), Gabler Verlag, Wiesbaden 1996, s. 485-519.

- Emir, Mustafa** : “lke Riski Kriteri Sorunu: Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, S. 118, İstanbul 1999. s. 14-26.
- Emmons, William Robert/  
Schmid, Frank A.** : Corporate Governance and Corporate Performance, Northampton 2000.
- Eren, Fikret** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. I, B. 6 - C. II, B. 5, İstanbul 1999.
- Ersan, İhsan** : “Kredi Değerliliği Kavramı ve Türkiye’nin Durumu”, Banka ve Ekonomik Yorumlar, Ağustos 1979, s. 47-50.
- Erem, Faruk** : Meslek Sırrı, Ankara 1974,
- Güven, iğdem** : Banka ve Müşteri Sırrının Korunması ve lke Uygulamaları, BDDK Uzmanlık Tezi, Ankara 2004.
- Gemici, İlke Aytekin** : Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Sorumluluk, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2005.
- Gözübüyük, A.P** : Türk Ceza Kanunu Gözübüyük şerhi, C. II, Ankara 1968,
- Günal, Vural** : Hukuk Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri, İstanbul 1997.



- Gürman, Tevfik** : “Bankaların Derecelendirilmesi”, Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi, Eylül 1994, s. 30-36.
- Gürzumar, Osman Berat** : Zorunlu Unsur Doktrinine Dayalı Sözleşme Yapma Yükümlülüğü, Ankara 2006.
- Hill, Claire** : Regulating the Rating Agencies, Chicago 2004.
- İmişiker, Serkan** : Basel II ve Piyasalarımıza Olası Etkisi, Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlik Etüdü, Ankara 2005.
- İnceoğlu, Mehmet Murat** : “Sözleşme Yapma Zorunluluğu ve Tüketicinin Korunması Hakkında Kanunun 5. Maddesinin Bu Açıdan Değerlendirilmesi”, Prof. Dr. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s. 391-429.
- Kabaalioğlu, Haluk A.** : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985.
- Kaneti, Selim** : Haksız Fiilde Hukuka Aykırılık Unsuru, İstanbul 2007.
- Kangal, Zeynel** : Tüzel Kişilerin Cezai Sorumluluğu, Ankara 2003.

- Karababa, Zeynel** : Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001.
- Karaca, Nil** : Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Maliye Bakanlığı APK Kurulu Başkanlığı, Rapor No:2, Ankara 2005.
- Karaer, Batuğhan** : Finans Sektöründe Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türkiye Uygulaması, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 2002.
- Kayıhan, Şaban/  
Günerkök Özcan** : “BK 386/II Karşısında İsimli İş Görme Sözleşmeleri Yapılabilir Mi?” Atatürk Üniversitesi Erzincan Hukuk Fakültesi Dergisi, Erzincan 1998, s. 275-281.
- Kerwer, Dieter** : Standardising as Governance: The Case of Credit Rating Agencies, Bonn 2001.
- Kılıç, M. Berra** : Derecelendirme (Rating) İşlemi ve ABD’de Tahvil Derecelendirmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara 1989.
- Kılıçoğlu, Ahmet** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, B. 2, Ankara 2002.
- Kırca, Çiğdem** : Bilgi Vermeden Dolaylı Üçüncü Kişiyeye Karşı Sorumluluk, Ankara 2004.

- Kocayusufpaşaoğlu, Necip** : Borçlar Hukuku Dersleri, B. 2, İstanbul 1985.
- Kozanoğlu, Hayri** : Ülke Riski, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 1999.
- Kömürcü, Asiye** : Basel II Çerçevesinde Standart Yöntem Açısından Derecelendirme Sistemi ve Bir Uygulama, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 2007.
- Kunter, Nurullah** : Muhakeme Hukuku Dalı Olarak Ceza Muhakemesi Hukuku, B. 8, İstanbul 1986.
- Kuru, Baki/  
Aslan, Ramazan/  
Yılmaz, Ejder** : Medeni Usul Hukuku, B. 14, Ankara 2003.
- Küçüksözen, Cemal** : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, SPK Yayın No: 131, Ankara 1999.
- Leopold, A. Bernstein** : Financial Statement Analysis - Theory, Application and Interpretation, Illinois 1989.
- Manavgat, Çağlar** : Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı, Batider 1998, C. XIX, S. 4, s. 177-204.

- Mukatel, Loni Aslan** : Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerinde Bir Model Denemesi, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2006.
- Mumyakmaz, Kubilay** : Rating'in (Derecelendirme) Finans Sektörü Bakımından Yeri ve Önemi, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 1998.
- Nye, Robert P.** : "Borç Alan Kuruluşların Manivela Gücü", Finans Dünyası Dergisi, Kasım 1996, s. 76-77.
- Nye, Robert/  
Eke, Selda** : "Türkiye'de Kredi Derecelendirmesi", Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Mayıs 2004, s. 50-54.
- Oğuztürk (Kalkan), Burcu** : Güven Sorumluluğu, İstanbul 2008.
- Özdiñç, Özer** : Derecelendirme Sürecinde Ekonometrik Bir Değerlendirme, SPK Yayın No: 130, Ankara 1999.
- Özmen, Tahsin** : "Tahvil Derecelendirmesi (Bond Rating)", Prof. Dr. İsmail TÜRK'e Armağan, Ankara 1996, s. 317-329.

- Öztürk, Bahri/  
Erdem, Mustafa Ruhan/  
Özbek, Veli Özer** : Uygulamalı Ceza Hukuku ve Emniyet Tedbirleri Hukuku, B. 6, Ankara 2003.
- Partnoy, Frank** : Rethinking regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective, San Diego School of Law, 2009, s. 13.
- Pash, Ali** : Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, B. 2, İstanbul 2005.
- Pinto, R. Arthur** : Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States, Brooklyn Law School, 2008.
- Poroy, Reha/  
Tekinalp, Ünal/  
Çamoğlu Ersin** : Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, B. 10, İstanbul 2005.
- Pulaşlı, Hasan** : Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model, Ankara 2003.
- Reisoğlu, Safa** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, B. 15, İstanbul 1992 (Anılış: **Reisoğlu**, Borçlar).
- Reisoğlu, Seza** : Bankacılık Kanunu Şerhi, Ankara 2007.

- Richard, M. Levich/  
Giovanni, Majnoni/  
Carmen, Reinhart** : Ratings, Rating Agencies and The Financial Global System, New York 2002.
- Roussesau, Stephane** : Enhancing The Accountability Of Credit Rating Agencies: The Case For A Disclosure-Based Approach, Montreal 2005.
- Sakınç, İlker** : Derecelendirme (Rating) Kuruluşlarının Çalışma ve Uygulama Esasları ile Bankacılık Sektöründe Test Edilmesi, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 2002.
- Saltık, Gülen Alev** : İşletmelerde Risk Derecelendirmesi ve Türkiye Uygulaması, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 1996.
- Sarı, Uğur Gökhan** : Türkiye’de Tahvil Piyasası ve Derecelendirme (Rating), Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlik Etüdü, Ankara 1994.
- Schwarcz, Steven L.** : The Role of Rating Agencies in Global Market Regulation, Oxford-Portland Oregon 2001.

- Senn, Myriam/  
Trindade, Rita Trigo** : Control and Responsibility of Rating Agencies in Switzerland, University of Geneva, Geneva 2006.
- Serfling, Klaus/  
Badack, Elke/  
Jeiter, Vera** : “Möglichkeiten und Grenzen des Credit Rating”, Handbuch Rating, Hans E. Büschen, Gabler Verlag, Wiesbaden 1996, s. 625-651.
- Stimpson, David** : Moody’s Investor Service, “Global Credit Analysis”, London 1992.
- Sunalı, Halil/  
Usman, Ediz** : “Rating: Yatırımcı ve İhraççı Açısından Fonksiyonları”, Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi, Ekim-Kasım 1998, s. 80-84.
- Sunalı, Halil/  
Usman, Ediz** : “Rating: Türkiye’deki Yasal Düzenleme”, Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi, Aralık 1998 – Ocak 1999, s. 14-20.
- Süzek, Sarper** : İş Hukuku, B. 4, Ankara 2008.
- Şenocak, Kemal** : Mesleki Sorumluluk Sigortası, Ankara 2000.

- Tan, Çiğdem** : Bankalarda Risk Derecelendirmesi, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2001.
- Tandoğan, Haluk** : Türk Mesuliyet Hukuku, Ankara 1961 (Anılış: Tandoğan, **Mesuliyet**).
- Tandoğan, Haluk** : Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, Ankara 1963 (Anılış: Tandoğan, **Üçüncü Şahıs**).
- Tandoğan, Haluk** : Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. I (Anılış: **Tandoğan**, C. I)- II, (Anılış: **Tandoğan**, C. II), B. 4, Ankara 2008.
- Tanör, Reha** : Türk Sermaye Piyasası, Taraflar, C. I, İstanbul 1999. (Anılış: **Tanör**, C. I).
- Tanör, Reha** : Türk Sermaye Piyasası, Halka Arz, C. II, İstanbul 2000.
- Tantan, Saadet** : Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri, SPK Yayın No: 44, Ankara 1996.
- Tekinalp, Ünal** : “Anonim Ortaklıklara ilişkin Yeni Hukuk Politikalarının Dinamikleri ve Bunlar Arasındaki İlişki”, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz’e Armağan, Ankara 2003, s. 227-253.



- Tekinalp, Ünal** : Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982.
- Tekinalp, Ünal** : Ünal Tekinalp'in Banka Hukukunun Esasları, B. 2, İstanbul 2009.
- Tekinay, Selahattin Sulhi/  
Akman, Sermet/  
Burcuoğlu, Haluk/  
Altop, Atilla** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, B. 7, İstanbul 1993.
- Toroslu, Nevzat/  
Feyzioğlu Metin** : Ceza Hukuku Genel Kısım, B. 13, Ankara 2008.
- Tugay, Fatih** : "Ülke Riski", Bankacılar Dergisi, Ekim 1991, s. 28-39.
- Turanboy, Asuman** : İnsider Muameleleri, Ankara 1990.
- Ünal, Oğuz Kürşat** : Aracı Kurumlar, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukundan Aracı Kurumlar, Ankara 1997.
- Ünal, Oğuz Kürşat** : Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005.
- Üstündağ, Serdar** : Bankaların Derecelendirilmesi (Rating) ve Gözetim Amaçlı Derecelendirme Modeli Uygulamaları, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Uzmanlık Tezi, Ankara 2004.

- Yalkın, Mehmet Burak** : Basel II Kapsamında Şirket Derecelendirme ve Bankaların Mali Tahlil Birimleri Açısından Değerlendirilmesi, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 2007.
- Yavuz, Cevdet** : Türk - İsviçre ve Fransız Medeni Hukuklarında Dolaylı Temsil, İstanbul 1983.
- Yavuz, Cevdet** : Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, B. 6, İstanbul 2002.
- Yanar, İrfan** : Derecelendirme (Rating) Faaliyeti ve Bankaların Derecelendirilmesi İşlemlerinin Analiz, İnceleme Raporu No:22, TCMB, Teftiş Kurulu Başkanlığı, Ankara 2002.
- Yanık, Serdar** : “Derecelendirme Yoluyla Sigorta Şirketlerinin Mali Performanslarının Değerlendirilmesi ve Türk Sigorta Sektöründe Durum”, Reasürör Dergisi, Temmuz 2000, s. 6-21.
- Yenmez, Barış** : Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları, İşleyişleri ve Türkiye Değerlendirmesi, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Eskişehir 2005.

- Yılmaz, Asuman** : “İsviçre Federal Mahkemesinin Swissair Kararı”, Batider 2009, C. XXV, S. 2, s. 429-445.
- Yılmaz, Yaşar** : Derecelendirme (Rating) ve Derecelendirme Faktörünün Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesinde Uygulanabilirliği, T.C. Ziraat Bankası Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Ankara 1994.
- Yüksel, Ayhan** : Basel II'nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri, Araştırma Raporu, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Araştırma Raporu, Ankara 2005.
- White, Lawrence J.** : The Credit Rating Industry: An Industrial Organisation Analysis, New York University Center for Law and Business, Working Paper, Newyork 2001.
- Wymeersch, Eddy/  
Kruithof, Marc** : Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law, Universiteit Gent, Geneva 2006.
- Zevkililer, Aydın** : Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, B. 8, Ankara 2004.

## **PANEL/SEMPOZYUMLAR/KONFERANSLAR ve DİĞER KAYNAKLAR**

**BDDK** : Basel II'ye Geçiş Yol Haritasına İlişkin BDDK Başkanı Sayın Tevfik BİLGİN'in Konuşma Metni, 2005.

**BDDK** : ABD Mortgage Krizi, Çalışma Tebliği, S. 3, Ağustos 2008.

**BDDK** : Basel II İlerleme Raporu - Mayıs 2009.

**Birsen, Osman** : Konuşma Metni, Kurumsal Yönetim: Türkiye'de İş Hayatının Değişen Çehresi Konferansı (Tüsiad), İstanbul 2002.

**Borsa Yatırımcıları Dergisi** : 22. Sayı, Ocak 2008.

**Ekonomist Dergisi** : "Yeni Bir Sektör Doğuyor: Derecelendirme (Rating)", 19.02.2008.

### **FitchIBCA Financial Institutions Special Report, 21.06.2001**

**Gözler, Kemal** : "3 Ekim 2001 tarihli Anayasa Değişikliği: Bir Abesle İştigal Örneği", Anayasa Yargısı 19, (Anayasa Mahkemesi'nin 40. Kuruluş Yıldönümü Nedeniyle Düzenlenen Sempozyum, Antalya 2002).

- Gregory, Holly J.** : The Globalisation of Corporate Governance, Kurumsal Yönetim: Türkiye’de İş Hayatının Değişen Çehresi Konferansı (Tüsiad), İstanbul 2002.
- Gürsel, Meltem Kutlu** : “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Denetimi”, 2005 Yılı İdari Yargı Sempozyumu.
- İdari Ceza Hukuku Sempozyumu** : T.C. İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Tarafından Düzenlenen İdari Ceza Hukuku Sempozyumu, İstanbul 2009.
- IMF** : International Capital Markets: Development, Prospects and Key Policies Issues, Washington 1999.
- Moody’s Investor Service** : Credit Ratings and Research, 1995.
- Moody’s Investor Service** : Moody’s Credit Ratings, 1995.
- SPK** : SPK Başkanı Doğan Cansızlar’ın ISS ve İyi Şirket Danışmanlık A.Ş. “Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Paneli” Kapanış Konuşması, İstanbul 2005.
- Standart&Poor’s,** : Corporate Rating Criteria, 1998.
- TBB** : Basel II’nin KOBİ’lere Etkisi, Bankacılar Dergisi, S. 58, İstanbul 2006.

## GİRİŞ

Derecelendirme, borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeme yeteneğinin zamanında ve tam olarak yerine getirilip getirilememesini ölçen bir araç olarak tanımlanabilir.

Derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar. Kredi derecelendirmesi, işletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ise, kredi derecelendirmesinin etkinliğini arttırmak amacıyla, firmaların yönetim yapısı, yönetim kalitesi, yönetim süreçleri, iç kontrol mekanizmaları, verimliliği, bütünlüğü ve şirket kültürünün niteliksel yönden doğruluk, şeffaflık, hesap verilebilirlik, sorumluluk ve adil davranma kriterlerine göre değerlendirilmesidir.

Derecelendirme kuruluşları, serbest piyasalarda yatırımcıların ve diğer piyasa oyuncularının bilgi açığını kapatan araçlardır ve piyasaların etkin işleyebilmeleri için önemli bir sorumluluk üstlenmişlerdir. Dünyadaki küreselleşme süreci ile birlikte finans sektörünün karmaşıklığı ve kredi borçlularının çeşitliliğinin artmasıyla, derecelendirme kuruluşlarının hazırladığı raporlara verilen önem de artmıştır.

Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşları, sermaye piyasasının önemli kurumlarından birisidir. Bu kuruluşların yerine getirdikleri faaliyetler pek çok kişi, kurum ve kuruluşu hatta ülkeyi etkilemektedir. Derecelendirme kuruluşlarınca gerçekleştirilen faaliyetlerin geniş bir çevreye yönelik olması, bu kuruluşların faaliyetlerinden zarar görebilecek çevrelerin de oldukça çok olmasına sebep olmaktadır.

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyeti sırasında önceden belirlenmiş bir takım ilke ve kurallara uygun davranmak zorundadırlar. Derecelendirme ilke ve kuralları, IOSCO (International Organization of Securities Commission - Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü) tarafından “*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*” adı altında düzenlemiştir. Piyasaya hâkim olan üç büyük derecelendirme kuruluşu da IOSCO’nun bu ilke ve kurallarını esas alarak kendi “*Code of Conduct*”larını oluşturmuşlardır. Bunun dışında özellikle bankaların derecelendirilmesi bakımından Basel II ile bir takım önemli düzenlemelere yer verilmiştir. Türk hukukunda derecelendirmeye ilişkin ilke ve kurallar ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından ilan edilmektedir. Derecelendirme ile ilgili çevrelerin bu ilke ve kurallara uymaları zorunludur.

Diğer taraftan, derecelendirme kuruluşları, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere, dünyanın birçok ülkesinde sermaye piyasalarının gelişmesi ve güçlenmesi açısından ciddi yarar ve katkılar sağlamıştır ve sağlamaya da devam etmektedirler. Ancak, bu kurumların “*kontrol edilemeyen*” güçlerinin suiistimale de açık olduğu kuşkusuzdur. Zira bu kuruluşların hiçbir uluslararası kuruma karşı sorumluluğu bulunmamaktadır. Ayrıca bu kuruluşlar adeta bir doğal tekel niteliği taşımaktadır ki bu nitelik derecelendirme sektörünün rekabete açılmasının önündeki en büyük engeldir. İşte derecelendirme kuruluşlarının bahsettiğimiz farklı konumlarından kaynaklanan “*sorumsuzluk*” problemi bizi bu çalışmayı hazırlamaya sevk eden başlıca nedendir.

Bu itibarla, derecelendirme kuruluşlarınca yerine getirilen derecelendirme faaliyeti, derecelendirme kuruluşlarının görev ve yetkileri, uygulama alanları ayrıntılı bir şekilde ortaya konulacağından derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğunun anlam ve önemi daha iyi anlaşılacaktır.

Ülkemiz açısından derecelendirme sisteminin yerleşmesi ve gelişmesi oldukça büyük önem arz etmektedir. Nitekim 9. Ulusal Kalkınma Programı’nda da kredi derecelendirme sisteminin geliştirilmesi, hedeflenen amaçlardan birisidir.

Türk hukuku literatüründe derecelendirme ile ilgili olarak pek az çalışmanın yapılmış olduğu göze çarpmaktadır. Bu konuda yazılmış makale, tez ve monografik yayın sayısının azlığı dikkat çekicidir. Buna karşın, bu konu yabancı eserlerde daha çok yazar tarafından incelenmiş ve tartışılmıştır. Aslında yaşanan ekonomik krizler ile birlikte derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliği ve dolayısıyla sorumlulukları konusundaki tartışmalar gündemdeki yerini korumaktadır. Bu tartışmalardan hareketle, konuya bütünsel açıdan bakan ve bu konuyla ilgili tüm hususları kapsayıcı bir tez veya çalışmanın yapılmamış olması, zorluklarına rağmen, bizi bu konuda tez yazmaya yöneltmiştir.

Diğer taraftan, tezin sermaye piyasası hukuku alanına ait olması nedeniyle, özellikle SPK'nın Seri: VIII, No: 51 sayılı Tebliği ile BDDK'nın çıkardığı Yönetmeliğin ilgili hükümleri eleştirel bir yaklaşımla ele alınacak ve bu hükümlerin uygulama kabiliyetine sahip olup olmadıkları ve uyumsuzluğa konu teşkil edip etmedikleri saptanmaya çalışılacaktır. Böylece herhangi bir yasama çalışmasında, bu hükümlerin işlevsel, bir başka deyişle 'ölü hüküm' niteliğinde olup olmadıkları tartışılarak anılan idarelere ve dolaylı olarak da yasama organına yararlı olacağını düşündüğümüz değişiklik önerilerinde bulunulmaya gayret gösterilecektir. Böylece, akademik bir çalışmadan beklenen uygulamaya yol gösterme işlevi de yerine getirilmiş olacaktır.

Son olarak belirtmek gerekir ki, "*Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu*" başlığını taşıyacak olan çalışmamız, derecelendirme kuruluşlarının hukuki sorumlulukları bakımından bu alanda yapılacak ilk çalışma olacaktır. Zira bu konuda daha önceki yıllarda yazılan ve çoğunluğu yayınlanmayan çeşitli Yüksek Lisans Tezleri, konunun hep iktisadi boyutunu ele almış olup, hukuki açıdan değerlendirmesini araştıran bir çalışma yapılmamıştır. Bu bağlamda, çalışmamızın içerisinde konunun genel olarak iktisadi ve ayrıntılı olarak da hukuki boyutu bulunabilecektir.



## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **DERECELENDİRME KAVRAMI ve DERECELENDİRMENİN GENEL ÇERÇEVESİ**

#### **§ 1 – Derecelendirme Kavramı, Temel Özellikleri ve Türleri**

##### **I- Finansal Piyasalar ve Derecelendirme Kavramı**

###### **1- Finansal Piyasaların Gelişimi**

1970’li yıllardan itibaren finansal piyasalarda deregülasyon, liberalleşme, menkul kıymetleştirme, globalleşme ve teknolojik gelişme olarak sıralandırılabilir olan bir takım önemli değişimler yaşanmıştır. Deregülasyon, piyasalarda rekabetin artırılmasını sağlamak amacıyla yasal engellerin minimize edilerek serbestleşmeye yönelmesi olup özellikle 1980’li yılların başında finans piyasalarının liberalleşmesine yol açmıştır. Ulusal ve uluslararası piyasalardaki liberalleşme finans sektörünün aktörlerine finansman ihtiyaçlarını etkin bir şekilde karşılayabilecek imkânlar sunarak piyasaların cazibesini arttırmıştır. Bu gelişmeler, finansal enstrümanların sayısının ve türünün artmasına yol açarak piyasalardaki işlem hacmini genişletmiştir. Bunun sonucunda, piyasa katılımcısının yatırımlarının güvenli olması ve geri dönüşünün sağlamlığı açısından bilgilenmesi zorunlu hale gelmiştir. Bu bağlamda piyasa katılımcılarının bilgiye olan ihtiyacı, derecelendirme faaliyetlerinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

Menkul kıymetleştirme, bir gerçek veya tüzel kişinin ticari faaliyetlerinden kaynaklanan varlıklarını ve gelecekteki gelirlerini karşılık göstermek suretiyle borçlanma senedi ihraç ederek finansman sağlanmasıdır. Menkul kıymetleştirme, en temel anlamıyla likit olmayan varlıkların likit birer sermaye piyasası aracı haline

getirilmesi şeklinde tanımlanabilir<sup>1</sup>. Menkul kıymetleştirme ile daha iyi şartlarda borçlanabilme ve daha geniş çaplı yatırımcı kitlesine ulaşabilme imkânı doğmuştur.

Hızla globalleşen dünyadaki teknolojik gelişmeler, özellikle bilgisayarın yaygın kullanımı, ülkeler arasındaki sınırları kaldırarak sınır ötesi işlemlerin daha hızlı, kolay ve ucuz olmasını sağlamıştır. Bahse konu teknolojik gelişmeler uluslararası finans piyasalarında swap, opsiyon, faktoring, forfaiting, leasing vb. gibi yeni finansal tekniklerin kullanımını yaygınlaştırmış böylece işlem maliyetleri azalırken, ihraççı ve yatırımcının bilgiye olan ihtiyacının önemi daha da artmıştır. Dolayısıyla, bilgi açığını karşılamak üzere derecelendirmeye verilen önem ile piyasa katılımcılarının bilgi ihtiyacı birbirine paralel bir şekilde artmıştır.

Finansal piyasalarda yaşanan tüm bu gelişmelerle birlikte bağımsız derecelendirme kuruluşları, piyasalardaki mevcut bilgi ihtiyacını en etkin bir şekilde karşılayan objektif birimler olarak ortaya çıkmışlardır<sup>2</sup>.

## **2- Derecelendirme Kavramı**

Derecelendirmeye ilişkin tanımlar incelendiğinde, kavramın ne olduğu konusunda kesin bir fikir birliği olmadığı görülmektedir.

Dr. Roger P. Nye'ye göre derecelendirme, *“Sermaye piyasalarında işletmeci, yatırımcı, aracı ve regülatör gibi katılımcılara yardımcı olan, etkili bir biçimde işlem yapmayı sağlayan güçlü bir sembol, diğer bir ifade ile de kullanışlı bir sistemdir. Dereceler ülke içinde borç alanlar ile uluslararası borç alanlara yönelik olarak kullanılmaktadır. Ayrıca bu işlem borçlanan tarafın borç ödeme gücünün bir ifadesi olan finansal yapısının kuvvetliliğini göstermesi açısından da önem taşımaktadır.”* olarak tanımlanmaktadır<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Tantan, S.: Menkul kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri, SPK Yayın No: 44, Ankara 1996, s. 4.

<sup>2</sup> Boyacıoğlu, M. A.: Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma, İstanbul 2005, s. 54.

<sup>3</sup> Nye, R. P.: “Borç Alan Kuruluşların Manivela Gücü”, Finans Dünyası Dergisi, Kasım 1996, s. 76-77.

Vural Günal'a göre derecelendirme, *“borçlanma senetlerinin süresinde ödenmemesi olasılığını dikkate alarak, başlangıçta henüz bu senetler satılmadan tasarrufçunun uyarılması ve risk durumlarının belirtilmesi esasına dayanır; risk ve faiz kavramının ilişkisi dolayısıyla, piyasada gruplaşan alıcıların yüksek faiz/yüksek risk veya düşük faiz/risksizlik arasında yer alan yelpaze içinde tercihlerini yapmalarına izin veren bir sistemdir<sup>4</sup>.”*

Şenol Babuşçu ise derecelendirmeyi şöyle tanımlamaktadır<sup>5</sup>:  
*“Derecelendirme, diğer bir ifade ile rating, menkul kıymet ihraç eden bir şirket veya kuruluşun, anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremediğinin bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi işlemini ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile derecelendirme, ihraççının borç ödeme gücünün, şirketin tahvile ilişkin yükümlülüklerini zamanında yerine getirememe riski, tahvilin ihraç koşulları ve şirketin mali yapısı, iflası veya finansal krize girmesi halinde tahvil sahibine sağlanan haklar gibi unsurlara dayalı olarak değerlendirilmesidir.”*

Ali Alp/Serdar Üstündağ'ın yaptığı derecelendirme tanımı ise şu şekildedir<sup>6</sup>:  
*“Derecelendirme, menkul kıymet ihraç edenlerin ya da borç talep edenlerin kredi değerliliğinin ve finansal gücünün ortaya konulması faaliyeti, derece ise derecelendirme sonucunda derecelendirilen kuruluşa atfedilen not olarak tanımlanabilir.”*

Adalet Demirçelik'e göre *“Derecelendirme, bir menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerinin yapılamaması riskinin ölçülerek sembollerle gösterilmesi ve menkul kıymet ihraççısının ihraca ilişkin ödemeleri zamanında yapabilme yeteneğinin bağımsız olarak değerlendirilmesini ifade etmektedir<sup>7</sup>.”*

---

<sup>4</sup> Günal, V.: Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri, İstanbul 1997, s. 408.

<sup>5</sup> Babuşçu, Ş.; Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Bankacılık Risk Sektörüne Uygulanması, Ankara 1997, s. 6.

<sup>6</sup> Alp, A./ Üstündağ, S.: “Bankaların Derecelendirilmesi”, Active Dergisi, Temmuz 2007, s. 6.

<sup>7</sup> Demirçelik, A.: Derecelendirme (Rating), SPK Araştırma Raporu, Ankara 1984, s. 3.

Melek Acar Boyacıoğlu ise derecelendirmeyi kısaca, “*borçlunun kredibilitesinin sınıflandırılması*” olarak tanımlamaktadır<sup>8</sup>.

Bir başka tanıma göre derecelendirme, “*açılacak kredilerin zamanında ve tam olarak geri ödenmesi ihtimali konusunda uluslararası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla bir borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde yatırımcının bundan dolayı üstleneceği riskin bulunmasına yardımcı olan önemli bir faktördür*”<sup>9</sup>.

Doktrinde yer verilen derecelendirme tanımları bu şekilde olmakla beraber dünyada önde gelen derecelendirme kuruluşları da farklı derecelendirme tanımları getirmektedirler.

Moody’s Investor Service (Moody’s) derecelendirmeyi, “*menkul kıymet ihraç eden firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetlerin ifa süresince anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme kabiliyetleri hakkında verilen bir yargı*” olarak tanımlamaktadır. Derecelendirme aynı zamanda ihraç edilen menkul kıymetin ve menkul kıymeti ihraç eden kuruluşun riskinin belirli bir mantık çerçevesinde diğer firma ve kuruluşların risklerine göre sınıflandırmasını da kapsamaktadır<sup>10</sup>.

Diğer bir önemli derecelendirme şirketi olan Standart&Poor’s (S&P) ise derecelendirmeyi şu şekilde tanımlamaktadır<sup>11</sup>: “*Derecelendirme, borçlunun belirli bir finansal yükümlülüğten ya da finansal programdan (orta vadeli borç senedi ve finansman bonusu programları gibi) kaynaklanan kredibilitesine ilişkin fikirdir.*”

Üçüncü önemli derecelendirme şirketi olan FitchRatings’in (Fitch) tanımına göre ise derecelendirme: “*Rating en genel tanımı ile bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüşdür. Bu görüşün kolay anlaşılabilir olması için sonuçlar sembollere*

---

<sup>8</sup> Boyacıoğlu, a.g.e., s. 55.

<sup>9</sup> Çelik, P.: Bankaların Risk Derecelendirmesi, T.C. Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara 2004, s. 1.

<sup>10</sup> Stimpson, D.: Global Credit Analysis, Moody’s Investor Service, Londra 1992, s. 71.

<sup>11</sup> Standart&Poor’s, Corporate Rating Criteria, 1998, s. 7.

*dönüştürülmüştür. Semboller ise evrensel uygulamaya sahiptir. Yükümlülüklerini zamanında yerine getirme olasılığı en yüksek kuruluşun veya ülkenin notu AAA şeklinde belirlenmiştir. BBB derecesine kadar yatırım yapılabilirliği gösterir, daha altı ise yatırımcılar için riskli, bu nedenle risk primi yüksek seviyelerdedir<sup>12</sup>.” Fitch tarafından yapılan bir başka tanıma göre ise derecelendirme, “Bir menkul kıymetin ihracından doğan anapara, faiz, imtiyazlı kâr payı dağıtımı gibi finansal yükümlülüklerin zamanında karşılanabilmesi yeteneğiyle ilgili değerlendirmedir<sup>13</sup>.”*

Tüm bu tanımlardan hareketle derecelendirme, borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeme yeteneğinin zamanında ve tam olarak yerine getirilip getirilememesini ölçen bir araç olarak tanımlanabilir. Bir başka ifadeyle derecelendirme, bir ekonomik birimin kredi geçmişi ve kullandığı kredileri geri ödeme kapasitesinin saptanması için yapılan ölçme işlemidir. Derecelendirmenin yatırımcılar tarafından yatırım yaptıkları koşullarda paralarını geri alabilme olasılıkları hakkında birer gösterge olarak kullanıldığı söylenebilir.

Bu noktada derecelendirmenin, bir kredinin ödenmemesi veya geç ödenmesi nedeniyle oluşan zarar riskini değerlendirdiğini özellikle belirtmek gerekmektedir. Bununla birlikte derecelendirmenin, kurlardaki ve/veya faiz oranlarındaki değişimlerin etkisi veya kredinin vaktinden önce ödenmesi ile menkul kıymetin piyasa fiyatında oluşan zarar riski gibi riskleri değerlendirmedeğini ifade etmek gerekir. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları, herhangi bir derecelendirme işleminde denetçi görevi yapmamaktadır ve denetlenmemiş finansal bilgilere güvenmek zorundadır<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> *FitchRatings*, Derecelendirme Nedir? <http://www.fitchratings.com.tr/derecelendirme.asp?id=26> 06.11.2009.

<sup>13</sup> *FitchRatings*, Fitch Rating Definitions, Introduction, [http://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings\\_defintions/index.cfm](http://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm) 06.11.2009.

<sup>14</sup> *Moody's Investor Service*, Credit Ratings and Research, 1995, s. 7.

## **II- Derecelendirme İhtiyacının Nedenleri ve Derecelendirme Faaliyetinin Faydaları**

### **1- Derecelendirme İhtiyacının Nedenleri**

Son yıllarda piyasaların uluslararası düzeyde entegrasyonu, finansın küreselleşmesi ve ulusal ve uluslararası düzeyde yaşanan liberalleşme süreci piyasaların güven ve istikrar içinde çalışması amacıyla finansal kuruluşların daha sağlam bir sermaye ve likidite yapısına kavuşturulması ve piyasa katılımcılarının sağlıklı karar verebilmeleri için gerekli bilgilerle donatılması ihtiyacını arttırmıştır. Bu bakımdan son yıllarda yaşanan finansal serbestleşme ve küreselleşme sürecinin de etkisiyle piyasalar, gerek fon arz edenler gerek fon talep edenler ve gerekse bu fonların hareketlerine aracılık eden kurumlar arasındaki rekabet oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Para ve sermaye piyasalarında yaşanan bu gelişme, şirketleri finansal yapılarını güçlendirmeye yöneltmiştir. Bu nedenlerle, finans piyasalarından gerek menkul kıymet ihracı gerekse diğer yöntemlerle borçlananların sayısının artması ile birlikte yatırımcı yelpazesinin genişlemesi, kredi değerliliğine duyulan ihtiyacı da arttırmıştır<sup>15</sup>.

Gelişen piyasalar karşısında menkul kıymet arz edenlerin sermaye ihtiyaçlarının artması, zaman içinde gelişen piyasalarda daha az bilinen ve daha küçük kuruluşların da piyasaya girme taleplerinde ortaya çıkan artış, piyasaların genişlemesiyle birlikte hızlı ve küresel bilgi gereksiniminin de ortaya çıkması, bütünlüştür bir piyasada bir şirketin değerlendirilmesinin anında aktarılabilmesi için hızlı ve geniş kapsamlı göstergelere ihtiyaç duyulması gibi faktörler, derecelendirme işlemine duyulan ihtiyacın daha da artmasına sebep olmuştur.

### **2- Derecelendirme Faaliyetinin Faydaları**

Derecelendirme faaliyeti, piyasanın kendi doğasından kaynaklanan güçlü ve sağlıklı bir ölçümle, denetim ve savunma mekanizmasıdır. Piyasanın taraflarını

---

<sup>15</sup> Babuşçu, a.g.e., s. 10.

güdümlü desteklerle korumaya çalışmak yerine bu türden mekanizmalarla güçlendirme hem verimlilik açısından hem de kaynakların kullanımının doğruluğu açısından tercih edilmesi gereken bir yoldur. Yatırımcıya çalıştığı kurum ve satın aldığı borçlanma kâğıtlarının sağlığı, mali kalitesi hakkında doyurucu bilgi sunmak ve bunu herkesin anlayabileceği biçimde notlandırarak yapmak, yatırımcıyı olduğu kadar piyasanın kendisini de sistem dışından gelecek risklerden korur ve gelişimi arttırıcı işlev yapar<sup>16</sup>.

Derecelendirme faaliyetleri ile Yatırımcıyı Koruma Fonu gibi piyasanın genelini koruyan ve bu anlamda ek maliyetler getiren ve devlete külfet olan koruma mekanizması yerine, kurumlar arasındaki eşitsizlikleri gideren ve ortaklıklar ile sermaye piyasası araçlarının verimlilik ve sağlamlığını objektif kriterlerle ortaya koyan ve piyasanın kendi içinden doğan bir koruma mekanizması öngörülmektedir. Bu yolla anlaşılmasının ve değerlendirilmesinin uzmanlık gerektirdiği bağımsız denetim raporlarının bu olumsuzlukları bertaraf edilerek; halkın genel anlamda anlayabileceği ve yatırım kararının oluşumuna katkıda bulunan derecelendirme notu ile daha sağlıklı bir koruma sağlanabilmektedir<sup>17</sup>.

Kredibilitesi iyi olan bir ihraççı açısından, usulüne uygun olarak gerçekleştirilen bir derecelendirme işleminin olumlu etkileri vardır. Zira, yüksek bir kredi notu, şirketin borçlanmak için ödemek zorunda olacağı faizi düşürür. Düşük bir kredi notu ise, hisselerin elden çıkarılmasını güçleştirir veya tahvil fiyatını düşürürken şirketin gelecekteki borçlanmasının maliyetini yükseltir. Bir başka deyişle, piyasadaki durumun olumlu olarak değerlendirilmesi halinde, sermaye edinme masrafları düşmektedir. Öte yandan hatalı bir derecelendirme yapılırsa, derecelendirme yapılan şirket açısından önemli dezavantajlar meydana gelebilir.

Derecelendirmeye ilgili riskleri artıran bir husus da, derecelendirme kuruluşlarının piyasasına az sayıda şirketin egemen oluşudur. Bu nedenle, derecelendirme kuruluşlarının derecelendirilen şirketlerden olabildiğince bağımsız kalması konusunda, vazgeçilmez bir gereklilik söz konusudur.

<sup>16</sup> Tanör, R.: Türk Sermaye Piyasası Halka Arz, C. II, İstanbul 2000, s. 150.

<sup>17</sup> Tanör, R.: Türk Sermaye Piyasası Taraflar C. I (C. I), İstanbul 1999, s. 362.

Bu bağlamda, ister kurumsal, ister kişisel olsun, yatırımcıların yoğun bir bilgilendirilmeye ihtiyaçları bulunmakta olup, bahse konu gereksinim derecelendirme kuruluşları tarafından giderilmektedir. Derecelendirme faaliyeti ile bu şekilde uluslararası alanlardaki yatırımlar kolaylaşmakta ve “küresel yatırımlara” imkân tanınmaktadır. Özel yatırımcılar açısından söz konusu olan en öncelikli husus, ihraççının yatırımları geri ödeyebilme yeteneğinin tahmin edilmesidir<sup>18</sup>.

#### **A- Derecelendirme Faaliyetinin Genel Olarak Finans Piyasaları Açısından Faydası**

Derecelendirme, sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde yatırım kararı alma ve şirketlerin borç ödeme gücünü ölçebilme açısından sıklıkla başvurulmuş bir araç olarak ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, yıllardan beri büyük bir yatırımcı kitlesi tarafından kullanılmaktadır. Derecelendirmenin piyasalar için öneminin artması, globalleşmenin ve uluslararası piyasaların birbirleriyle entegrasyonunun bir sonucu olmuştur. Uluslararası piyasalarda kabul görmüş ve ABD’de SEC (Securities Exchange Commission - Sermaye Piyasası Kurulu) tarafından tanınmış üç büyük derecelendirme kuruluşunun görüşleri dünyadaki tüm piyasalarda büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşlarının çok sayıda banka, şirket, tahvil, vs. derecelendirmeleri yapmaları sonucu kazandıkları tecrübenin, tek bir yatırımcının yapacağı derecelendirmeye kıyasla çok daha iyi olacağına şüphe götürmez olması, borçluların ve yatırımcıların derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kararlara güvenmelerini sağlamaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişmesi açısından piyasada bulunan araçların derecelendirmeye tabi tutulması önem taşımaktadır. Yatırımcıların ciddi ölçüde koruyan bir ülkenin sermaye piyasasına, uluslararası nitelikte yatırımcıların çekilmesi ihtimali daha yüksektir. Sermaye piyasasındaki birçok yatırımcı, bu piyasaya girerken çeşitli ülkelerin şirketleri ile ilgili genel ve özel bir takım bilgilere sahip olamamaktadır. Derecelendirme kuruluşları yatırımcıların bu tür bilgi

---

<sup>18</sup> Ebenroth, C. T./ Koos, S.: “Juristische Aspekte des Rating”, Handbuch Ratings, Wiesbaden 1996, s. 486.



ihtiyaçlarını karşılamak ve onlara karar vermelerinde yardımcı olmak amacıyla sistemleştirilmiş ve her birinin belirli anlamları olan notlarla, yatırımcıların aydınlatılmasına çalışmaktadırlar.

Bu kapsamda derecelendirme, finans piyasalarında aşağıdaki fonksiyonları üstlenmektedir<sup>19</sup>:

— Menkul kıymetlerin alınıp - satılması veya muhafaza edilmesine ilişkin kararların alınmasında risk faktörünün değerlendirilmesi açısından kolay ve çabuk bir referanstır.

— Muhtelif boruların ve bunların ihraç ettikleri menkul kıymetlerin ortak bir kritere oturtulması ile riskin tespitinde belirli bir standardizasyon sağlar.

— Tam olarak yapılmış derecelendirme işlemi fonlama konusunda yatırımcıların daha rahat ve güvenilir bir şekilde yatırım kararı vermelerine yardımcı olur.

— Bilgilerin geniş bir yatırımcı kitlesine yayılması ile boruların girebileceği sermaye piyasalarını ve dolayısıyla finansman kaynaklarını artırır.

## **B- Derecelendirme Faaliyetinin Bankalar Açısından Faydası**

Bu başlık altında finans piyasalarının en büyük kısmını teşkil eden bakımından derecelendirme konusuna özel olarak değinmekte fayda bulunmaktadır.

Bankalar faaliyetleri itibariyle, finansal piyasalarda fon arz edenler ile fon talep edenler arasında bir çeşit köprü görevi görmekte dirler. Tarafsız ve etkin bir şekilde kullanılması halinde derecelendirme, sektörde rekabet şartlarının gerçekleşmesine yapacağı katkılar, yatırımcıların ve fon sağlayanların karar alma süreçlerini hızlandırması, yüksek nota sahip bankaların daha düşük maliyetlerle fon temin edebilmesine olanak sağlaması ve denetim otoritelerinin işlevlerinin

---

<sup>19</sup> Babuşcu, a.g.e., s. 12.

etkinliğine yaptığı katkılar bakımından, bankacılık sektörünün gelişiminde ve sektördeki güven ve istikrarın sürdürülmesinde önemli bir role sahiptir<sup>20</sup>.

Mali piyasalardaki globalleşme ile birlikte bankaların sınır ötesi işlemlerinin hacmi de artmaktadır. Sınır ötesi işlemlerin tamamı ise bir yabancı banka aracılığı ile veya doğrudan bir yabancı banka ile yapıldığından bankaların uluslararası alanda güven ve mali sağlıklarını belirleyen faktör bankaların derecelendirme notlarıdır. Yüksek derecelendirme notuna sahip olan bankalar uluslararası piyasalarda sağladıkları itibar ve güvenle daha geniş bir müşteri kitlesine yönelmekte ve hizmet ağırlıklı gayri nakdi işlemlere dayalı ürünler sunarak fonlama maliyetlerini azaltmakta, böylelikle yüksek komisyon ve hizmet gelirleri elde edebilmektedir.

Diğer taraftan derecelendirme, sektördeki diğer rakip bankaların işletme ve bilanço politikaları, aktif kaliteleri, pazardaki rekabet pozisyonları hakkında bilgi vererek bankanın kendisini rakipleri ile karşılaştırmasına imkân tanımaktadır.

Son olarak derecelendirme, bankalar hakkında tarafsız, tam ve doğru bilgiler sunarak yatırımcı ve analistlerin değerlendirmelerine yardımcı olmakta ve bu şekilde bankaların uluslararası piyasalardaki prestiji olumlu yönde etkilenmektedir<sup>21</sup>.

### **III- Derecelendirme Sisteminin İşleyişi ve Derecelendirme Türleri**

#### **1- Derecelendirme Sisteminin İşleyişi:**

Derecelendirme sistemine ilişkin süreç genel olarak aşağıdaki şekilde özetlenebilir<sup>22</sup>:

- X şirketi, nakit ihtiyacı duyduğunda:
  - Banka kredisi çekebilir;

---

<sup>20</sup> Üstündağ, S.: Bankaların Derecelendirilmesi (Rating) ve Gözetim Amaçlı Derecelendirme Modeli Uygulamaları, BDDK Uzmanlık Tezi, Ankara 2004, s. 7.

<sup>21</sup> Boyacıoğlu, a.g.e., s. 74.

<sup>22</sup> Karaca, N.: Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Maliye Bakanlığı APK Kurulu Başkanlığı, Rapor No:2, Ankara 2005, s. 6.

- Şirket hissesi satabilir;
- Tahvil ihraç edebilir.
- Şirketler genellikle düşük maliyetli olması nedeniyle tahvil ihraç etmeyi diğer iki seçeneğe tercih ederler.
- Potansiyel tahvil satıcıları finansmanın düzenlenmesi ve bir kredi kuruluşu ile çalışmak için genellikle bir yatırım bankası ile iletişime geçerler.
- Kredi derecelendirme kuruluşu, tahvil alıcıları için bu yatırımın güvenilirliğini değerlendirir.
- X Şirketinin mali durumunu değerlendirmek için kredi derecelendirme kuruluşu, kredi komitesine teklif raporu hazırlamak üzere bir baş analist görevlendirir. Baş analist, öncelikle kamuya açıklanan mali bilgilerden faydalanırken şirketin özel bilgilerine de ulaşır.
- Komite, AAA ile C veya D arasındaki kredi derecelendirmesi için gizli oylama yapar. Kredi notunun kamuya ilan edilmesinden önce X Şirketi notun adil olmadığına inanırsa kredi derecelendirme kuruluşuna itirazda bulunabilir.
- Kredi derecelendirme kuruluşu notu kamuoyuna açıklar. Çıkarılan her bir tahvil için şirketlerden 300.000 dolara kadar ücret tahsil edilir.

## **2- Derecelendirme Türleri:**

Son 30 yıl içinde finansal enstrümanlardaki dinamik gelişme, yeni derecelendirme türlerinin doğmasına neden olmuştur. Özellikle şirketlerin kurumsallaşmaları ve bunun sonucu olarak derecelendirmeye olan ihtiyacın artması, bu gelişim sürecini hızlandırmıştır.

## **A- Talebin Varlığına Göre Derecelendirme Türleri:**

Derecelendirme faaliyeti genel olarak finansman ihtiyacında olan şirket veya kuruluşun borçlanma gücünü gösteren bir nitelik taşınması nedeniyle bu şirketten gelen talep üzerine yapılmaktadır. Bu nedenle bahse konu hizmetin sağlanmasının karşılığında talep edilecek ücret, ihraççı kuruluşlar tarafından karşılanmakta olup, yatırımcıların maliyete katlanması söz konusu olmamaktadır. Bununla birlikte, derecelendirme kuruluşları, yatırımcıların taleplerine cevap vermek amacıyla kendi insiyatifleriyle de derecelendirme yapmaktadırlar. Hatta bu kuruluşlar pek çok ülkenin derecesini herhangi bir talep olmaksızın yapmakta ve uluslararası piyasalara duyurmaktadır. Dolayısıyla, talep olmaksızın yapılan derecelendirme işlemi için herhangi bir ücret talebi söz konusu olmamaktadır. Bu bağlamda, derecelendirme; talebe bağlı olan (sözleşmeye dayanan) derecelendirme ve talebe bağlı olmayan (sözleşmesiz) derecelendirme olarak iki kategoride incelenebilir. Her iki derecelendirme türü de, kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar.

### **a) Talebe Bağlı Olan Derecelendirme**

Talebe bağlı olan derecelendirmeyi, “*derecelendirilmek isteyen bir müşterinin talebi üzerine derecelendirme kuruluşu ile yapılacak olan sözleşmeye istinaden yapılan derecelendirme faaliyeti*” olarak tanımlayabiliriz. Müşteri, derecelendirme kuruluşuna başvurarak ödeyeceği ücrete karşılık olarak kendisine not verilmesini istemektedir. Eğer müşteri, derecelendirme yapılmadığı takdirde hisselerini satmakta zorlanacaksa veya derecelendirme konusunda yasal bir mecburiyet varsa, kendiliğinden bir derecelendirme kuruluşuna başvuracak ve derecelendirme yapılmasını sağlayacaktır. Örneğin ABD’de belirli kâğıtların SEC nezdinde gerçekleştirilmesi zorunlu olan temel kayıt yükümlülüğünden müstesna tutulabilmesi için, olumlu derecelendirme notlarının bulunması gerekmektedir<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> *Ebenroth/ Koos, a.g.m., s. 486.*

Talebe bağı olan derecelendirmede süreç müşteri firmanın bizzat derecelendirme kuruluşuna müracaat edip, derecelendirme talebinde bulunmasıyla başlar. Derecelendirme kuruluşunun, müşterinin talebini kabul veya reddetmesi mümkündür. Derecelendirme talebinin kabul edilmesiyle ikinci aşamaya geçilir. Bu aşama, derecelendirme kuruluşu analistlerinin verilere ulaşmaları ve ilk analizi gerçekleştirmeleridir. Daha sonra analistler derecelendirme talep eden kuruluşun yönetimleriyle bir araya gelerek bir değerlendirme yaparlar. Bu aşamayı takiben analistler, derecelendirme kuruluşu bünyesindeki derecelendirme komitesine bir rapor sunar ve komite bu kararları inceleyip derecelendirme konusundaki kararını verir. Son aşamada ise derecelendirme kuruluşu nihai kararını verir ve müşterinin ileriye dönük izlenmesine başlanır.

Bununla birlikte, derecelendirme kuruluşunun müşterinin derecelendirme talebini reddetme olanağı da bulunmaktadır. Ret kararı çeşitli nedenlere dayandırılabilir. Ancak genellikle dört sebebe istinaden ret kararı verilmektedir<sup>24</sup>: Birincisi, ihraççı firmanın yeterli verileri sunmaması, ikincisi ihraç edilen menkul kıymetin derecelendirmeye konu olmayan bir nitelik taşıması, üçüncüsü ihraç miktarının belirli bir limitin altında kalması ve dördüncüsü de ihraççı firmanın faaliyet süresinin beş yıldan az olması durumudur.

## **b) Talebe Bağlı Olmayan Derecelendirme**

Genel olarak derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar. Bu kapsamda Seri: VIII, No: 51 sayılı Tebliğin “Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı” başlıklı 4 üncü maddesi uyarınca işletmelerce derecelendirme yaptırılması ihtiyaridir. Ancak, SPK tarafından gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilir.

---

<sup>24</sup> Serfling, K./ Badack, E./ Jeiter, V.: “Möglichkeiten und Grenzen des Credit Rating”, Handbuch Rating, Hans E. Büschen, Wiesbaden 1996, s. 636.

Diğer taraftan kural talebe bağlı derecelendirme olmakla birlikte, bazı ender durumlarda da talebe bağlı olmayan derecelendirme de söz konusu olabilir<sup>25</sup>. Derecelendirme kuruluşları, şirketlerin talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilirler. Talebe bağlı olmayan derecelendirme, Yönetmeliğin “Tanımlar” başlıklı 4 üncü maddesinde: “*Bankalar hariç olmak üzere, müşterilerin kendileri ile bir derecelendirme sözleşmesi imzalanmaksızın derecelendirme kuruluşunca, kamuoyuna açıklanan bilgi ve finansal tablolar esas alınarak derecelendirme notu verilmesi*” şeklinde açıklanmaktadır. Yine Yönetmeliğin “Derecelendirme Sözleşmesi” başlıklı 18 inci maddesinde, derecelendirme sözleşmesinin yazılı olarak yapılmasının zorunlu olduğu ancak, bu zorunluluğun talep edilmemiş derecelendirmeler için zorunlu olmadığı ifade edilmektedir.

Ayrıca, derecelendirme kuruluşları, talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışması ve sonuçları hakkında kamuya açıklama yapmadan önce ilgili işletmelere bilgi vermek zorundadırlar. Derecelendirme çalışmasında işletmeler hakkında esas alınan bilgilere ilişkin olarak ilgili işletme tarafından yapılan değerlendirmeler, derecelendirme kuruluşlarınca titizlikle dikkate alınır.

Talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışmasına, Seri: VIII, No: 51 sayılı Tebliğde belirlenen ilke, usul ve esaslara uygun olarak ilgili işletmenin birbirini izleyen üç hesap dönemi süresince devam edilir. Verilen derecelendirme notu, en fazla altı aylık dönemler itibarıyla gözden geçirilerek, kamuya açıklanır. Yönetmeliğin 20 nci maddesinin (1) numaralı fıkrasının (f) bendinde ise, bir müşteri hakkında talep edilmemiş derecelendirme notu verilmesinde, anılan Yönetmelikte belirlenen usul ve esaslara uygun olarak asgari dört hesap dönemi süresince derecelendirme yapılması ve verilecek derecelendirme notlarının en fazla altı aylık dönemler itibarıyla gözden geçirilerek kamuoyuna açıklanması esastır.

Talebe bağlı olmayan derecelendirmelerde, müşteriden veya diğer kişi, kurum ve kuruluşlardan varsa sağlanan veya sağlanması öngörülen ücret ve benzeri

---

<sup>25</sup> *Ebenroth/ Koos, a.g.m., s. 486.*

menfaatlerin, derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme notu ile birlikte kamuya açıklanması zorunludur.

Talebe bağlı olmayan derecelendirme, genellikle derecelendirme kuruluşunun kendi isteği ile veya yatırımcıların inisiyatifiyle gerçekleşmektedir. Bu durumda derecelendirme kuruluşları, firmaların taleplerine bağlı olmaksızın sadece kamuya açık bilgileri esas alarak derecelendirme yapabilirler. Bu şekilde yapılacak derecelendirme için yönetim kurulunun karar alması gereklidir. Bu karar yazılı olarak ilgili firmaya bildirildikten sonra, firma isterse kamuoyu ile paylaşılan bilgiler dışında finansal veya finansal olmayan bilgilerini de derecelendirme kuruluşu ile paylaşabilir. Talep edilmemiş derecelendirmede en önemli husus kamuya açık bilgilerin sağlıklı bir derecelendirme için gerekli ve yeterli bilgileri içermesidir. Zira, yeterli bilgilere ulaşılmadan derecelendirme işlemi gerçekleştirilemez. Yapılan çalışmadan sonra verilecek olan derecelendirme sonuçları kamuoyuna açıklanmadan önce bir mektupla derecelendirilen firmaya bildirildikten sonra bir süre beklenir. Şayet bu süre içerisinde ilgili firma tarafından ilave bilgi ve belgeler gönderilirse derecelendirme süreci tekrar gözden geçirilerek kamuoyu ile paylaşılır. Ayrıca talebe bağlı olmayan derecelendirme sürecinin herhangi bir aşamasında ilgili firmanın talebi doğrultusunda yapılacak bir sözleşme ile talebe bağlı bir derecelendirme sürecine geçilebilir.

Talebe bağlı olmayan derecelendirmede S&P ve Moody's arasında farklılık ortaya çıkmaktadır. S&P's, ABD dışındaki ülkelerde derecelendirmeyi sadece talep üzerine yaparken, Moody's Avrupa'da talep olmaksızın da derecelendirme yapmaktadır<sup>26</sup>. Bu durumda, derecelendirilen firmanın, olumsuz bir not almamak için derecelendirme kuruluşuyla işbirliği yapması kaçınılmazdır.

---

<sup>26</sup> Boyacıoğlu, a.g.e., s. 113.

## **B- Vadesine Göre Derecelendirme Türleri**

**a) Kısa Vadeli Derecelendirme:** Bir yıla kadar olan tüm yükümlülüklerin yerine getirilebilme olasılığını ifade eder. Bu derecelendirmede dikkate alınan unsurlar likidite ve sermaye ile kaynaklara ulaşabilme durumlarıdır.

**b) Uzun Vadeli Derecelendirme:** Bir yıldan daha uzun sürede tüm yükümlülüklerin yerine getirilebilme olasılığını ifade eder. Bu derecelendirmede dikkate alınan unsurlar ise şunlardır: Ekonomik konjonktüre duyarlılık, rekabet, kanuni düzenlemeler, teknolojik gelişmeler, yönetim kalitesi.

## **C- Esas Alınan Değere Göre Derecelendirme Türleri**

**a) Döviz Cinsinden Derecelendirme:** İlgilinin döviz cinsinden olan yükümlülüklerini kendi kaynakları ile döviz sağlayarak ödeyebilme kapasitesini ifade eder. Dikkate alınan unsurlar konvertibilite de dahil olmak üzere tüm ülke riskleridir.

**b) Yerel Para Cinsinden Derecelendirme:** İlgilinin yerel para cinsinden olan yükümlülüklerinin uluslararası kriterlere göre ödenebilme olasılığını ifade eder. Dikkate alınan unsular konvertibilite hariç tüm ülke riskleridir.

**c) Ulusal Yerel Para Cinsinden Derecelendirme:** İlgilinin yerel para cinsinden olan yükümlülüklerini ulusal kriterlere göre ödeyebilme kapasitesini ifade eder.

## **D- Bankacılık Sektörü Açısından Derecelendirme Türleri**

**a) Bireysel Derecelendirme:** Bankanın kendi kendine tamamen yetebildiği varsayımına dayalı olarak yapılan derecelendirmedir. Burada notlar A'dan E'ye kadar sıralanır.



**b) Destek Derecelendirme:** Bankanın başka kuruluşlarca desteklenme eğilimini gösterir, notlar 1'den 5'e kadar sıralanır. 5 notu bankanın desteğe ihtiyacı olmadığı anlamına gelir.

**c) İçsel Derecelendirme:** Bankaların borç talep edenlere kendi içsel derecelendirme kriterleri uyarınca verdikleri kredi notlarıdır.

**d) Dışsal Derecelendirme:** Derecelendirme kuruluşları tarafından, göreceli olarak büyük ölçekli bankaların sermaye piyasalarından borçlanabilmesini temin etmek amacıyla yapılan gösterge niteliğindeki kredi notudur.

## **§ 2 – Derecelendirmenin Tarihçesi, Gelişimi ve Bu Konudaki Yasal Düzenlemeler**

### **I- Derecelendirmenin Genel Tarihçesi ve Gelişimi**

19. yüzyılda ortaya çıkan derecelendirme, ilk olarak ABD’de yatırımcıların, ticari firmaların durumları hakkında bilgi sağlamaları ile başlamıştır. Tahvil derecelendirme kuruluşlarının öncüleri, 1837’de yaşanan mali krizin hemen ardından tüccarların mali yükümlülüklerini ödeme kabiliyetlerini derecelendiren merkantilist kredi kuruluşları olmuştur. Bu bağlamda, 1849 yılında Bradstreet’s Improved Commercial Agency ilk olarak derecelendirmeyi kullanan şirket olmuştur.

Üç büyük derecelendirme kuruluşundan birisi olan Moody’s, 1905 yılında John Moody tarafından kurulmuştur. Moody’s, derecelendirme faaliyetine 1909 yılında ABD’deki 250 Amerikan demiryolu şirketinin ihraç ettiği 1500’ün üzerindeki borçlanma senetlerinin (tahvillerin) derecelendirilmesi ile başlamıştır. O dönemde ülkenin demiryolları borçlanılarak finanse edilince, bu borçlanmadan kaynaklanan riskin tahmini, bilgiye ulaşmanın güçlüğünden dolayı zorlaşmıştır. Bu durum ise çok sayıda iflas ve dolandırıcılık olaylarının gerçekleşmesine neden olmuştur. İşte

derecelendirme, bu tür tehlikelerden korunmak üzere borçlanmayı değerlendirerek, yatırımcıların bilgi ihtiyacını karşılamak amacıyla ortaya çıkmıştır<sup>27</sup>.

Poor's Publishing Company 1916 yılında, Standart Statistics Company 1922 yılında, tüm tahvil türlerini değerlendiren ilk şirket olan Fitch Publishing Company de 1924 yılında ilk derecelendirmelerini yayınlamışlardır. 1941 yılında Standart Statistics ile Poor's Publishing Company birleşerek S&P'yi kurmuştur. Finansal piyasaların hızla globalleşmesi ve uluslararası borçlanma araçlarındaki gelişmeler nedeniyle bu yıllardan itibaren derecelendirme kuruluşları dünya çapında yayılmaya başlamışlardır.

Moody's 1962 yılında Dun&Bradstreet tarafından satın alınmış, 2000 yılında ise bu şirkete yarı bağlı ama ayrı bir şirket haline gelmiştir. 1966 yılına kadar bir kamu kuruluşu olarak faaliyetlerine devam eden S&P ise McGraw-Hill Company Inc. tarafından satın alınması sonucu bu kuruluşun bir iştiraki olarak fakat tamamen bağımsız bir şekilde çalışmaya başlamıştır. Fitch de, 1997 yılında bir İngiliz şirketi olan IBCA ile birleşmiş, 2000 yılında önce Duff&Phelps Credit Rating şirketini satın almış, daha sonra Thomson Bank Watch'u bünyesine katmıştır. Söz konusu derecelendirme kuruluşları Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) tarafından yetkili kılınmışlardır<sup>28</sup>. Moody's, S&P ve Fitch dünya derecelendirme endüstrisinin başını çekmektedirler.

Avrupa'da ise ilk yerel derecelendirme kuruluşları 1980'li yıllarda Fransa, İngiltere ve İsveç'te kurulmuşsa da, Avrupa'da Amerikan menşeli derecelendirme kuruluşları daha çok itibar görmektedir. Avrupa'da yerel derecelendirme şirketlerinin piyasalara geç girmesi, bu ülkelerdeki iflasların ABD ve diğer devletler kadar hızlı olmamasından kaynaklanmaktadır.

---

<sup>27</sup> Boyacıoğlu, a.g.e., s. 58.

<sup>28</sup> TCMB, "Derecelendirme Kuruluşları, Kriterleri ve Türkiye'nin Derecelendirme Geçmişi", Lira Dergisi, Nisan 1999, s. 10.

## II- Derecelendirmenin Türkiye’de Gelişimi ve Durum Tespiti

Finansal piyasalardaki gelişmeler ve Basel II düzenlemeleri, ülkemizde “derecelendirme” kavramının ön plana çıkmasına yol açmıştır. Günümüzde, derecelendirme notu olmadan yurt dışı finans piyasalarından borçlanmak neredeyse imkânsız hale gelmiştir. Bu bağlamda global finans piyasalarında borçlanmak için derecelendirme (rating) en önemli göstergelerden biri olarak kabul edilmektedir.

Türkiye’de ilk derecelendirme faaliyeti 1991 yılında devlet borçlanma kâğıtları hakkında gerçekleştirilmiştir<sup>29</sup>. Türkiye ilk kez sovereign yani ülke ratingi almış ve bu şekilde yurt dışı piyasalardan borçlanma imkânı sağlanmıştır.

1998 yılında uluslararası piyasalarda tanınan ABD merkezli Duff & Phelps, Türkiye’de IBAR A.Ş. ve Dünya Bankası’nın yan kuruluşu olan IFC ile birlikte “DCR Turkey” ismiyle bir ortaklık kurmuştur. “DCR Turkey”, Türkiye’nin ilk derecelendirme kuruluşu olarak kabul edilir. Ancak, 2000 yılında Duff & Phelps şirketi, Fitch tarafından satın alınmış aynı yıl içinde “DCR Turkey” firması da Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.’nin bünyesine katılmıştır. Dünyanın diğer büyük iki rating şirketi olan S&P ve Moody’s ise yurt dışından derecelendirme yapmaktadır.

Derecelendirme notuna sahip olmayan ve uluslararası piyasalardan borç almak isteyen bir Türk firması, derecelendirme notu bilinmediği için Türkiye’nin ülke notu ile eşdeğer bir notla değerlendirilir. Buna göre, mali gücü gerçekte AA olan bir firma, örneğin ülkemizin kredi notu BBB ise bu not ile eşdeğer tutulmakta ve bu nedenle borç bulmakta zorlanmaktadır. İşte bu eksiklik, ülkemizde kurularak faaliyet gösteren veya yurt dışında kurulup da Türkiye’de faaliyet gösteren derecelendirme kuruluşları aracılığıyla ortadan kalkacaktır<sup>30</sup>. Ancak, derecelendirmede güven ve itibara verilen büyük önem dolayısıyla yerel derecelendirme şirketlerinin notlarının uluslararası piyasalarda itibar görebilmesi için

---

<sup>29</sup> Tanör, C. I, s. 361.

<sup>30</sup> Sakınç, İ.: Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma ve Uygulama Esasları ile Bankacılık Sektöründe Test Edilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara 2002, s. 13.

yerel şirketlerin ortak veya ortakları uluslararası çapta tanınmış büyük derecelendirme kuruluşlarından olmalıdır. Aksi takdirde yerel kuruluşların başarılı olması zordur.

Ayrıca, derecelendirme sisteminin ülkemizde yerleşmesi ve geliştirilmesi için 9. Ulusal Kalkınma Programının 399 uncu maddesinde aşağıdaki düzenlemeye yer verilmiştir<sup>31</sup>:

*“399. Risk yönetiminin tüm finansal kurumlarda yerleştirilmesini sağlayacak düzenlemeler yapılacak, Basel II’ye geçiş yanında ilgili AB düzenlemelerine uyum sağlanacak ve finansal sistemde kredi ve kurumsal yönetim derecelendirme sistemi tesis edilecektir.”*

### **III- Türkiye’de Derecelendirmenin Hukuki Altyapısı**

Türkiye’de derecelendirmeye ilişkin faaliyetler oldukça yenidir. Bu konu ile ilgili çalışmalar SPK ve BDDK tarafından organize edilmektedir. Bu bağlamda, aşağıda sırasıyla, SPK’nın 12/7/2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan *“Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”* (Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ) ve BDDK’nın 1/11/2006 tarihli ve 26333 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan *“Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik”* i (Anılan Yönetmelik’te 29/9/2007 tarih ve 26658 sayılı Resmi Gazete ile bazı değişiklikler yapılmıştır) genel hatları ile incelenecektir.

---

<sup>31</sup> 9 uncu Ulusal Kalkınma Planı, bkz. RG., 1.07.2006, S. 26125 mükerrer.

## **1- Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ)**

### **A- Yasal Düzenleme ve Dayanak**

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ ile 2499 sayılı SerPK'nın 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (n) bendi ve 39 uncu maddeleri çerçevesinde derecelendirme faaliyeti yapacak kuruluşların, kuruluş, faaliyet ve denetlenmeleri düzenlenmektedir. Anılan Kanunun "Görev ve Yetkiler" başlıklı 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (n) bendinde SPK'nın "*Sermaye piyasası araçlarının takası, saklanması ile sermaye piyasası kurumlarının ve sermaye piyasası araçlarının derecelendirilmesini düzenlemek ve denetlemek*"le görevli olduğu düzenlenmiş olup, "Diğer Sermaye Piyasası Kurumları" başlıklı 39 uncu maddesinde ise derecelendirme kuruluşlarının da sermaye piyasası kurumlarından biri olduğu hükme bağlanmıştır.

### **B- Derecelendirme Kuruluşu, Derecelendirme Notu ve Müşteri Tanımı**

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin "Tanımlar" başlıklı 3 üncü maddesinin (ç) bendinde derecelendirme kuruluşu; Türkiye'de kurulan ve bu Tebliğ ile düzenlenen derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Tebliğin 8 inci maddesi uyarınca Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları şeklinde tanımlanmıştır.

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin anılan maddesinin (e) bendinde derecelendirme notu; derecelendirme uzmanları tarafından yapılan inceleme ve analizlerin, derecelendirme komitesince değerlendirilmesi sonucunda işletme ve/veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçları için belirlenen not olarak tanımlanmıştır. Yine Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin "Derecelendirme Notu" başlıklı 16 ncı maddesine göre derecelendirme notunun derecelendirme uzmanınca değil, derecelendirme komitesi tarafından konuyla ilgili olduğu bilinen ve/veya ilgili

olduğu düşünölen tüm bilgilerin değerdendirilmesi suretiyle ve yayımlanan metodolojiye uygun olarak belirleneceği hükmüne yer verilmiştir.

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin anılan maddesinin (k) bendinde tanımlanan “müşteri” kavramı, derecelendirme yaptırmak üzere derecelendirme kuruluğu ile sözleşme imzalayan işletmeler ile talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışmasına konu işletmeler olarak; “İşletme” kavramı ise anılan maddenin (ğ) maddesinde ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumları olarak tanımlanmıştır.

### **C- Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı**

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin “Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı” başlıklı 4 üncü maddesi uyarınca, derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar. Ayrıca, işletmelerce derecelendirme yaptırılması ihtiyaridir. Ancak, SPK tarafından gerekli görölen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilir. Bunun dışında derecelendirme kuruluğları da işletmelerin talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilirler.

Derecelendirme kuruluğlarının derecelendirme yaptıkları ortaklık ve sermaye piyasası kurumlarının mali durumunu ve faaliyetlerini, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının riskini periyodik olarak takip etmeleri ve gerektiğinde derece değışikliği yapmaları gerekmektedir. Derecelendirme kuruluğlarının yeni bir derecelendirme yapmaları halinde, yeni derece ile birlikte bir önceki derecenin ve derecenin değıştirilme gerekçesini kamuya açıklamaları zorunludur. Ayrıca derecelendirme kuruluğları her derecenin ne anlama geldiğine ilişkin kamuya açıklama yapmak zorundadır.

Konuya ilişkin olarak, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin “Kredi Derecelendirmesi” başlıklı 5 inci maddesinde kredi derecelendirmesi; işletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlölüklerinin vadelerinde

karşılabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır.

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi” başlıklı 6 ncı maddesine göre ise kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, işletmelerin SPK tarafından yayımlanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri<sup>32</sup>”ne uyumlarının, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

#### **D- Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar**

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 7 nci maddesi uyarınca, derecelendirme faaliyeti, Türkiye’de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır.

SPK’nın, uluslararası bir derecelendirme kuruluşunun Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunmasına izin vermesi, anılan Tebliğin 13 üncü maddesine göre, derecelendirme kuruluşu ile uluslararası bir derecelendirme kuruluşu arasında imzalanacak “bilgi paylaşımı sözleşmesi”nin varlığı şartına bağlıdır. Anılan maddeye göre, bilgi paylaşımı sözleşmesinde asgari olarak aşağıdaki hususlara yer verilir:

- Uluslararası derecelendirme kuruluşunun unvanı ve adresi,
- Derecelendirme kuruluşunun unvanı ve merkez adresi,
- Uluslararası derecelendirme kuruluşunun kendi ülkesinde ve uluslararası derecelendirme uygulamalarında kullandığı metodoloji konusunda derecelendirme kuruluşuna bilgi aktarımına ilişkin esaslar,

---

<sup>32</sup> <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf>, 14.01.2010.

-Derecelendirme kuruluşunun, derecelendirme faaliyetini uluslararası derecelendirme kuruluşu tarafından aktarılan metodoloji doğrultusunda yürüteceğine ilişkin beyan,

- Uluslararası derecelendirme kuruluşuna ödenecek ücret ve
- Sözleşmenin süresi ve sona erme şartları.

Ayrıca, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 8 inci maddesinin (1) numaralı fıkrası uyarınca SPK, bu Tebliğe göre derecelendirme faaliyeti yapabilecek uluslararası derecelendirme kuruluşlarını, başvurmaları halinde faaliyetlerinin kapsamı ve süresi, müşterileri, faaliyet gösterdikleri ülkeler ile bu ülkelerin yetkili otoriteleri tarafından kabul görüp görmedikleri ve kredibiliteleri bakımından değerlendirmeye tabi tutarak, uygun gördüklerini SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşu olarak listeye alır. Anılan maddenin (2) numaralı fıkrasında ise, SPK'nın listeye aldığı uluslararası derecelendirme kuruluşlarını, listeye alınma sırasında değerlendirilen ve ilk fıkrada belirtilen hususlarda önemli değişiklikler olması durumunda ve/veya Türkiye'de gerçekleştirdikleri faaliyetlerine ilişkin yapacağı inceleme sonuçlarına bağlı olarak listeden çıkarabileceği hükme bağlanmıştır.

Seri VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin anılan maddesinin (3) numaralı fıkrasında ise, SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarının, Türkiye'de gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetleri ile ilgili kamuya açıklama ve bildirim yükümlülüklerinin anılan Tebliğ hükümleri çerçevesinde yerine getirilmesini teminen Türkiye'de bir temsilci bulundurmamak zorunda oldukları açık bir şekilde hükme bağlanmıştır.

Diğer taraftan anılan Tebliğin Geçici (3) üncü maddesine göre, Tebliğin yayımından önce Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları ile Tebliğin yayımı tarihi itibarıyla, Tebliğin 8 inci maddesinin (1) numaralı fıkrası kapsamında SPK'ya başvuruda bulunanlar, aynı maddenin (3) numaralı fıkrasına göre faaliyete geçmelerini takiben 1 yıl içinde uyum sağlamak zorundadırlar.



Konuya ilişkin olarak SPK, 2008 yılının Ağustos ayında yabancı derecelendirme kuruluşlarına Türkiye'deki faaliyetleri için ofis açmaları veya Türkiye'deki faaliyetlerine son vermeleri hususunda bir karar alarak göndermiş olmasına rağmen bugüne kadar bu kararla ilgili bir gelişme yaşanmamıştır. Başka bir ifadeyle, Moody's ve S&P Türkiye'de ofis açmadığı halde Türkiye ve Türk şirketleri (özellikle bankalar) hakkında notlarını vermeyi sürdürmektedirler.

Bu durumda, 12/07/2007 tarihinde yayımlanan Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 8 inci maddesi ile Geçici (3) üncü maddesi birlikte değerlendirildiğinde, Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Moody's ve S&P, 12/07/2008 tarihi itibari ile Tebliğ hükümlerine uyum sağlamak zorunda olmalarına rağmen, Türkiye'de gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetleri ile ilgili kamuya açıklama ve bildirim yükümlülüklerini teminen Türkiye'de bir temsilcilik açmamışlardır.

Bununla birlikte, SPK'nın bugün itibariyle tanımakta olduğu derecelendirme kuruluşları, SPK tarafından aşağıdaki tabloda görüldüğü şekilde kategorize edilmiştir<sup>33</sup>.

	<b>Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları</b>	<b>Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları</b>
Kredi Derecelendirmesi	<b>1-</b> Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. ( <a href="http://www.fitchratings.com/">http://www.fitchratings.com/</a> ) <b>2-</b> JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. ( <a href="http://www.jcravrsyaring.com/">http://www.jcravrsyaring.com/</a> ) <b>3-</b> TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. ( <a href="http://www.turkkredirating.com/">http://www.turkkredirating.com/</a> )	<b>1-</b> Standards and Poor's Corp. ( <a href="http://www.standardandpoors.com/">http://www.standardandpoors.com/</a> ) <b>2-</b> Moody's Investor Service Inc. ( <a href="http://www.moodys.com/">http://www.moodys.com/</a> ) <b>3-</b> Fitch Ratings Ltd. ( <a href="http://www.fitchratings.com/">http://www.fitchratings.com/</a> )

<sup>33</sup> Derecelendirme Faaliyetine Yetkili Kuruluşlar, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=6&pid=10&subid=1>, 06.11.2009.

	<p>4- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (<a href="http://www.saharating.com/">http://www.saharating.com/</a>)</p> <p>5- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (<a href="http://www.kobirating.com/">http://www.kobirating.com/</a>)</p>	
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	<p>1- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. (<a href="http://www.turkkredirating.com/">http://www.turkkredirating.com/</a>)</p> <p>2- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (<a href="http://www.saharating.com/">http://www.saharating.com/</a>)</p> <p>3- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (<a href="http://www.kobirating.com/">http://www.kobirating.com/</a>)</p>	<p>1- RiskMetrics Group Inc. (<a href="http://www.riskmetrics.com/">http://www.riskmetrics.com/</a>)</p>

Tablodan da anlaşılacağı üzere, Türkiye’de kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen yerli firmaların unvanlarına bakıldığında iki tanesinin (Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. ve JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.) isimlerinin başında uluslararası isimlere yer verildiği görülmektedir. Buradan hareketle yerli derecelendirme kuruluşlarının aynı zamanda uluslararası ortaklıklara gittikleri anlaşılmaktadır.

#### **E- Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilmek İçin Başvuru Şartları**

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin “Başvuru Koşulları” başlıklı 9 uncu maddesi uyarınca derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Türkiye’de kurulacak derecelendirme kuruluşlarının;

- Anonim şirket şeklinde kurulmuş olmaları,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Ticaret unvanlarında derecelendirme ibaresinin bulunması,

-Münhasıran derecelendirme ve derecelendirme ile ilgili alanlarda faaliyet göstermeleri ve esas sözleşmelerinin buna uygun olması,

- Ödenmiş sermayelerinin en az 200.000,00- Yeni Türk Lirası olması<sup>34</sup>,

-Ortakları, yöneticileri, kontrolörleri, derecelendirme uzmanları, derecelendirme komitesi üyeleri ile tüzel kişi ortaklarının yönetim kurulu üyelerinin Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 10 uncu maddesinin birinci fıkrasında belirtilen niteliklere sahip olmaları,

- Her bir derecelendirme faaliyetinin bağımsız olarak sürdürülebilmesi için birbirinden ayrı olarak, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 5 inci bölümünde yer verilen derecelendirme faaliyet ilke ve esaslarında yer alan hususlar da dahil olmak üzere, yeterli organizasyon, mekan, teknik donanım, belge ve kayıt düzenine sahip olmaları, sistematik derecelendirme metodolojisi belirlemeleri, bunlara uyumun gözetilmesi amacıyla finansal ve hukuki çalışma şekillerine ilişkin kontrol süreçlerini de kapsayacak şekilde yazılı bir iç kontrol sistemi oluşturmaları ve ahlaki davranış kuralları yönergesi hazırlamaları, derecelendirme faaliyetinin mevzuata uygun olarak gerçekleştirilmesini, iç kontrol sisteminin etkin bir şekilde çalışmasını ve ahlaki davranış kuralları yönergesine uyumunu gözeterek denetlemek üzere, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 10 uncu maddesinin beşinci fıkrasında belirtilen niteliklere sahip en az 1 kontrolör görevlendirmeleri; yine anılan Tebliğin 10 uncu maddesinin belirtilen niteliklere sahip en az 2 derecelendirme uzmanı istihdam etmeleri ve yine nitelikleri anılan maddede belirtilen en az 3 derecelendirme komitesi üyesinin görevlendirildiği derecelendirme komitesi oluşturmaları,

-Hazine Müsteşarlığı ve Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanlık tarafından belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde, gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetlerine ilişkin olarak mesleki sorumluluk sigortası yaptıracaklarını taahhüt etmeleri gerekmektedir.

---

<sup>34</sup> 05.05.2007 tarih ve 26513 sayılı Resmi gazetede yayınlanan 04.04.2007 tarih ve 2007/11963 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile Yeni Türk Lirası ve Yeni Kuruşta yer alan “yeni” ibareleri 01.01.2009 tarihinden itibaren kaldırılmıştır.

## **F- Derecelendirme Faaliyetinde Uyulacak İlke ve Esaslar**

Derecelendirme faaliyetinde uyulacak ilke ve esaslar Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin “Faaliyet İlkeleri” başlıklı 15 inci maddesinde sayılmaktadır. Buna göre derecelendirme kuruluşları,

-Derecelendirme çalışmalarını kamuya açıkladıkları derecelendirme metodolojisine uygun ve mevcut tüm bilgilerin kullanılması suretiyle yürütmek, bu amaçla yazılı bir rehber hazırlamak, bu rehberi kullanmak ve uygulamayı izlemek,

-Çalışmalarında tarafsız bir doğrulama sunacak özenli ve sistematik bir derecelendirme metodolojisi kullanmak,

-Derecelendirmeye ilişkin oluşturdukları görüşlerini destekleyecek bir belge ve kayıt düzeni oluşturmak,

-Müşteri ve/veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası aracı hakkında yanlış ve yanıltıcı nitelikte olabilecek bir derecelendirme çalışması yapmaktan kaçınmak,

-Çalışma ekibini derecelendirme sürecinde devamlılığı ve tarafsızlığı sağlayacak şekilde oluşturmak,

-Yapılan derecelendirmenin yüksek kalitede olmasını teminen yeterli kaynak tahsis etmek,

-Derecelendirme çalışmasını yapma veya çalışmaya devam edip etmeme kararı verirken, söz konusu işe, yeterli mesleki niteliklere sahip derecelendirme uzmanı tahsis edilip edilemeyeceği hususlarını da değerlendirerek, nitelikli bir derecelendirme hizmeti sunmak,

-Müşterinin kamuya açıklaması gereken bilgilerden zamanında açıklanmayan ve/veya yetersiz olarak açıklananlar ile müşterinin faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyen diğer finansal ve idari riskleri derecelendirme çalışmasında dikkate almak,

-Derecelendirme çalışmasında SPK'nın muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri esas almak ve yararlanılan bütün kaynakların güvenilir olduğundan emin olmak,

-Uluslararası bir derecelendirme kuruluğu ile bilgi paylaşımı sözleşmesi yapılması halinde, söz konusu kuruluşun metodolojisine uymak ve aynı sembolleri kullanmak zorundadırlar.

Ayrıca, derecelendirme uzmanlarının da derecelendirme kuruluşu tarafından kullanılan metodolojiyi tutarlı bir şekilde uygulamaları, yanlış ve yanıltıcı olabilecek bir analiz yapmaktan kaçınmak suretiyle çalışmalarında gerekli mesleki özen ve titizliği göstererek kaliteli bir hizmet sunmaları gerekmektedir.

## **2- Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik**

### **A- Kapsam, Yasal Düzenleme ve Dayanak**

Yönetmeliğin “Kapsam” başlıklı 2 nci maddesi uyarınca söz konusu Yönetmelik, bankaların derecelendirilmeleri ile bankalardan kredi kullanan veya kullanacak olan müşterilerin kredi değerlemesini yapacak derecelendirme kuruluşları ve bunların faaliyetlerini kapsamaktadır.

Ayrıca, anılan Yönetmelik ile, 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 15, 34 ve 36 ncı maddeleri çerçevesinde derecelendirme faaliyeti yapacak kuruluşların, kuruluş, faaliyet ve denetlenmeleri düzenlenmektedir.

Bu bağlamda, ilgili maddelere kısaca değinmekte fayda bulunmaktadır. 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 15 inci maddesi ile derecelendirme kuruluşlarının yetkilendirilmesine, yetkilerinin geçici veya sürekli olarak kaldırılmasına Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (Kurul) tarafından karar verileceği hükme bağlanmıştır. Anılan Kanunun 34 üncü maddesinde de, bu Kanun ve bu Kanuna istinaden çıkarılan düzenlemelerde öngörülen derecelendirmelerin, Kurulca belirlenecek usûl ve esaslar çerçevesinde, derecelendirme kuruluşlarına yaptırılacağı hususu düzenlenmiştir. Mezkûr Kanunun 36 ncı maddesinde ise, derecelendirme kuruluşlarının, verdikleri hizmetlerden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptırmak zorunda oldukları kuralına yer verilmiştir.

## **B- Yetkili Derecelendirme Kuruluşu, Derecelendirme Notu ve Müşteri Tanımı**

Yönetmeliğin 4 üncü maddesinin (1) numaralı fıkrasının (m) bendinde yetkili derecelendirme kuruluşu; “*Kurulca anılan Yönetmelik uyarınca derecelendirme yapmaya yetkilendirilmiş kuruluş*” olarak tanımlanmıştır.

Derecelendirme notu ise, Yönetmeliğin 4 üncü maddesinin (1) numaralı fıkrasının (ç) bendinde: “*Yapılan inceleme ve analizler sonrasında müşteri ya da kredi için derecelendirme kuruluşunca verilen derece*” olarak ifade edilmiştir.

Yönetmelikte yer verilen bu tanıma göre derecelendirme notu, müşteri veya kredi için verilmektedir. Müşteri kavramı, anılan maddenin (j) bendinde tanımlanmıştır. Buna göre müşteri, derecelendirme yaptırmak üzere derecelendirme kuruluşu ile sözleşme imzalayan banka veya bir bankadan kredi kullanan ve/veya kullanacak gerçek veya tüzel kişileri ifade etmektedir. Kredi için verilen derecelendirme notu ile kastedilen ise, kredi değerliliğinin derecelendirilmesidir. Kredi değerliliğinin derecelendirmesi de, yine anılan Yönetmeliğin 5 inci maddesinin (2) numaralı fıkrasında;

“*Müşterinin,*

a) *Kullanacağı krediyi geri ödeyebilme gücünün veya,*

b) *Borçluluğunu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadelerinde karşılayamama riskinin ,*

*yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti*” şeklinde tanımlanmıştır.

## **C- Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı**

Yönetmeliğin “Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı” başlıklı 5 inci maddesi uyarınca, derecelendirme faaliyeti; kredi değerliliğinin derecelendirilmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetleri ile bankalarda kullanılan derecelendirme yöntemlerinin geçerliliğinin değerlendirmesini kapsar.

Kredi değerliliğinin derecelendirilmesi, yukarıda da belirtildiği üzere, müşterinin kullanacağı krediyi geri ödeyebilme gücünün veya borçluluğunu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılayamama riskinin yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ise, bankaların "Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik<sup>35</sup>" hükümlerine uyum düzeylerinin yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır. Kurumsal yönetim kavramının, şirketlerde iyi yönetim olgusunun yerleştirilmesi; başka bir ifadeyle, şirket yöneticisinin doğru kararlar alabilmesi, demokratik katılım kanallarının açık olması, şirket yöneticilerinin aldığı kararlardan hissedarlar başta olmak üzere çıkarları etkilenebilecek herkesin şirket yönetimini denetleyebilmesi, şirketin keyfilikten uzak, hukuk ve kurallara bağlı, şeffaf bir biçimde yönetilmesini ifade ettiği söylenebilir.

Yönetmeliğin 5 inci maddesinin (4) numaralı fıkrasında, bankalarca kullanılan derecelendirme yöntemlerinin geçerliliğinin değerlendirilmesi, bankaların gerçek ve tüzel kişi kredi müşterileri için uyguladıkları kredi değerliliğinin derecelendirilmesine ilişkin derecelendirme yöntemlerinin geçerliliğinin ve kamuoyuna açıkladıkları bilgilere uygunluğunun bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi faaliyeti olarak tanımlanmıştır.

#### **D- Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar**

Yönetmeliğin 14 üncü maddesinin (2) numaralı fıkrası gereğince BDDK, yetkilendirme başvurusunda bulunan derecelendirme kuruluşunun, Kurulca yetkilendirilmiş ya da uluslararası düzeyde faaliyet gösteren bir derecelendirme

---

<sup>35</sup> Bkz. RG., 1.11.2006, S. 26333.

kuruluşu ile 15 inci maddede belirlenen usul ve esaslar kapsamında bilgi paylaşımı sözleşmesi yapmasını talep edebilir. Bahse konu madde kapsamında bilgi paylaşımı sözleşmesinde aşağıdaki hususlara yer verilmesi gerekmektedir;

- Bilgi paylaşımı yapacak derecelendirme kuruluşunun unvanı ve adresi,
- Bilgi paylaşımı yapacak derecelendirme kuruluşunun Türkiye’de veya uluslararası derecelendirme uygulamalarında kullandığı usuller ve teknikler konusunda yetki başvurusunda bulunan kuruluşa yapacağı bilgi aktarımına ilişkin esaslar,
- Yetki başvurusunda bulunan kuruluşun, derecelendirme faaliyetini bilgi paylaşımı yapacak derecelendirme kuruluşu tarafından aktarılan usuller ve teknikler doğrultusunda yürüteceğine ilişkin beyan,
- Yetki başvurusunda bulunan kuruluşun derecelendirme faaliyetini gerçekleştirirken verdiği derecelerin açıklanması sırasında bilgi paylaşımı yapacak derecelendirme kuruluşunun adını kullanıp kullanmayacağına ilişkin beyan,
- Bilgi paylaşımı yapacak derecelendirme kuruluşuna ödenecek ücret,
- Sözleşmenin süresi ve sona erme şartları.

Bu çerçevede, Yönetmeliğin 16 ncı maddesinin (1) numaralı fıkrasına göre, derecelendirme kuruluşunun faaliyet göstermek için başvuruda bulunduğu konu itibarıyla BDDK tarafından yapılacak değerlendirme sonucunda Kurul tarafından uygun görülecek derecelendirme kuruluşları bu Yönetmelik kapsamında yetkilendirilir ve yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları BDDK’nın internet sayfasında kamuoyuna duyurulur. Bugün itibarıyla, BDDK’ya kuruluş izni için bir takım başvurular yapılmış olmakla birlikte Kurul tarafından yetkilendirilmiş yalnızca iki tane derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Kurul’un 20/08/2009 tarihli ve 3309 ve 3310 sayılı kararları ile “İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (Turkrating)” ve “Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.” isimli derecelendirme kuruluşlarının, Yönetmeliğin 16 ncı maddesi çerçevesinde bankalar ile kredi müşterilerinin kredi değerliliğine ilişkin BDDK tarafından zorunlu tutulacak derecelendirme faaliyetlerini yürütmek üzere yetkilendirilmelerine karar verilmiştir.



## **E- Yetkilendirilecek Derecelendirme Kuruluşlarında Aranacak Şartlar**

Yönetmeliğin 12 nci maddesi uyarınca yetkilendirilecek derecelendirme kuruluşlarının;

- Anonim şirket şeklinde kurulmuş olması ve hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Esas sözleşmelerinde sadece derecelendirme faaliyetinde bulunacaklarına ilişkin ibarenin bulunması,
- Ticaret unvanlarında derecelendirme ibaresinin bulunması,
- Derecelendirme faaliyetini gerçekleştirebilecek ölçüde yönetim yapısına, yeterli sayı ve nitelikte derecelendirme uzmanına, gerekli teknik donanıma, belge ve kayıt düzenine sahip olunması ve kalite güvencesi sisteminin oluşturulması ya da oluşturulmasına yönelik planların sunulması,
- Verecekleri hizmetlerden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptıracaklarını taahhüt etmesi,
- Yurt içinde veya yurt dışında derecelendirme faaliyetinde bulunma yetkisinin iptal edilmemiş olması,
- Ortaklarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, yöneticilerinin, denetçilerinin ve derecelendirme komitesi üyelerinin derecelendirme faaliyeti sırasında bağımsızlıklarının ortadan kalkması durumunda müşteriye verilen derecelendirme hizmetinden çekileceğini taahhüt etmesi şarttır.

## **F- Derecelendirme Faaliyetine İlişkin Usul ve Esaslar**

Yönetmeliğin 20 nci maddesi uyarınca, yetkili derecelendirme kuruluşları faaliyetlerini aşağıda belirtilen usul ve esaslara uygun olarak yürütürler:

- Derecelendirme uzmanlarının BDDK'ya bildirilen ve kamuoyuna açıklanan derecelendirme yöntemlerine veya bilgi paylaşımı sözleşmesine uygun olarak bilgi toplamalarını ve bu bilgileri önyargısız analiz etmelerini sağlayacak yazılı süreçler belirlenmelidir.

- Müşterinin ve derecelendirme faaliyetinin niteliğine göre, müşteri ile derecelendirme ücretine ilişkin yapılan görüşmelere katılanlar dışından seçilecek gerekli sayıda ve yeterlilikte derecelendirme uzmanı tahsis edilmelidir.

- Kredi değerliliğinin derecelendirilmesinde, bağımsız denetim kuruluşlarınca veya 3568 sayılı Serbest Muhasebecilik, Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik ve Yeminli Mali Müşavirlik Kanununa göre ruhsat almış, denetim yetkisine sahip meslek mensupları tarafından TMSK tarafından belirlenmiş muhasebe ilkelerine uygunluğu onaylanmış finansal tablolar esas alınmalıdır.

- Derecelendirmenin bu Yönetmelik hükümlerine ve yetkili derecelendirme kuruluşunca uygulanacağı açıklanan derecelendirme yöntemlerine uygun yapıldığını kanıtlayacak çalışma kâğıtları hazırlanmalı, bunlar ile derecelendirme görüşünü destekleyecek diğer bilgi ve belgelere ilişkin kayıt düzeni oluşturulmalıdır.

- Derecelendirme uzmanları tarafından hazırlanan çalışma kâğıtları, ekleri ve bunlara ilişkin görüşler esas alınarak müşteriye verilecek derecenin ve sektörler itibarıyla müşterilere verilecek derecelendirme notlarına esas derecelendirme yöntemlerinin yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından oluşturulması gereken derecelendirme komitesince belirlenmesi zorunludur.

- Derecelendirme sözleşmelerinde düzenli olarak gözden geçirileceği kararlaştırılmamış olanlar dışındaki derecelendirme faaliyetlerinin sonuçları ve kamuoyuna açıklanan dereceler, müşterinin kredi değerliliğini veya verilen dereceye esas oluşturan bilgileri etkileyecek gelişmeler sürekli takip edilmek suretiyle güncellenmeli, gerektiğinde derece değişikliği yapılmalı ve bu durumda, yeni derece ile birlikte bir önceki derecenin değiştirilme gerekçesi kamuoyuna açıklanmalıdır.

- Bir müşteri hakkında talep edilmemiş derecelendirme notu verilmesinde, Yönetmelikte belirlenen usul ve esaslara uygun olarak asgari dört hesap dönemi süresince derecelendirme yapılması ve verilecek derecelendirme notlarının en fazla altı aylık dönemler itibarıyla gözden geçirilerek kamuoyuna açıklanması esastır.

- Yetkili derecelendirme kuruluşu, kredi değerliliği ya da kurumsal yönetim uygulamaları bakımından eş değer müşterilerin birbirine denk derecelendirme notları alacağı tutarlı bir yöntem uygulamalıdır.

- Yetkili derecelendirme kuruluşlarınca verilen dereceler sürekli olarak izlenmeli, derecelendirilen müşterinin kredi değerliliğini etkileyebilecek bilgi

akışının devamlılığını ve etkinliğini sağlamak üzere politikalar oluşturulmalı ve yeni edinilen bilgilerin verilen dereceleri etkilemesi halinde dereceler üzerinde gereken değişiklikler yapılmalıdır.

### § 3 – Derecelendirmenin Önemi

Sermaye piyasasında yatırım kararının sağlıklı verilebilmesinin ve sermaye piyasası araçlarının risk getiri tercihlerine göre seçilmesinin, derecelendirme faaliyeti sayesinde daha güvenilir bir zemine oturtulması amaçlanmaktadır<sup>37</sup>.

#### I- Derecelendirmenin Ekonomi Açısından Önemi

Derecelendirmenin uluslararası ve ulusal ekonomiler açısından yararları ve etkileri aşağıda sıralanmıştır<sup>38</sup>:

- Ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen mali piyasalar kazandırır.
- Ekonominin dış kaynak teminini, piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlar.
- Tasarrufların daha kolay mobilize edilmesini (düşük tasarrufların yatırıma dönüşmesini) sağlar.
- Ekonomideki genel risk düzeyini sınırlandırırken mali işlemlerin etkinliğini artırır ve büyümenin daha etkin finansmanını sağlar.
- Menkul kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı oluşmasını sağlar.

Bu yarar ve etkileri dışında derecelendirme ekonomiye, faiz oranlarının riske göre farklılaştığı, başta tahvil olmak üzere borç enstrümanlarının kolaylaştığı,

<sup>37</sup> Karababa, Z.: Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001, s. 164.

<sup>38</sup> Mumyalmaz, K.: Rating'in (Derecelendirme) Finans Sektörü Bakımından Yeri ve Önemi, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul 1998, s. 10.

spekulator-yatırımcı ve yerli-yabancı dengelerin kurulduğu, yatırımcıların güvenliğinin sağlandığı, borçlanma kalitesiyle birlikte işlem hacminin istikrarlı olarak geliştiği bir sermaye piyasası ve borsa kazandırır<sup>39</sup>.

Son olarak derecelendirmenin, ekonominin dış kaynak temini kolaylaştırarak yerel firmaların uluslararası piyasalara açılmasını kolaylaştırdığı, bu sayede de küreselleşme hareketinin gelişiminde rol üstlendiği söylenebilir.

## II- Derecelendirmenin Para ve Finans Otoriteleri Açısından Önemi

Derecelendirmenin, para ve finans otoriteleri açısından yararları ve etkileri aşağıda yer almaktadır<sup>40</sup>:

—Derecelendirme, BDDK, SPK, İMKB, TCMB ile Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı gibi para ve finans otoritelerinin gözetim ve denetim yükünü hafifletir.

—Finansal istikrarın sağlanması için ihraç şartı olarak minimum kredi derecesi getirilebilir.

—Kurumsal yatırımcıların düşük kredi dereceli menkul kıymetlere yatırım yapmalarının yasaklanması veya kısıtlanması sağlanabilir.

—Finansal kurumlar için derecelendirme sermaye yeterlilik kriteri olarak kullanılabilir.

—Piyasa etkinliğinin sağlanmasında önemli rol oynar.

Derecelendirme, düzenleyici kamu otoritesi olarak da nitelendirilen para ve finans otoritelerinin, bankalar, sigorta şirketleri ve kamu kuruluşları gibi teşebbüslerin finansal güçlerini izlemelerine yardımcı olur<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> Şirvan, N.: Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi, İstanbul 2004, s. 9.

<sup>40</sup> Mumyakmaz, a.g.e., s. 29.

<sup>41</sup> Babuşçu, a.g.e., s. 14.

Sonuç olarak derecelendirme sayesinde, finans otoritelerinin kontrolü altındaki piyasa mekanizmasının güvenli gelişimi sağlanır ve piyasalara şeffaflık getirecek oto kontrol sistemi oluşturulur.

### **III- Derecelendirmenin Sermaye Piyasası Açısından Önemi**

Derecelendirmenin sermaye piyasalarına yararları ve etkileri aşağıda özetlenmektedir<sup>42</sup>:

—Menkul kıymet alım - satımında bir tavsiye niteliğinde olmamakla birlikte hızlı referans unsuru oluşturur.

—Risk tespitinde standardizasyon sağlar.

—Menkul kıymet fiyatlarındaki spekülasyon dalgalarını sınırlandırır ve bir denge unsuru oluşturur.

—Kurumsal yatırımcıları çekerek piyasanın derinleşmesini sağlar.

—Yabancı yatırımcıların piyasaya girmelerini teşvik eder ve uluslararası piyasalarla entegrasyonu kolaylaştırır.

—Uzun vadeli yatırım eğilimini güçlendirir.

Özetle derecelendirme, sermaye piyasalarının güvenilirliği ve sağlıklı gelişimi için temel ve zorunlu bir unsurdur. Derecelendirme kuruluşları, piyasalarda borçlanma araçlarının riskliliği hakkında üçüncü şahıs olarak görüş bildirerek, asimetrik bilgilendirmenin önlenmesi, piyasa etkinliğinin ve şeffaflığın artırılması gibi fonksiyonları yerine getirirler. Bu bağlamda derecelendirmenin bir diğer faydası da, özellikle borçların ödenmeme riskini ölçerek yerel yatırımcıların yanı sıra, yabancı yatırımcıların da piyasalara girmesini teşvik eder. Böylelikle, piyasaların uluslararası piyasalarla entegrasyonunu kolaylaştırır.

---

<sup>42</sup> Mumyalmaz, a.g.e., s. 24-25.

#### **IV- Derecelendirmenin Özelleştirme Açısından Önemi**

Yatırımcılar, derecelendirme sayesinde özelleştirilecek kurumların yapıları hakkında tarafsız ve güvenilir bilgi sahibi olabilirler. Zira, özelleştirilerek satışı yapılan kuruluştaki pay sahibi olacak yatırımcılar bilgi sahibi olmadan, kuruluşun özelleştirme sonrası oluşacak gerek yeni mülkiyet yapısı veya yönetimine ilişkin gerek mali yapısına ilişkin objektif bir değerlendirme yapamazlar. İşte derecelendirme işleminin sürekliliği sonucunda, özellikle spekülasyon hareketlerinin piyasaya hâkim olması zorlaşacak, böylelikle piyasalara duyulan güven artacaktır.

#### **V- Derecelendirmenin Şirketler Açısından Önemi**

Finansal piyasalardaki liberalleşme ve globalleşme, işletmeleri sermaye tedariki amacıyla uluslararası piyasalara yöneltmiştir. Ancak bu piyasalarda yer edinebilmek için sermaye talep eden şirketin güvenilir olması gerekmektedir. Bu güvenilirlik ise derecelendirme faaliyeti aracılığıyla sağlanmaktadır. Dolayısıyla derecelendirme, uluslararası piyasalara girişte aranan en önemli şartlardan birisi konumuna gelmiştir<sup>43</sup>.

Derecelendirmenin şirketler açısından büyük yararları ve etkileri bulunmaktadır<sup>44</sup>:

—Kurumsal yatırımcıları çekerek şirketlerin borçlanma imkânlarını genişletir.

—Yapılandırılmış finansman tekniklerini geliştirerek şirketlerin alternatif fon kaynaklarına ulaşabilmelerine yardımcı olur, aktif - pasif vade uyumu ve likidite planlaması yapabilmelerini mümkün kılar.

—Piyasalarda yeterince tanınmayan küçük ve orta ölçekli işletmelerin borçlanma piyasasına girmelerini sağlar.

---

<sup>43</sup> Boyacıoğlu, a.g.e., s. 70.

<sup>44</sup> Mumyalmaz, a.g.e., s. 23-24.; Şirvan, a.g.m., s. 8-11.

—Borçlanma operasyonunda maliyet tasarrufu sağlar ve derecelendirilen şirketleri avantajlı kılar.

—Şirket yöneticilerini kuruluşlarına daha farklı bakmaları ve stratejik kararlarını yeniden gözden geçirmeleri için zorlar.

—Kurumların otokontrol sistemlerini ve yönetim kalitesinin gelişimini teşvik eder, etkinliği artırır.

—Yurtiçi ve yurtdışındaki ilgili çevrelere şirketin mali ve mali olmayan yapısı hakkında kapsamlı bilgi sağlar.

—Şirketlerin kredi ve garanti işlemlerinde kolaylık ve prestij sağlar.

—Şirketlerin yabancı kuruluşlarla ortaklıklar ve birleşmeler gerçekleştirmesinde önemli rol oynar.

Derecelendirme ihraç edilen menkul kıymetin maliyetinin belirlenmesini sağlar. Şirket başarılı olduğu ve olumlu beklentiler oluşturduğu takdirde, not artırımı alabilir ve borçlanma senedi, hisse senedi gibi ihraç ettiği menkul kıymetlerin değerinin artması sayesinde kısa sürede olumlu etkilenmeye başlayabilir. Ayrıca, derecelendirme notuna sahip şirketler daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşırlar, daha fazla itibara sahip olurlar ve daha ucuz fonlanma imkânını elde ederler.

## **VI- Bir Bilgi Kaynağı Olarak Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi**

Derecelendirmenin yatırımcı açısından ana fonksiyonu, derecelendirilmemiş bir menkul kıymetle, derecelendirilmiş menkul kıymetlerin yatırımcıya ödenmeme olasılığının bir sıralamasının sunulmasıdır<sup>45</sup>. Finansal piyasalardaki hızlı gelişme özellikle küreselleşme ile birlikte, yatırımcıların karar almasını oldukça zorlaştırmıştır. Özellikle uluslararası yatırımcılar için farklı ülkelerdeki ihraçları karşılaştırırken her ülkenin muhasebe kurallarını, yasalarını ve vergi düzenlemelerini

---

<sup>45</sup> *Boyacıoğlu, a.g.e., s. 68.*

takip edip anlayabilmek dil farklılıklarından dolayı zor, uzun ve masraflı bir süreçtir<sup>46</sup>. Bu bağlamda derecelendirme kuruluşları, ihraççı işletmelerin malvarlıkları, aktiflerinin kalitesi ve kredibilitesi hakkındaki bilgileri toplayarak, analiz edip değerlendirdikten sonra ulaştıkları sonuçları uygun bir maliyetle, kolay anlaşılır, güvenilir ve tek bir sembolle gösterilebilir şekilde, tarafsız olarak yatırımcılara sunmaktadır<sup>47</sup>. Bu nedenle derecelendirme, yatırımcılar için güvenli bir nitelik kriteri oluşturmaktadır.

Derecelendirmenin yatırımcılar açısından yararları ve etkileri aşağıda sıralanmaktadır<sup>48</sup>:

—Üstlenilen riskin kolay anlaşılabilir semboller aracılığıyla yatırımcılara anlatımını sağlar.

—Kurumsal yatırımcıların düşük kredi dereceli menkul kıymetlere yatırım yapmalarının yasaklanması veya kısıtlanması suretiyle bu kurumlara yatırım yapan yatırımcıyı korur.

—Yatırımcıların yapamayacakları derinleştirilmiş analizlerin dereceler kanalıyla yatırımcılara ulaştırılmasını sağlar.

—Çeşitli borç enstrümanları arasındaki kalite farkının, dolayısıyla üstlenilecek riskin ortaya konmasına imkân verir.

—Yatırımcıların risk eğilimlerine göre menkul kıymet tercihi yapabilmelerine imkân sağlar.

—İkincil piyasaların gelişimine yardımcı olur.

---

<sup>46</sup> Behrenwaldt, U.: "Funktionen des Rating Für Anleger", Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, s. 294.

<sup>47</sup> Özmen, T.: Tahvil Derecelendirmesi (Bond Rating), Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Ankara 1996, s. 320.

<sup>48</sup> Şirvan, a.g.m., s. 8; Sunalı, H./ Usman, E.: "Rating: Yatırımcılar ve İhraççılar Açısından Fonksiyonları", Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi, Ekim-Kasım 1998, s. 82.



## § 4 – Derecelendirmeye İlişkin İlkeler

### I- Bağımsızlık İlkesi

Bağımsızlık ilkesi Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 19 uncu, Yönetmeliğin 8 inci maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre, bağımsızlık ilkesi derecelendirme faaliyeti sırasında dış etkenlerden uzak kalmayı ve derecelendirme faaliyetinin tarafsız ve objektif bir şekilde yürütülmesini ifade eder. Bir başka ifadeyle bağımsızlık, mesleki faaliyetin dürüst ve tarafsız yürütülmesini sağlayacak bir anlayış ve davranışlar bütünüdür<sup>49</sup>. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşları ile derecelendirme uzmanları ve derecelendirme komitesi üyeleri, derecelendirme çalışmalarında bağımsız ve objektif olmak zorundadırlar. Söz konusu kişilerin derecelendirme faaliyetleri sırasında, bireysel olarak dürüst ve tarafsız olmaları yanında, mesleki faaliyetin dürüst ve tarafsız yürütülmesini sağlayacak bir anlayış ile hareket etmeleri şarttır.

Bağımsızlığın diğer bir anlamı da derecelendirme kuruluşlarının derece verilen işletme ile ortaklık veya başka bir iş ilişkisinin bulunmamasıdır. Bu çerçevede, derecelendirme kuruluşunun ortakları, yöneticileri, derecelendirme komitesi üyeleri ve derecelendirme uzmanları, derecelendirme hizmeti verdikleri dönemde bir başka derecelendirme kuruluşunda ve müşteride her ne unvanla olursa olsun görev alamazlar. Ayrıca, derecelendirme kuruluşunun müşterisi ile müşterisinin hâkim ortakları, bağlı ortaklıkları ve müşterek yönetime tabi teşebbüsleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının alım satımında bulunamazlar.

Öte yandan, bağımsızlığın hangi hallerde ortadan kalkmış sayılacağı da, derecelendirme faaliyetinin piyasalar açısından arz ettiği öneme istinaden Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 20 nci ve Yönetmeliğin 9 uncu maddelerinde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

---

<sup>49</sup> Ünal, O. K.: Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005, s. 932.

Bağımsızlığın sağlanması, özellikle yatırımcılar açısından önemlidir. Zira, bağımsızlığın bilgi kullanıcılarından biri lehine ihlali diğer bilgi kullanıcılarının özellikle de yatırımcıların büyük zarar görmelerine neden olabilir. Bu sebeple, derecelendirme kuruluşları ve çalışanları, bağımsızlığı tam olarak sağlayabilmek için ellerinden gelen gayreti göstermeli, buna rağmen bağımsızlığı sağlayamamaları durumunda da derecelendirme faaliyetinden çekilmelidirler.

## **II- Tarafsızlık İlkesi**

Tarafsızlık ilkesi Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 18 inci maddesinde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Bu madde uyarınca, derecelendirme kuruluşlarının ve çalışanlarının, müşteriler, yatırımcılar, diğer piyasa katılımcıları ve kamu ile dürüst ve tarafsız bir ilişki geliştirecekleri; dürüstlük ve tarafsızlık ilkesini ihlal ettiği tespit edilen çalışanların derecelendirme kuruluşu ile ilişkilerinin kesileceği hüküm altına alınmıştır.

Tarafsızlığın sağlanabilmesi için derecelendirme kuruluşlarının ve çalışanlarının, açık veya zımni bir şekilde belirli bir derecelendirme notu verilebileceğine ilişkin hiçbir garanti veremeyecekleri veya taahhütte bulunamayacakları da ayrıca düzenlenmiştir.

## **III- Reklâm Yasağı İlkesi**

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 24 üncü ve Yönetmeliğin ise 17 nci maddelerinde yer verilen düzenleme ile derecelendirme kuruluşları için reklâm yasağı getirilmiştir. Buna göre, derecelendirme kuruluşlarının iş elde etmek için dolaylı ve dolaysız reklâm sayılabilecek faaliyetlerde bulunmaları ve iş önermeleri yasaklanmıştır. Ancak reklâm yasağı konusunda kesin sınırlar konulmamıştır. Bu itibarla derecelendirme kuruluşlarına kendilerini tanıtıcı bilgiler içeren broşürler hazırlayıp dağıtmaları, eleman aramaya yönelik ilanlar vermeleri, mesleki konularda bilimsel nitelikte yayın yapmaları, seminer, konferans gibi toplantılar düzenlemeleri veya bunlara katılıp tebliğ sunmalarına imkân tanınmıştır. Bununla birlikte bu

faaliyetlerin, derecelendirme faaliyetinin sonucu ile ilgili vaat ve taahhütler içermeden, abartılmış, hissi, gerçeğe uymayan ve ilgilileri aldatıcı ve yanıltıcı unsurlara yer verilmeden, yapılabilecek iş ve hizmetler konusunda somut, temeli olmayan beklentiler yaratmadan ve diğer derecelendirme kuruluşlarıyla karşılaştırılmadan yerine getirilmesi zorunludur.

#### **IV- Mesleki Yeterlilik İlkesi**

Mesleki yeterlilik ilkesi, Yönetmeliğin 7 nci maddesi uyarınca derecelendirme yapabilecek derecede lisans düzeyinde ve sonrasında eğitim ve öğrenim görmeyi ve mesleki deneyime sahip olmayı ifade eder.

Mesleki yeterlilik ilkesi de derecelendirme faaliyetinin sağlıklı bir şekilde yürütülebilmesi için önemlidir. Zira, derecelendirme kuruluşu çalışanlarının diğer yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için mesleki yeterliliğe sahip olmaları bir ön şarttır. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşu çalışanlarının diğer yükümlülüklere uygun davranabilmeleri için her şeyden önce bu yükümlülüklerin anlam ve kapsamını kavrayabilecek mesleki bilgi ve tecrübeye sahip olmaları gerekmektedir. Ayrıca, derecelendirme faaliyeti sonucunda tarafsız ve uzmanca bir karar verilebilmesi için derecelendirme uzman ve analistlerinin mesleki bakımdan yeterli olmaları önemli bir şarttır.

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 10 uncu maddesi uyarınca derecelendirme uzmanlarının; ekonomi, maliye, muhasebe, finans, denetim, iç kontrol, istatistik, risk değerlendirme ve yönetimi, finansal analiz, derecelendirme, değerlendirme, kurumsal yönetim alanlarında veya bu alanlarla ilgili hukuk dallarının en az birinde uzman düzeyinde ya da öğretim görevlisi, öğretim üyesi veya yönetici olarak en az 3 yıllık deneyime sahip bulunmaları; derecelendirme komitesi üyelerinin ve kontrolörlerin ise bahse konu alanlarda en az 5 yıllık deneyime sahip bulunmaları şartını aramaktadır.

Benzer şekilde BDDK tarafından çıkarılan Yönetmeliğin 7 nci maddesinde derecelendirme uzmanlarının, derecelendirme konusunda yurt içinde veya yurt dışında yetkili kurumlar tarafından verilen mesleki yeterlilik sertifikalarına ve bankacılık, bağımsız denetim veya derecelendirme konularında en az üç yıllık tecrübeye sahip olmaları veya bankacılık, bağımsız denetim veya derecelendirme konularında en az beş yıllık tecrübeye sahip olmaları şartını aramaktadır. Ayrıca, anılan maddenin (2) numaralı fıkrasında üç kişiden oluşan derecelendirme komitesinde yer alacak üyelerin en az üçte ikisinin bankalarda genel müdür veya kredilerden sorumlu genel müdür yardımcısı veya kredi komitesi üyesi ya da Kurul'da Başkan veya üye yahut BDDK'da Başkan Yardımcısı ya da Daire Başkanı olarak ya da BDDK'da on yıl bankacılık uzman ve yardımcısı veya bankalar yeminli murakıp ve yardımcısı olarak görev yapmış olma şartını aramaktadır.

## **V- Kamuyu Aydınlatma İlkesi**

Derecelendirme faaliyetinin ortaya çıkmasında, kamuyu aydınlatma ilkesi büyük bir öneme sahiptir. Zira, derecelendirme müessesesi kamuyu aydınlatma ilkesinin gerçekleştirilmesine hizmet etmek amacıyla oluşturulan müesseselerden birisidir. Bu yüzden derecelendirme, kamuyu aydınlatma ilkesinin tam olarak uygulanabilmesi için zorunlu unsurlardan biridir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yatırımcılara sermaye piyasasındaki yatırımların risk derecelerini ölçmelerini sağlayacak düzeyde yeterli bilgi verilmektedir<sup>50</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesinin bir diğer fonksiyonu da yatırımcılara, yatırım kararı ve sorumluluğunun kendilerinde olduğunun anlatılması ve onların bu konuda eğitilmesidir<sup>51</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yatırımcılara, yatırımın doğruluğu veya uygunluğu konusunda herhangi bir tavsiyede bulunulmamakta, aksine bu kararları almak yatırımcıya bırakılmaktadır.

---

<sup>50</sup> *Küçüksözen, C.:* Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s. 15.

<sup>51</sup> *Kabaalioğlu, H. A.:* Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985, s. 237.

## § 5 – DERECELENDİRMENİN UYGULAMA ALANLARI

### I- Kredi Derecelendirmesi:

Kredi derecelendirmesi, işletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir. Kredi derecelendirmesi farklı kategorilerde yapılmakta olup, bunlara aşağıda kısaca yer verilmektedir.

#### 1- Ülkelerin Derecelendirmesi

Uluslararası sermaye piyasalarında, ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerin kredi değerliliklerinin belirlenmesi büyük önem arz etmektedir. Çünkü ekonomisi güven sinyalleri veren ülkeler uluslararası yatırımı teşvik edici notlar aldıklarında bu not, piyasalarına ivme kazandıracak hareket sağlar. Dolayısıyla gelişim süreci beklenenden daha kısa zamanda gerçekleşir<sup>52</sup>.

Küreselleşen dünyada uluslararası ticaret ve sermaye piyasası işlemlerinin artması, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan çoğu ülkelerin yatırım ihtiyaçlarını iç kaynakları yerine, dış borçlarla karşılamak istemeleri ve uluslararası piyasalar da kârlılık ve risk faktörlerine göre hareket ettikleri için ülke derecelendirmesinin önemi son yıllarda giderek artmaktadır.

S&P, Moody's ve Fitch gibi uluslararası derecelendirme kuruluşları, yaptıkları kredi değerliliği analizleri ile hemen hemen tüm dünya piyasalarında etkili olmaktadır. Dolayısıyla bu kuruluşların vereceği yüksek notlar borçlanacak olan ülkelerin daha rahat koşullarda ve daha çok çeşitlilikle dış borç bulma imkânını arttıracaktır. Ancak, derecelendirme kuruluşları ülke notunu düşürdükleri takdirde

---

<sup>52</sup> Ersan, İ.: "Kredi Değerliliği Kavramı ve Türkiye'nin Durumu", Banka ve Ekonomik Yorumlar, Ağustos 1979, s. 47.

ülkenin dış borç bulma imkânı zorlaşacak ve temin ettikleri yabancı finansmanla ilgili yükümlülükleri ağırlaşacaktır<sup>53</sup>.

Ülke riski analizi ilk olarak 1970’li yıllarda petrol krizlerinin neden olduğu borç krizleriyle gündeme gelmiştir. 1980’li yılların başlarında, ağır dış borç yükü altındaki birçok gelişmekte olan ülke borçlarını ödeyemez duruma düşmüş ve özellikle de 1982 yılında Meksika’nın borçlarını erteleme (moratoryum) talebi sonucunda ortaya çıkan borç krizi, bu dönemde, uluslararası borç vermede ihtisaslaşan finansal kuruluşları, ülke riski kavramı üzerinde önemle durmaya iten en önemli etken olmuştur<sup>54</sup>.

Derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için belirledikleri notlar oldukça büyük önem arz etmektedir. Zira verilen nota göre, yerel para değerinde ani değişiklikler olmakta, faiz oranları değişmekte veya borsalar etkilenmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının bu önemine ilişkin olarak somut bir örnek verelim: 1995 yılında Moody’s, Kanada hükümetinin borçlarını incelemeye almış, ancak bu durum ülkede birçok kesimin tepkisine neden olmuştu. Moody’s in bu kararı, ülkede faiz oranlarının yükselmesi ile sonuçlanmış ve hükümet devlet tahvillerine fazladan 300 milyon dolar ödemek durumunda kalmıştır. Ancak Moody’s eleştirilere rağmen tavrında değişiklik yapmamış ve Kanada’nın iç borç notunu AAA’dan AA-1’e düşürmüştür. Sonuç olarak ülkenin iç borç kredi notunu tekrar AAA’ya yükseltmesi yedi yılını almış ve ancak 2002 yılında Kanada eski kredibilitésini kazanabilmiştir<sup>55</sup>.

Aşağıdaki tabloda, üç büyük derecelendirme kuruluşu tarafından derecelendirilen bazı ülkeler ve kredi notlarına ilişkin bazı bilgilere yer verilmiştir<sup>56</sup>:

---

<sup>53</sup> Çolpan, U.: Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul 2001, s. 8.

<sup>54</sup> Emir, M.: “Ülke Riski Kriteri Sorunu: Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, S. 54, İstanbul 1999, s. 16.

<sup>55</sup> Karaca, a.g.m., s. 8.

<sup>56</sup> [http://www.sabah.com.tr/Ekonomi/2009/06/14/gabon\\_ile\\_ayni\\_kefede\\_tutulmaniz\\_haksizlik](http://www.sabah.com.tr/Ekonomi/2009/06/14/gabon_ile_ayni_kefede_tutulmaniz_haksizlik)  
14.06.2009.

ÜLKE	S&P	MOODY'S	FITCH
ABD	AAA	Aaa	AAA
İZLANDA	BBB-	Baa1	BBB-
LETONYA	BB+	Baa3	BB+
UKRAYNA	CCC+	B2	B
ROMANYA	BB+	Baa3	BB+
RUSYA	BBB	Baa1	BB
<b>TÜRKİYE</b>	<b>BB-</b>	<b>Ba3</b>	<b>BB-</b>
BREZİLYA	BBB-	Ba1	BBB-
LÜBNAN	B-	B2	B-
MISIR	BB+	Ba1	BB+
İSRAİL	A	A1	A
GABON	BB-		BB-
MACARİSTAN	BBB-	Baa1	BBB-
KOLOMBİYA	BB+	Ba1	BB+
VENEZÜELLA	BB-	B2	B+
KOSTA RİKA	BB	Ba1	BB
MEKSİKA	BBB+	Baa1	BBB+

Yukarıdaki tablo incelendiğinde, üç büyük derecelendirme kuruluşuna göre Türkiye'nin kredi notunun (BB-/Ba3) yatırım yapılabilir seviyesinin altında kaldığı görülmektedir. Ancak, söz konusu notların objektif olduğunu iddia etmek oldukça güçtür. Zira, Türkiye'nin yatırım yapılabilirlik açısından Mısır'ın iki derece altında yer alması veya dış ve kamu finansmanı açısından Türkiye'den çok daha kötü durumda olan Macaristan'a daha iyi bir not verilmesi veyahut Türkiye'nin Venezüella ile aynı konumda yer alması, derecelendirme kuruluşlarının tarafsızlığı konusunda soru işaretlerine sebep olmaktadır.

Bu arada üç büyük derecelendirme kuruluşundan birisi olan Fitch ülkemizin uzun vadeli yerel ve döviz para cinsinden notunu iki kademe birden arttırarak “yatırım

yapılabilir ülke” seviyesinin hemen altında yer alan BB+'ya çıkarmıştır<sup>57</sup>. Fitch'in not artırımının hemen ardından Moody's de ülke notumuzu bir kademe arttırarak Ba2'ye yükseltmiştir<sup>58</sup>. Bu artırımlara gerekçe olarak da Türkiye'nin finansal krizin olumsuz etkilerini asgariye indirmede gösterdiği başarı, kamu finansmanın istikrarlı seyri ve uygulanan ekonomi politikalarının güvenilirliği gösterilmiştir. Yapılan bu not artışları ile dolar ve bono faizi düşerken, İMKB'de ciddi bir yükselme yaşanmıştır. Son olarak da, kamuoyunda “sıfırcı hoca” olarak bilinen S&P's da ülkemizin uzun vadeli yerel para birimi cinsinden kredi notunu BB+'ya yükseltmiştir<sup>59</sup>.

Aslında ülke kredi notumuzda yapılan yükseltmenin gecikmiş olmakla beraber eksik bir yükseltme olduğunu söyleyebiliriz. Bunun nedeni yukarıda da bahsedildiği üzere derecelendirme kuruluşlarının adil olmayan notlarıdır.

Uluslararası finansal piyasalarda kredi veren ülke ya da kuruluşların karşılaştıkları en önemli risk, verilen kredilerin geri dönmemesi ihtimalidir. Bu tür sorunlarla karşılaşmamak için kredi verilen ülkenin, geri ödeyebilme gücünün bilinmesi gerekir. Bu itibarla kredi verenler, kredi verdikleri ülke veya kuruluşun kredi riskine ilişkin bilgiler için genellikle bağımsız derecelendirme kuruluşlarının ölçüm tablolarından yararlanırlar.

Bir ülkenin borçlanma oranı, hükümetin borçlarını zamanında ödeme yeteneğini gösterir. Bu husus da ülkenin kredi değerliliğine bağlıdır. Ülkelerin kredi değerliliğine ilişkin analizlerde politik risk, ekonomik risk, sosyal risk ve diğer riskler olmak üzere çeşitli risk faktörleri bulunmaktadır.

- **Politik Risk:** Politik risk belirlenirken, öncelikle bu riski etkileyen faktörlerin saptanması gerekir. Politik riski etkileyen faktörler arasında, ülkenin yönetim şekli, siyasi partileri, hükümetin ülke yönetimindeki etkinliği, hükümet krizleri, ülkenin dış politikası, ekonomi politikası, sosyal-demografik-etnik ve

<sup>57</sup> 04.12.2009 tarihli Habertürk Gazetesi ve Radikal Gazetesi.

<sup>58</sup> 09.01.2010 tarihli Referans Gazetesi.

<sup>59</sup> <http://www.ntvmsnbc.com/id/25059792/> (02.05.2010)

<sup>61</sup> Tugay, F.: “Ülke Riski”, Bankacılar Dergisi, Ekim 1991, s. 33.



dinsel yapısı, işçi sendikalarının etkinliği, yabancı sermayeyi ilgilendiren kanunlar, ülkeye uygulanan ambargolar ve savaşlar sayılabilir<sup>61</sup>.

- **Ekonomik Risk:** Ekonomik risk, ülkenin iç ve dış ekonomik sebepler nedeniyle dış borçlarını zamanında ve tam olarak yerine getirememesidir. Bu tanımdan hareketle ekonomik risk, hükümetlerin yükümlülüklerini geri ödeme konusundaki iktisadi yeterliliğini ve yeteneğini göstermektedir. Ekonomik riski etkileyen faktörler arasında ülkenin genel iktisat politikası, borç ödeme yükü, dış ticaret yapısı, döviz ve hammadde rezervleri, ödemeler dengesi esnekliği, ekonomi yönetimi ve ekonomik görünümü sayılabilir.
- **Sosyal Risk:** Politik ve ekonomik risk ülke riskini doğrudan etkilerken, sosyal risk ülkenin politik ve ekonomik yapısına ve tercihlerine bağlı olarak ülke riskini dolaylı yoldan etkiler. Soysal risk faktörleri ise, nüfusun yapısı, eğitim düzeyi, hayat standardı ve kültürel değerler olarak sınıflandırılabilir<sup>62</sup>. Bir toplumda eğitim düzeyinin yüksekliği, iş gücünün örgütlü ve nitelikli olması, ülkede dini ve etnik kökenli çelişkilerin azlığı, nüfus dağılımının ve artış hızının dengeli ve ülke kaynaklarıyla uyumlu olması sosyal istikrarı sağlar ve bu şekilde ülke riski de düşer<sup>63</sup>.
- **Diğer Riskler:** Ülke riskini belirleyen politik, ekonomik ve sosyal risklerin dışında kalan risklerdir. Bunlara örnek olarak bürokratik sorunlar, alt yapı yetersizliği, coğrafi durumdan kaynaklanan riskler ve iklim şartlarından doğan riskler verilebilir.

Son olarak belirtmek gerekir ki, ülkemizde Hazine Müsteşarlığı hizmet alımı adı altında S&P ve Moody's ile ayrı ayrı özel hukuk kurallarına göre ücret karşılığında sözleşme imzalamakta ve söz konusu anlaşma çerçevesinde anılan kuruluşlar ülkemizin kredi notunu belirlemektedirler.

---

<sup>62</sup> Boyacıoğlu, a.g.e., s. 124.

<sup>63</sup> Kozanoğlu, H.; Ülke Riski, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul 1999, s. 28.

## 2- Şirketlerin Derecelendirilmesi

Derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri notlar da oldukça büyük önem arz etmektedir. Zira verilen dereceye göre, şirket hisselerinin değerinde büyük değişiklikler meydana gelebilmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının bu önemine ilişkin olarak somut bir örnek verelim: 1998 yılının Mart ayında Moody's, dünyaca ünlü Alman sigorta şirketi Hannover Re'ye bir mektupla başvurarak, şirketin mali durumunu herhangi bir ücret talep etmeksizin incelemeye karar verdiğini bildirmiştir. Ancak Hannover Re, diğer iki derecelendirme kuruluşuyla çalıştığından Moody's'in bu talebini reddetmiştir. Ancak Moody's yine de bu şirketi incelemeye alarak *-diğer derecelendirme kuruluşlarının şirketin mali yapısı ile ilgili olumlu değerlendirmeler yapmasına rağmen-* olumsuz değerlendirmede bulunmuş ve verdiği notu da yayımlamıştır. Bu durum Hannover Re hissedarlarını rahatsız etmiş ve 2003 yılının Mart ayında Moody's'in son not indiriminin ardından, şirket hisselerinin piyasa fiyatı birkaç saat içinde yüz milyonlarca dolar değer kaybetmiştir<sup>64</sup>.

### A- Bankaların Derecelendirilmesi

Bankaların derecelendirilmesi, bu kuruluşların yükümlülüklerini tam olarak ve zamanında yerine getirme gücünün bir göstergesi olduğundan, mali sistemin işlevini sağlıklı bir şekilde yerine getirebilmesinin incelenmesi açısından özel bir önem taşımaktadır<sup>65</sup>.

Uluslararası sermaye piyasalarının işleyişinde en önemli rolü üstlenen finansal kuruluşlar olarak bankaların derecelendirilmesinin büyük önemi bulunmaktadır. Bankalar hem borç alan taraf olarak hem de borç veren taraf olarak derecelendirme hizmetini en çok kullanan kuruluşlardır<sup>66</sup>. Bankalar finans sektörünün temel kurumlarından biridir ve yapıları gereği birçok riski bünyelerinde

---

<sup>64</sup> Karaca, a.g.m., s. 4.

<sup>65</sup> Babuşcu, a.g.e., s. 111.

<sup>66</sup> Bölükbaşı, G.: Risk Derecelendirmesi (Rating), Bankalar ve Türkiye, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul 2002, s. 14.

barındırırlar. Bu nedenle bankaların faaliyetlerinde ortaya çıkabilecek herhangi bir aksaklık reel kesimi doğrudan etkilemekte ve aksaklığın yayılmasını hızlandırmaktadır. Günümüzde güvene dayalı olarak faaliyetlerini sürdüren bankaların risk analizi ve derecelendirmesinin yapılması gerekliliği oldukça önem kazanmıştır.

Bankaların derecelendirilmesi, bankaların maruz kaldıkları risklerin ve bu riskler karşısındaki yeterliliklerinin sistematik bir biçimde değerlendirilerek mali durumlarının ortaya konmasıdır. Ticaretin globalleşmesi ve çok uluslu şirketlerin artması ile birlikte bankaların yurt dışı işlemleri artmış ve yurt dışında tanınma ve güven sağlama gerekliliği baş göstermiştir. İşte, uluslararası geçerliliğe sahip derecelendirme, bankaların yurt dışı muhabirler nezdinde güvenilirliğini arttırabilmektedir<sup>67</sup>. Dolayısıyla, bankaların maruz kaldıkları riskler son yıllarda yaşanan finansal gelişmelere paralel olarak önemli ölçüde çeşitlenmiş ve bazı güçlükleri de beraberinde getirmiştir. Bankaların karşılaştıkları riskleri genel olarak, kredi riski, piyasa riski (faiz, kur, hisse senedi vb. gibi), likidite riski gibi finansal riskler ile operasyonel risk, stratejik risk, itibar riski gibi finansal olmayan riskler olarak sıralayabiliriz.

Derecelendirme kuruluşlarının ülkeler bazında değerlendirme yapmaları ve bunun sonucuna göre her ülke için ayrı bir derece notu belirlemeleri özellikle bankalar açısından önem arz etmektedir. Zira, bir bankaya not verebilmek için ülke limiti kuralı gereği bankanın bulunduğu ülkenin notunun bilinmesi gerekmektedir. Bu durumda, derecelendirme kuruluşları talep olmaksızın o ülke için mevcut verilere dayanarak bir not belirler ancak bu notu kamuya açıklamaz.

Bankalar uluslararası düzeyde de iş çevreleri ile ilişki kurabilirler ya da bu çevrelerle muhtemel iş ilişkileri olabileceğinden veya bulunduğu ülkenin sermaye ve fon hareketlerinden etkilenebileceğinden bankaların derecelendirilmesinde, ülke derecesi de dikkate alınmalıdır. Bu nedenle, bankaların ülke riskine bağımlılığı çok fazla olup bir bankanın derecesinin kendi ülkesinin almış olduğu dereceyi

---

<sup>67</sup> Tan, Ç.: Bankalarda Risk Derecelendirmesi, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul 2001, s. 22.

geçebilmesi mümkün bulunmamaktadır. (Ülke Limiti Kuralı) Derecelendirmede bu durum diğer yatırım araçları ve şirketler için de aynı olmasına karşın, bankaların, ülke riskine bağımlılığı çok fazladır<sup>68</sup>. Ancak, ülke limiti kuralı mutlak değildir.

Uluslararası derecelendirme kuruluşları, bankaların kredi değerliliği ve yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerine ilişkin bir referans olma özelliğine sahip derecelendirme notlarını bankalara vermek suretiyle uluslararası boyut kazanan mali piyasalarda entegrasyonu ve kaynak maliyeti etkinliğini arttıran bir işlevi üstelenmiş bulunmaktadır. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının söz konusu işlevi yerine getirirken izledikleri yolun irdelenmesi ve kamuyu aydınlatma bağlamında bankalara verdikleri dereceler, finansal piyasaların şeffaflaşması çerçevesinde yadsınamaz bir öneme sahiptir<sup>70</sup>.

Son olarak bankaların derecelendirilmesi konusunda bir hususun altının çizilmesi gerekmektedir. Yönetmeliğin “Tanımlar” başlıklı 4 üncü maddesinin (1) numaralı bendinde talep edilememiş derecelendirme, “*Bankalar hariç olmak üzere, müşterilerin kendileri ile bir derecelendirme sözleşmesi imzalanmaksızın derecelendirme kuruluşunca, kamuoyuna açıklanan bilgi ve finansal tablolar esas alınarak derecelendirme notu verilmesi*” olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla, derecelendirme kuruluşları, diğer şirketlerden farklı olarak bankalar hakkında talep olmaksızın derecelendirme yapamayacaktır. Bir başka ifade ile derecelendirme yapılabilmesi için, bir banka ile derecelendirme kuruluşu arasında mutlaka yazılı bir sözleşme bulunması zorunludur. Buna karşılık kredi kullanacak müşteriler hakkında bunlar bir talepte bulunmasalar dahi -kendileri ile bir derecelendirme sözleşmesi imzalanmasa dahi- derecelendirme kuruluşları kamuoyuna açıklanan bilgi ve finansal tabloları esas alarak derecelendirme notu verebilirler<sup>71</sup>.

---

<sup>68</sup> Karaer, B.: Finans Sektöründe Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türkiye Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara 2002, s. 19.

<sup>70</sup> Alp/ Üstündağ, a.g.m., s. 8.

<sup>71</sup> Reisoğlu, S.: Bankacılık Kanunu Şerhi, Ankara 2007, s. 489.

## **B- Sigorta Şirketlerinin Derecelendirilmesi**

Günümüzde dünyanın her yerinde birçok sigorta şirketi derecelendirme sürecine dâhil olmuştur. Sigorta derecelendirme hususunda uzmanlaşmış büyük derecelendirme kuruluşlarının hem ABD genelinde hem de ABD dışında derecelendirmeye tabi tuttıkları şirketlerin sayıları oldukça önemli miktarlara ulaşmıştır<sup>72</sup>. Sigorta şirketlerinin derecelendirilmesi, sigorta şirketinin poliçe sahibine haklarını verebilme ve ona karşı sorumluluklarını yerine getirebilme yetkisiyle ilgilidir<sup>73</sup>. Derecelendirme kuruluşları, sigorta şirketlerinin derecelendirilmesinde iki kategori uygular; ilki sigorta şirketinin finansal gücünün derecelendirilmesi, diğeri ise kredi derecelendirmesidir. Sigorta şirketlerinin finansal gücünün derecelendirilmesi, sigorta şirketinin risk gerçekleştiği takdirde meydana gelen zararı karşılayabilme ve sözleşmeden doğan ödeme taahhütlerini zamanında ve tam olarak yerine getirebilme gücü hakkındaki değerlendirmedir. Kredi derecelendirme ise, kısa ve uzun vadede, hem sigorta şirketlerinin hem de başka sektörlerdeki diğer kredi sağlayıcılar için gerekli olan kredi güvenirliliğinin araştırılması anlamına gelir.

## **C- Leasing (Finansal Kiralama) Şirketlerinin Derecelendirilmesi**

Finansal kiralama, özellikle büyümekte olan şirketlerin, yatırımlarını gerçekleştirebilmek için orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılayabilecekleri etkin bir yatırım yöntemidir. Leasing, alımı gerçekleştirilecek ekipmanın, finansal kiralama şirketi tarafından satın alınarak kiralanması ve kira süresi sonunda mülkiyet devrinin gerçekleştirilmesi şeklinde yapılmaktadır. Bu nedenle leasing, ekipman alımlarında şirketlere önemli avantajlar sağlamaktadır.

Leasing şirketlerinin derecelendirilmesi de, diğer şirketlerin derecelendirilmelerinde olduğu gibi maruz kalınan risklerin ve bu riskler karşısındaki

---

<sup>72</sup> Yanık, S.: “Derecelendirme Yoluyla Sigorta Şirketlerinin Mali Performanslarının Değerlendirilmesi ve Türk Sigorta Sektöründe Durum”, Reasürör Dergisi, Temmuz 2000, s. 13.

<sup>73</sup> Yalkın, M. B.: Basel II Kapsamında Şirket Derecelendirme ve Bankaların Mali Tahsil Birimleri Açısından Değerlendirilmesi, Ankara 2007, s. 18.

yeterliliklerin sistematik bir biçimde değerlendirilerek mali durumlarının ortaya konması olarak nitelendirilebilir.

Leasing şirketlerinin işletme sistemi son yıllarda ciddi değişikliklere uğramıştır. Dünyada belli başlı büyük leasing şirketlerinin iflas etmesi ve pek çoğunun da iflasın eşiğine gelmesinden dolayı bu şirketler kamuoyunun gözünde kredi değerini arttırabilmek amacıyla kredi derecelendirme notlarına giderek daha fazla önem vermeye başlamışlardır<sup>74</sup>. Bununla birlikte, leasing sektöründe karşı karşıya kalınan problemler gittikçe daha da güçleşmektedir. Bu nedenle her leasing şirketi, diğer leasing şirketlerinden farklı olarak kendi kârlılığını hesaplamalı ve derecelendirme notuna göre kendi risk yönetimini kurmalıdır.

#### **D- Faktoring Şirketlerinin Derecelendirilmesi**

Faktoring en genel anlamı ile, mal ve hizmet satışlarından doğan vadeli alacakların temlik yolu ile bir faktoring şirketine devredilmesi ve bu alacakların faktoring şirketi tarafından yönetilmesidir.

Firmaların vadeli satışlarından dolayı ortaya çıkan alacaklarını, likit fon karşılığında devralan faktoring şirketlerinin derecelendirilmesinde, kredili mal alanların kredi değerliliğini belirleme, kaynak sağlama ve risk üstlenilmesi gibi fonksiyonların incelenmesi gerekmektedir.

Faktoring şirketlerinin risk derecelendirmesi yapılırken, faktoring işlemlerinin yürütülebilmesi için sağlanan kaynakların maliyeti ve vade yapısı ile kullanılan faiz ve komisyon oranları, ayrıca bu şirketlerin uluslararası faaliyette bulunup bulunmadığı, şube ve temsilciliklerinin sayısı da dikkate alınmalıdır. Diğer taraftan, faktoring şirketinin özellikle riskin tamamını üstlendiği alacaklarda borçlularla ilgili yapmış olduğu araştırma oldukça önemlidir. İşte derecelendirme faaliyeti sonucu tüm bu hususlar değerlendirilmekte, böylece gerek yatırımcılar gerekse müşteriler açısından riskler minimize edilmeye çalışılmaktadır.

---

<sup>74</sup> Karaer, a.g.e., s. 27.

### 3- Projelerin Risk Derecelendirilmesi

Projelerin risk derecelendirilmesi ile kastedilen aslında proje finansmanının derecelendirilmesi işlemidir. Proje finansmanı, bir yatırım projesinin; projeyi gerçekleştirecek ortakların kredibilitelerini, üretilecek ürün veya görülecek hizmetin ait olduğu sektördeki beklenen gelişmeleri, üretilecek ürünün/verilecek hizmetin alıcılarını, üretim/hizmet tesisini fiziki olarak tamamlamayı taahhüt eden firma veya firmaların refanslarını, mevcut ve gelecekte değişiklikleri öngörülen hukuki çerçeve gibi unsurları dikkate alınarak proje analizinin yapılması ve projenin tamamlanabilmesi için orta ve uzun vadeli finansman sağlanmasıdır.

Bu bağlamda proje kısaca, değişik alanlarda önceden plan ve programa alınmış, maliyeti hesaplanmış, kurum ve kuruluşların yönetim organlarıca onaylanmış, kısa ve uzun vadeye bağlanarak özel kurum veya devlet adına gerçekleştirilmesi kabul edilmiş bilimsel çalışma tasarısı olarak tanımlanabilir<sup>75</sup>.

Bir projenin derecelendirilmesi söz konusu olduğunda, projenin sağlamlığına ve projenin finansörlerine bakılır. Proje derecelendirilmesinde katılımcıların değerlendirilmesi esastır. Dolayısıyla, projenin taahhütlü ya da taahhütsüz olmasına bakılmaksızın kefillerin ve katılımcıların değerliliği her şeyden önce gelir. Projenin sağlamlığı, kamu özel sektör ihtiyaçlarına, mevcut teknik, politik, işlevsel çevre kısıtları altında projenin hayata geçme kabiliyetine, projenin süresi içinde tamamlanabilme olasılığına ve projenin taahhütlü veya taahhütsüz olma durumlarına dayalı olarak belirlenmektedir<sup>76</sup>.

### 4- Tahvil Derecelendirmesi

Genel bir ifade ile tahvil derecelendirmesi, ihraççının kredibilitésinin, o firmanın tahvile ilişkin yükümlülüklerini zamanında yerine getirememesi riski (default risk), tahvili ihraç koşulları ve firmanın iflası veya finansal krize girmesi halinde

---

<sup>75</sup> *Yalkın*, a.g.e., s. 19.

<sup>76</sup> *Kılıç*, M. B.: Derecelendirme İşlemi (Rating) ve ABD’de Derecelendirme Süreci, SPK Araştırma Raporu, Ankara 1994, s. 76.

tahvil sahibine sağlanan haklar gibi faktörlere dayalı olarak değerlendirilmesidir<sup>77</sup>. Bu haliyle tahvil derecelendirmesinin, bir ülkede tahvile yapılan yatırımların tahvil ihraççısı şirketlerin kalitesine ilişkin bir sinyal olarak düşünülebilir<sup>78</sup>.

Tahvil derecelendirmesi, ihraççı firmaların mali sorunlarla karşılaşmaları halinde meydana gelebilecek anapara, faiz ödeme güçlüklerinin veya gecikmelerinin ya da menkul kıymetlerin piyasa değerlerinde meydana gelebilecek düşüş olasılıklarının bir göstergesi olması bakımından büyük önem arz etmektedir.

Tahvil derecelendirmesi sadece geri ödeyememe riskine ilişkin bir ön tahmindir, fiyat veya maliyetin belirlenmesi, o tahvilin taşıdığı bütün risklerin piyasa tarafından nasıl değerlendirildiğine bağlıdır. Düşük dereceli tahvillerin yüksek faiz ödemesinin nedeni, derecelendirme değil risktir. Başka bir söyleyişle riskle getiri arasındaki ödünleşmedir<sup>79</sup>.

Tahvil piyasalarının gelişmemiş olduğu ülkelerde de derecelendirmenin oluşması ve gelişmesi o oranda kalmıştır. Derecelendirme kavramının sermaye piyasalarında belli bir noktaya gelebilmesi için, öncelikle gelişmiş ve yaygın bir tahvil piyasasının var olmasına ihtiyaç vardır. Özellikle ABD ve diğer Avrupa ülkelerine bakıldığında derecelendirme, tahvil piyasalarının oluşup gelişmesine paralel önem kazanmış bir kavram olarak sermaye piyasalarındaki yerini almıştır<sup>80</sup>.

## **5- Hisse Senetlerinin Derecelendirilmesi**

Derecelendirme kuruluşları devamlı değişen koşullar nedeniyle hisse senetlerinin derecelendirmesine sıcak bakmamaktadırlar. Hisse senetlerinin derecelendirilmesinde ranking (sıralama) analizi yapılmaktadır. Bu analizde, son on yılın temettü, hisse başına kazançlar ve bunların istikrarlılığı tespit edilmekte olup ayrı bir derecelendirme notu verilmemekte sadece şirketler belirli gruplara

---

<sup>77</sup> Özmen, a.g.m., s. 320.

<sup>78</sup> Kılıç, a.g.e., s. 4.

<sup>79</sup> Özmen, a.g.m., s. 323.

<sup>80</sup> Sarı, U. G.: Türkiye’de Tahvil Piyasası ve Derecelendirme, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 1994, s. 9.



ayrılmaktadır<sup>81</sup>. Bu sıralamada şirketin büyüklüğü ve hisse senedinin pazarlanabilirliği dikkate alınmaktadır<sup>82</sup>.

Her ne kadar derecelendirme kuruluşları hisse senedi derecelendirmesine sıcak bakmasalar da, borç derecelendirmesinde hisse senedi sıralamasından yararlanmaktadırlar. Bu durum ise, hisse senetleri sıralaması ile verilecek olan not arasında pozitif bir ilişkinin varlığı ile açıklanmaktadır.

## **6- Yatırım Fonlarının Derecelendirilmesi**

Yatırım fonu, 2499 sayılı SerPK'nın 37 nci maddesi uyarınca, halktan katılım belgelerinin karşılığında toplanan paralarla belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre kanunda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır.

Yatırım fonlarının kalitesinin tespitini amaçlayan bu derecelendirme türü, fonun yatırım hedefleri, stratejileri, likidite açısından önemi, yönetim ve idaresi hakkında değerlendirmelerde bulunur<sup>83</sup>. Yatırım fonları, geçmiş performansları baz alınarak, getirileri ve içerdikleri risklere göre değerlendirilmektedir.

Yatırım fonunun derecelendirilmesi, kapalı fonlarda piyasa fiyatı değişikliği olasılığı ile ikincil piyasada katılım payının likiditesi hakkında bir değerlendirmede bulunmaz ve fonun beklenen getirisi ile ilgili de herhangi bir bilgi de vermez. Bu tür derecelendirme, sadece fona yatırım yapmak isteyen yatırımcının kararına destek olur<sup>84</sup>.

---

<sup>81</sup> *Saltık, G. A.: İşletmelerde Risk Derecelendirmesi ve Türkiye Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul 1996, s. 80-81.*

<sup>82</sup> *Karaer, a.g.e., s. 23.*

<sup>83</sup> *Boyacıoğlu, a.g.e., s. 80.*

<sup>84</sup> *Boyacıoğlu, a.g.e., s. 80.*

## II- Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi:

Tekinalp'e göre kurumsal yönetim, hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar için öngörülmuş, uyulması isteğe bağlı, iyi yönetim, gözetim ve denetim kurallarıdır<sup>85</sup>. Pulaşlı'ya göre ise kurumsal yönetim, bir işletmenin en iyi şekilde sevk ve idaresi aynı zamanda bu sevk ve idarenin şeffaf bir biçimde izlenebilmesi ve kontrol edilmesiyle ilgili ilkelerdir<sup>86</sup>.

Şirketlerin kurumsal yönetim değerlemeleri “adillik”, “şeffaflık”, “hesap verebilirlik” ve “sorumluluk” olarak adlandırılan dört temel ilke çerçevesinde çeşitli kriterler göz önünde bulundurularak yapılır. Adillik; şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder. Şeffaflık; şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir bir şekilde kamuoyuna duyurulmasıdır. Hesap verebilirlik; yönetim kurulu üyelerinin esas itibariyle anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğunu, sorumluluk ise; şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade eder. Kurumsal yönetimin bu dört temel ilkesi, performans ölçümü ve geliştirilmesi esasına dayalı olarak birbirleriyle ilişkilendirilmekte ve böylece, şirketlerin hissedarları için değer yaratırken, toplumsal değerlerle de uyumlu olması beklenmektedir.

İngiltere'de 1992 Cadbury Raporu ile başlayıp, Hampel Raporu ile devam eden, Fransa'da 1988 Vienot Raporunda kısmen yer alan, OECD'nin (Organisation for Economic Co-operation and Development - İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı) Kurumsal Yönetim kodu ile yaygınlık kazanan en iyi yönetim kuralları, halen bütün dünyada uygulanmaktadır<sup>87</sup>. Özellikle 1990'lı yılların başından itibaren dünya ekonomisinin içine girdiği durgunluk (resesyon) sonucu belli bölgelerde

<sup>85</sup> Tekinalp, Ü.: Anonim Ortaklıklara ilişkin Yeni Hukuk Politikalarının Dinamikleri ve Bunlar Arasındaki İlişki, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara 2003, s. 228.

<sup>86</sup> Pulaşlı, H.: Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model, Ankara 2003, s. 4.

<sup>87</sup> Poroy, R./ Tekinalp, Ü./ Çamoğlu, E.: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, B. 10, İstanbul 2005, s. 254.

ortaya çıkmasına rağmen, dünyanın bütününe etkileyen ekonomik krizler, anonim ortaklıkların nasıl yönetilmeleri gerektiği ve bu bağlamda en modern yönetim şekli olan kurumsal yönetim konularının daha bir şiddetle tartışılması ve öneminin anlaşılması sonuçlarını doğurmuştur<sup>88</sup>. Kurumsal yönetim kavramı ile aslında anlatılmak istenen, şirketlerde iyi yönetim olgusunun yerleştirilmesidir. Başka bir deyişle, şirket yöneticisinin doğru kararlar alabilmesi, demokratik katılım kanallarının açık olması, şirket yöneticilerinin aldığı kararlardan hissedarlar başta olmak üzere çıkarları etkilenebilecek herkesin şirket yönetimini denetleyebilmesi, şirketin keyfilikten uzak, hukuka uygun, şeffaf bir biçimde yönetilmesidir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin gerek uluslararası piyasalarda gerekse ülkemizde öneminin giderek artması sonucunda, bu ilkelerin uygulanma durumunu belirleyecek kuruluşlara ve farklı şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları arasında karşılaştırma yapılmasını sağlayacak standart ölçütlere ihtiyaç duyulmuş, bu da “kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi” kavramını beraberinde getirmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notu, şirketlerin pay ve menfaat sahiplerine verdikleri önem, kamuyu zamanında ve doğru aydınlatma faaliyetleri, bu bağlamda yönetim kurulunun faaliyetlerinin genel kredibilitesi ve pay ve menfaat sahipleri ile ilişkiler hakkında bir görüştür. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi de, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 6 ncı maddesinin (1) numaralı fıkrasında işletmelerin SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır. Anılan maddenin (2) numaralı fıkrası gereğince kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde, bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile “pay sahipleri”, “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık”, “menfaat sahipleri” ve “yönetim kurulu” ana bölümleri için ayrı ayrı olmak üzere, 1 ile 10 arasında not verilmektedir.

---

<sup>88</sup> *Paslı, A.*: Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, B. 2, İstanbul 2005, s. 42.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesini, geleneksel kredi derecelendirmesinden farklı olarak şirketlerin mali durumlarını değil, yönetim kalitelerini sorgulayan ve ortakların haklarını gözeten bir bakış açısına sahip derecelendirme faaliyeti olarak nitelendirmek mümkündür.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi niceliksel (quantitative) değil niteliksel (qualitative) esasların öne çıktığı bir derecelendirme türüdür. Bunun nedeni ise kurumsal yönetim kavramının niteliksel olması, rakamlarla değil daha çok davranış biçimleriyle açıklanmasıdır. Bu özellik, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini kredi derecelendirmesinden ayıran önemli bir husustur<sup>89</sup>.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma derecesini gösteren en önemli göstergelerden biridir. Şirketler ne kadar iyi yönetilirse yönetilsin bu durum kamuya açıklanmadıkça piyasa açısından değer oluşturamaz. Bu nedenle derecelendirme, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma seviyesini kamuya açıklayan en doğru ve etkin şeklidir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi bilgiye erişimde şeffaf bir mekanizma sağlamakta, şirketlerin çalışma etkinliğini artırmakta ve kaynak maliyetlerini azaltmaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerini etkin olarak bünyelerine yerleştiren şirketlerin diğer şirketlerden farkının ortaya çıkarılması açısından da derecelendirme önem taşımaktadır.

Sağlam bir kurumsal yönetim yapısında ortaklığın uzman ve profesyonel bir kadro tarafından, objektif esaslar doğrultusunda yönetilmesi ve bunların çok sıkı bir şekilde hesap verme sorumluluğu altında olmaları, uzun dönemli ve kalıcı başarının anahtarı niteliğindedir, ancak bunu garanti ettiği de söylenemez<sup>90</sup>. Çünkü ortaklık performansını etkileyen yönetim düzeni dışında da birçok faktör vardır. Bununla birlikte kurumsal yönetim yapısı; yöneticilerin ortaklık performansını artırma hususu

---

<sup>89</sup> Sandıkçioğlu, A.: Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2005, s. 9.

<sup>90</sup> Dunlop, İ. T.: Latest Directions In Corporat Governance, Corporate Governance in Asia-A Comperative Perspective, OECD Publications, 2001, s. 48.

üzerinde odaklanmalarını, bu yolda gereken çabayı göstermelerini, ortaklık amacının takibinden sorumlu olmalarını ve dolayısıyla başarısızlıkları halinde yerlerine başkalarının gelmesini garanti edip, yönetsel suiistimallerin ortaya çıkmasına destek olan ortamı bertaraf eder<sup>91</sup>. Özetle yapılan araştırmalar sonucu, iyi kurumsal yönetimin iyi performansı beraberinde getirdiği söylenebilir. Kurumsal yönetim ile performans arasında tam bir korelasyon olmamakla beraber ampirik bulgular hissedar haklarına önem veren şirketlerin hissedarların daha çok ilgisini çektiğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, bir şirketin kurumsal yönetim kalitesinin o şirketin finansal performansı ve hisse değerı ile doğru orantılı olduğu yapılan çalışmalar ile kanıtlanmıştır. McKinsey&Co. tarafından yapılan bir araştırma, genel müdürlerin ve yardımcılarının yönetim kurulu düzeyindeki iyi bir kurumsal yönetiminin, anonim ortaklığın değerini %11 oranında arttırdığını göstermiştir. Zapparoli, Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda bu oranın %50 ile %100 arasında değişeceğini belirtmektedir<sup>92</sup>. Ülkemizde yapılan bir araştırmada da kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ile ortaklığın hisse senetlerinin getiri performansı arasında pozitif bir korelasyonun varlığı tespit edilmiştir<sup>93</sup>.

Bununla birlikte kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, şirketin hissedarları, kreditorleri, yatırımcıları, düzenleyici kuruluşlar ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenler, söz konusu tarafların şirkete bakış açısını değiştirir. Ayrıca, şirket içinde risk yönetimi ve iç kontrol mekanizmalarının öne çıkarılmasını ve şirket amaçlarının ve stratejilerinin bu mekanizmalar doğrultusunda oluşturulmasını sağlar. İcrai görevi bulunmayan yönetim kurulu üyelerinin ve üst yönetimin şirket risklerine ve yönetim uygulamalarına vâkıf olmalarını sağlar.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi konusunda Türkiye'deki gelişmeler incelendiğinde, uluslararası piyasalarda yaşanan tüm gelişmeleri yakından takip eden ve Türkiye'ye getiren SPK'nın 2003 yılının Temmuz ayında Kurumsal

---

<sup>91</sup> Emmons, W. R./ Schmid, F. A.: Corporate Governance and Corporate Performance, Northampton 2000, s. 86 vd.; Gregory, H. J.: "The Globalisation of Corporate Governance", Kurumsal Yönetim: Türkiye'de İş Hayatının Değişen Çehresi Konferansı (Tüsiad), İstanbul 2002, s. 6.

<sup>92</sup> Corporate Governance-What Do Companies Gain?, Kurumsal Yönetim: Türkiye'de İş Hayatının Değişen Çehresi Konferansı (Tüsiad), İstanbul 2002, s. 3.

<sup>93</sup> Birsen, O.: Konuşma Metni, Kurumsal Yönetim: Türkiye'de İş Hayatının Değişen Çehresi Konferansı (Tüsiad), İstanbul 2002, s. 3.

Yönetim İlkeleri'ni yayınladıktan hemen sonra Aralık ayında da kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyeti ile bu faaliyette bulunacak kuruluşlara ilişkin esasları belirlemek amacıyla Seri: VIII, No: 40 sayılı Tebliği yürürlüğe koyduğu görülmektedir. Anılan Tebliğ ise Seri: VIII, No: 51 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.

Bu çerçevede gerek kurumsal yönetim uygulamalarının, gerekse kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetinin yaygınlaşmasını sağlamak amacıyla, teşvik edici nitelikte düzenlemeler yapılmasını yararlı gören SPK'nın, İMKB ile birlikte yürüttüğü çalışmalar sonucunda, Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak İMKB bünyesinde Kurumsal Yönetim Endeksi adıyla ayrı bir endeks oluşturulmuş, endekse dâhil olmak için Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ çerçevesinde derecelendirme yaptırma ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun 10 üzerinden en az 6 olması zorunluluğu getirilmiştir. Endekse dahil olacak şirketler için ise kotta kalma ve kayıta kalma ücretlerinde %50 indirim olanağı sağlanmıştır. Bu bağlamda, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları adlı metin 23.02.2005 tarih ve 237 no'lu Genelge ile kamuoyuna duyurulmuştur<sup>94</sup>.

Kurumsal Yönetim Endeksi, SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan borsaya kote edilmiş şirketlerin, SPK tarafından yetkilendirilmiş bir derecelendirme kuruluşundan on üzerinden en az altı seviyesinde kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notu almaları halinde dâhil olabilecekleri bir endekstir. Bu endeks, geçerli kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notu olan borsa şirketlerinin sayısının 5'e ulaşması ile birlikte 31 Ağustos 2007 tarihinde İMKB tarafından hesaplanmaya başlamıştır.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamada yaygınlık kazanması, yatırım ortamının iyileştirilmesi, ekonomik istikrarın ve rekabet eşitliğinin sağlanması gibi sonuçlarıyla ekonomik kalkınmaya destek olacaktır. Kurumsal yönetimin kalitesinin

---

<sup>94</sup> Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları, [http://www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsal\\_yonetim.htm](http://www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsal_yonetim.htm) 07.05.2009.

yüksek olması, düşük sermaye maliyeti, finansman imkânlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması anlamına gelmektedir. Kurumsal yönetim hesap verilebilirlik ilkesi gereğince, yönetim performansının objektif olarak izlendiği sistemlerin oluşturulması, şirketlerin performanslarının artışına olanak sağlamaktadır. Bu şekilde Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil olan iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin değeri ve saygınlığı artacak ve kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan diğer şirketler için bir referans kaynağı olacaklardır. Bu şirketler ayrıca Türkiye'de portföy yatırımı yapacak yabancı yatırımcıların ilgisinde öncelik sahibi olacaktır. Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil olmanın şirketlere getireceği bir başka fayda da, İMKB Kotasyon ücretlerinde %50 indirim teşvikinden yararlanma olanağı sağlamasıdır. Bu uygulamanın, diğer şirketleri de Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girme konusunda teşvik etmesi ve gelecekte bu Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dayalı yeni enstrümanlar oluşturulması beklenmektedir.

Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hayata geçmesi ile birlikte yatırımcıların kurumsal yönetimi öğrenme süreci hızlanmış ve konu hakkındaki farkındalıkları artmıştır. Kurumsal yönetimin şeffaflık ilkesi gereğince, şirketlerin kamuoyu ile doğru, açık ve karşılaştırılabilir bilgi paylaşımı sağlamaları sonucunda yatırımcılar tatminkâr düzeyde kaliteli bilgiye sahip olabilmişler ve kaynaklarını etkin bir şekilde yönlendirme olanağı bulmuşlardır.

Öte yandan kurumsal yönetim ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi kavramları 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nda yapılan değişikliklerle sermaye piyasası mevzuatı dışında bankacılık mevzuatında da yer almıştır. Ayrıca TTK Tasarısında da kurumsal yönetime ilişkin bazı hükümlere yer verildiği görülmektedir. Örneğin TTK Tasarınının 1529 uncu maddesinde halka açık anonim şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmelerinin SPK tarafından yapılacağına ilişkin bir düzenlemeye yer verilmiştir. Tasarı ile kurumsal yönetime ilişkin bu ve benzer hükümler, kurumsal yönetim kavramının Türkiye'de hak ettiği öneme kavuşması ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetinin yaygınlaşması için atılan önemli adımlardır.

Türkiye’de yönetim kurulu yapısı, eşit ortaklık hakları ve şeffaflık konusunda atılması gereken önemli adımlar bulunmaktadır. Türk şirketlerinin aile şirketi olması kurumsal yönetim ilkelerinin birçoğuna uyumu zorlaştırmaktadır. Ancak sorun sadece şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri ile bağdaşmayan yapısından kaynaklanmamakta, piyasanın özellikle de küçük yatırımcının bu yönde bir talebi bulunmaması da uyumu engellemektedir. Yatırımcıların kurumsal yönetim konusundaki ilgisizliği, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmek için istekli davranmamasına sebep olmaktadır. Yurtdışında kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelerini aslen talep eden büyük kurumsal yatırımcıların Türkiye’de istenen seviyede olmamasının ve yabancı yatırımların seviyesinin düşük olmasının da, şirketlerin kurumsal yönetim uyum raporu hazırlamakta isteksiz olmasının başka bir nedeni olduğu düşünülmektedir<sup>95</sup>.

## **§ 6 – Derecelendirme Kuruluşları ve Derecelendirme ile İlgili Piyasalardaki Uygulamalar**

### **I- Derecelendirme Kuruluşları**

Derecelendirme kuruluşları, sermaye piyasalarının etkin, istikrarlı ve güvenilir biçimde çalışmasını sağlayan, özellikle piyasaya sunulan bilgileri zamanında ve doğru biçimde analiz etme konusunda yetersizlikleri bulunan bireysel, küçük tasarruf sahiplerini koruyan ve kamuyu aydınlatma fonksiyonunun işlevini kolaylaştıran sermaye piyasasının yardımcı kuruluşlarının en önemlilerinden biridir. Diğer taraftan derecelendirme kuruluşları özellikle borçlanma araçları için “geriye ödeyememe riskini” gösteren ve diğer yatırım araçları arasında kıyaslama olanağı da sağlayan derecelendirme işlevini yerine getirmektedirler<sup>96</sup>. Bir başka ifade ile derecelendirme kuruluşları yurt dışı piyasalardan borç almak isteyen ülkelerin ve şirketlerin anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirip getiremeyeceklerini

<sup>95</sup> SPK Başkanı Doğan Cansızlar’ın ISS ve İyi Şirket Danışmanlık A.Ş. “Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Paneli” Kapanış Konuşması, İstanbul 2005.

<sup>96</sup> *Ataman, A. G.:* Derecelendirme Kurumları ve Türkiye’deki Olası Rolü, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Ankara 2005, s. 4.



araştırırlar. Bunu yaparken, borçlunun borcunu ödeme gücüne sahip olup olmadığını yanı sıra, borçlarını ödemeye istekli olup olmadığını da tespit ederler.

## **1- Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Özellikleri**

Derecelendirme kuruluşları, serbest piyasalarda yatırımcıların ve diğer piyasa oyuncularının bilgi açığını kapatan araçlardır ve piyasaların etkin işleyebilmeleri için önemli bir sorumluluk üstlenmişlerdir. Derecelendirme, piyasa oyuncularına yol gösteren bir araçtır ve yatırımcıların yatırımlarını uygun gördükleri risk grubunda değerlendirebilmelerini sağlar<sup>97</sup>.

Derecelendirme kuruluşları yerli ve yabancı para cinsinden, kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerine göre, bankaları, şirketleri, finans kuruluşlarını ve ülkeleri derecelendirmektedirler. Derecelendirme raporları globalleşme sürecinde uluslararası sermayenin yönünü belirleyen unsurlardan biridir. Dünyadaki küreselleşme süreci ile birlikte mali piyasaların karmaşıklığının ve borçluların çeşitliliğinin zaman içinde artmasıyla, gerek yatırımcılar gerek düzenleyici otoriteler derecelendirme kuruluşlarının görüşlerine daha çok önem vermeye başlamışlardır. Bu nedenle, derecelendirme analizleri sermaye piyasalarının işleyişi açısından büyük önem taşımaktadır.

Derecelendirme kuruluşlarının esas amacı, ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarında şirketlerin kredi kaliteleri hakkında tutarlı ve karşılaştırılabilir standartlar sunmaktır. Bu bağlamda derecelendirme kuruluşları alternatif yatırım araçlarına ait getiri ve risklerin değerlendirmesini yaparlar, ancak tasarruf sahipleri hangi yatırımı yapacaklarına kendileri karar verirler. Dolayısıyla, derecelendirme kuruluşları, yatırımcıya menkul kıymetin satın alınması, satılması ya da elde tutulması şeklinde bir mali danışman gibi tavsiyelerde bulunmazlar. Çünkü böyle bir durum söz konusu olduğunda derecelendirme kuruluşlarının varlıklarının temelini oluşturan tarafsızlık ve bağımsızlık ilkeleri zedelenecek ve yatırımcıların bu kuruluşlara duydukları güven sarsılacaktır. Bu yüzden menkul kıymete ait bir

---

<sup>97</sup> *FitchRatings*, “Derecelendirme Nedir?”, <http://www.fitchratings.com.tr/derecelendirme.asp?id=26>, 06.11.2009.

derecelendirme, kıymetli evrakın elde tutulmasını, satılmasını ya da satın alınmasını tavsiye edecek nitelikte bir anlam taşımamakta, bunlar üzerinde işlem yapılmasını özendirerek mahiyette bir anlama gelmemektedir. Ayrıca, Seri: VIII No: 51 sayılı Tebliğin 21 inci maddesinin (1) numaralı fıkrasının (c) bendinde derecelendirme kuruluşları tarafından kamuya yapılan açıklamalarda derecelendirmenin hiçbir şekilde derecelendirmeye konu müşteri veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir tavsiye niteliğinde olmadığı hususunun açıkça belirtileceği hükme bağlanmıştır. Dolayısıyla derece kategorisi, yatırımcının tercihini, piyasa fiyatı, alternatif yatırım olanaklarının durumu gibi yatırım kararına etki eden pek çok faktörden biri olarak ele alınmalıdır<sup>98</sup>.

Derecelendirme kuruluşlarının faaliyet kapsamı, tabi oldukları düzenlemeler ve diğer özellikleri ABD’de SEC, Türkiye’de SPK ve BDDK, diğer ülkelerde de diğer sermaye piyasası denetim ve gözetim kurumları tarafından belirlenmiştir. Derecelendirme konusunda Yeni Basel uygulaması da derecelendirme kuruluşlarının genel hatları OECD tarafından belirlenen prensiplerle çalışmaya devam etmesini desteklemektedir. Bu kapsamda, BDDK tarafından yayımlanan “Bankacılık Sektörü Basel II İlerleme Raporu-Mayıs 2009”<sup>99</sup>’a göre, ülkemizdeki bankaların Basel II’ye büyük ölçüde uyum sağlamakta oldukları söylenebilir<sup>99</sup>.

Derecelendirme kuruluşlarının en önemli faydalarından birisi de ülkeye sermaye akımını sağlamalarıdır. Ülkeler uluslararası piyasalara entegre oldukça, yatırımcılar yatırım yapacakları ülkelerde iş yapmak istedikleri kurumların kredi değerliliğine ihtiyaç duyarlar. Ayrıca derecelendirme notuna sahip kurum ve kuruluşlar daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşırlar, daha fazla finansal itibara ve daha ucuz fonlanma imkânına sahip olurlar<sup>100</sup>. Zira, sağlam bir kredi notu, ihraççının

---

<sup>98</sup> Özdiñç, Ö.: Derecelendirme Sürecinde Ekonometrik Bir Değerlendirme, SPK Yayınları, Ankara 1999, s. 9.

<sup>99</sup> BDDK, “Bankacılık Sektörü Basel II İlerleme Raporu”, <http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Basel-II/6399IlerlemeRaporuMay%C4%B1s09.pdf> s. 9 vd. 06.11.2009.

<sup>100</sup> Nye, R./ Eke, S.: “Türkiye’de Kredi Derecelendirmesi”, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Mayıs 2004, s. 50.

daha düşük finansman maliyetine, daha uzun borçlanma vadesine ve artan finansal esnekliğe sahip olacağıın garantisidir<sup>101</sup>.

## **2-Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Derecelendirme Faaliyetindeki Yeri**

### **A- Piyasaya Hâkim Olan Derecelendirme Kuruluşları**

Piyasaya hâkim olan üç büyük derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bunlar, Moody's, S&P ve Fitch'tir. Moody's ve S&P derecelendirme piyasasının % 80'ini kontrol etmektedir. Fitch ise, diğer küçük derecelendirme şirketlerinin bu 2 dev şirket ile rekabet edebilmek için kurdukları bir ittifak gibidir, pazar payı % 14'tür. Piyasada genel kabul gören uygulamaya göre, derecelendirme notu değerlendirilirken iki büyük kuruluşun birinin notu veya ikisinin notları birlikte yeterli sayılır, bazen Fitch'in notu da ikincil olarak kullanılabilir, ancak Fitch'in notunun tek başına yeterli sayılması çok enderdir<sup>102</sup>. Ancak bugün itibariyle Fitch'in vermiş olduğu derecelerin, diğer iki derecelendirme kuruluşunun vermiş olduğu derecelerden herhangi bir farkı bulunmamaktadır.

Çeşitli ülkelerde, ulusal derecelendirme kuruluşları bulunmasına rağmen, bu kuruluşların kendi ülkeleri dışında vermiş oldukları dereceler yeterli kabulü görememektedir. Örneğin, Japonya resmi kurumları ve şirketleri, uluslararası derecelendirme kuruluşlarınca ülke ve firma bazında kendilerine haksız olarak düşük not verildiğini iddia etmektedirler. Japonya'nın ulusal derecelendirme şirketleri Japonya'daki kurumlara daha yüksek notlar verseler dahi, piyasaya hakim olan üç büyük derecelendirme kuruluşunun notları daha fazla itibar görmektedir. Sonuç olarak, rekabetin adil olduğu bir ortamda faaliyet göstermeyen üç büyük derecelendirme kuruluşu, Asya ve Rusya krizlerinde, Enron (2001) ve Worldcom (2002) iflaslarında ve son yaşanan global ekonomik krizde görülen olumsuz

---

<sup>101</sup> Çelik, P., a.g.e., s. 7.

<sup>102</sup> Hill, C.: Regulating the Rating Agencies, American Law and Economics Association Annual Meeting, Kent College of Law, Chicago 2004, s. 60.

gelişmelere rağmen rekabet avantajlarını uzun süre devam ettirecek gibi gözükmektedirler.

Piyasada uluslararası düzeyde kabul gören az sayıda derecelendirme kuruluşu olmasının en önemli sebebi, her tür derecelendirmeyi veren çok fazla kuruluşun olmasının (rekabeti artırsa da) piyasada kabul edilebilir itibara sahip bir not oluşması hakkında sorun oluşabilecek olmasıdır<sup>103</sup>.

Piyasada uluslararası düzeyde kabul gören az sayıda derecelendirme kuruluşu olmasının ikinci önemli sebebi, 1975 yılında ABD’de SEC tarafından bazı derecelendirme kuruluşlarının NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations - Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları) olarak tanınmasıdır. Bu statü ile ABD’de derecelendirme faaliyetinde bulunmak isteyen derecelendirme kuruluşlarına ait kriterler belirlenmektedir. Bu kriterler, “ulusal olarak tanınmış olmak”, “operasyonel yeterlilik” ve “güvenilirlik” kriterleridir. Bu çerçevede, 1934 tarihli Menkul Kıymetler ve Borsa Kanunu (Securities Exchange Act of 1934) kapsamında 3b-10 No’lu yeni bir düzenleme yapılmıştır<sup>104</sup>. Buna göre, “NRSRO” terimi, şu üç bileşene sahip olan bir kuruluşu ifade etmektedir:

- Belirli menkul kıymetler veya para piyasası araçları ile ilgili olarak borçluların kredibilitésinin güncel değerlendirmelerine ilişkin kredi notları yayınlar,
- İnanılır ve güvenilir menkul kıymet derecelendirmelerinin yayımlayıcısı olarak mali piyasalarda genel kabul görür,
- İnanılır ve güvenilir derecelendirmeleri temin etmek, olası çıkar çatışmalarını yönetmek ve halka açık olmayan bilgilerin kötüye kullanılmasını önlemek için tasarlanmış sistematik prosedürler kullanır ve o prosedürlere uyulmasını temin etmek için yeterli mali kaynaklara sahiptir.

---

<sup>103</sup> Hill, a.g.e., s. 63.

<sup>104</sup> Pinto, A. R.: Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States, Brooklyn Law School, New York 2008, s. 11-12.

Son yıllarda yaşanan ekonomik krizler üzerine ABD’de “Credit Rating Agencies Reform Act 2006” kabul edilmiştir. Bu yasa ile, SEC’in derecelendirme kuruluşlarını “NRSRO” olarak kabul etme hususundaki büyük takdir hakkı kaldırılmak suretiyle derecelendirme endüstrisindeki rekabetin önü açılmıştır. Nitekim, bu yasa ile 3 yıllık geçmişi olan ve belirli şartları taşıyan derecelendirme kuruluşlarına “NRSRO” sıfatını alabilmek için SEC’e başvurma hakkı tanınmıştır<sup>105</sup>.

2009 yılı itibariyle, SEC tarafından NRSRO olarak kabul edilen 10 tane derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. ABD sınırları içerisinde bu derecelendirme kuruluşları dışında herhangi bir derecelendirme kuruluşunun faaliyette bulunması mümkün değildir. Bunlar;

- Moody's Investor Service
- Standard & Poor's
- Fitch Ratings
- A. M. Best Company
- Dominion Bond Rating Service, Ltd
- Japan Credit Rating Agency, Ltd
- Rating&Investment Information, Inc.
- Egan-Jones Ratings Company
- LACE Financial
- Realpoint LLC

SEC, Credit Rating Agencies Reform Act 2006 yürürlüğe girdikten sonra 24 Eylül 2007 tarihinde almış olduğu kararlarla, yasada belirlenen şartları taşıyan ilk 7 derecelendirme kuruluşunu NRSRO olarak kabul etmiştir. Daha sonra, Egan-Jones Rating Company’nin başvurusu 21 Aralık 2007 tarihinde, LACE Financial Corp.’in başvurusu 11 Şubat 2008 tarihinde ve son olarak da Realpoint LLC’nin başvurusu 23 Haziran 2008 tarihinde onaylanmıştır<sup>106</sup>. Realpoint LLC, SEC tarafından NRSRO olarak kabul edilen onuncu derecelendirme kuruluşudur.

#### **a) Standard and Poor’s (S&P)**

S&P, 1941 yılında “Standard Statistics Company” ile “Poor’s Publishing Company” adlı şirketlerin birleşmesiyle oluşmuş, 1966 yılında “The McGraw-Hill

<sup>105</sup> Leone, M.: “Bush signs Rating Agency Reform Act”, <http://www.cfo.com/article.cfm/7991492> 06.11.2009.

<sup>106</sup> S&P, “Order Granting Registration Of Realpoint LLC as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization”, <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58000.pdf> 07.05.2009.

Companies” tarafından satın alınmış, ancak söz konusu kuruluşun bir iştiraki olarak hizmet vermeye devam etmiştir. S&P, New York’taki genel merkezi, Londra ve Tokyo’daki 2 bölgesel merkez ofisi ile birlikte toplam 60’a yakın ofisinde yaklaşık 6.300 çalışanı ile 20 ülke ve piyasada faaliyet göstermektedir.

S&P, finansal piyasalarda menkul kıymetleştirme işlemleri, bono garantili finansal işlemler, kredi mektubu, ABD dışındaki sigorta şirketleri, banka sahibi holding şirketleri, finansal kefalet veren şirketler ile ilgili derecelendirme yapan ilk şirkettir<sup>107</sup>.

S&P’nin şirket prensipleri aşağıda özetlenmiştir<sup>108</sup>:

— **Kalite:** Derecelendirme şirketi olarak, kendisince ulaşılabilen ve ilgili olduğunu düşündüğü tüm bilgileri değerlendirerek, sistematik bir şekilde, tarihten gelen tecrübesi ışığında, objektif kıstas ve metodolojileri uygulayarak, uzmanlardan oluşan bir komite değerlendirmesiyle süreklilik arz edecek sonuçlara varılması,

— **Denetleme ve güncelleme:** Sürekli takip ve güncel değerlendirmelerle piyasanın bilgilendirilmesi,

— **Tutarlılık:** Faaliyet gösterilen tüm piyasa ve konularda düzenlemelere uygun çalışılması, adaletli ve dürüst çalışanların istihdam edilmesi, yapılacak bağımsız değerlendirmelerden önce herhangi bir söz verilmemesi,

— **Bağımsızlık:** Olası etkilerinden dolayı herhangi bir değerlendirmenin yapılmasından kaçınılması, bağımsız ve objektif değerlendirmeyle ilgili olarak herhangi bir şirketle iş ilişkilerine girmek gibi sebeplerle ödün verilmemesi,

— **Şeffaflık ve zamanlılık:** Düzenli aralıklarla ve tüm piyasanın duyabileceği şekilde görüşlerin yayınlanması,

— **Gizli bilgilerle ilgili davranışlar:** Varılan sonucun yayınlanmasından hiçbir şekilde kaçınılmasıyla birlikte, ilgili firmanın onayı olmadan firmaya özel bilgilerin yayınlamasından kaçınılması.

Son olarak, S&P’nin kısa ve uzun vadeli kredi derecelendirme sembolleri ve bu sembollerin anlamları aşağıda ayrı ayrı verilmiştir<sup>109</sup>.

---

<sup>107</sup> S&P, “Our History”, [www.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/AboutUs](http://www.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/AboutUs) 07.05.2009.

<sup>108</sup> S&P, Standard&Poor’s Ratings Services–Code of Conduct, Ekim 2005, s. 10-11.

### - Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme Tanımları:

Aşağıdaki tabloda görülen S&P firmasının getirdiği tanımlama, menkul kıymetlerin derecelendirilmesi olmakla birlikte, genel olarak kastedilen *kısa vadeli* (vadesi bir yıldan az olan) finansman araçlarının borç ödeyebilme gücünün değerlendirilmesi işlemidir. Dereceler en yüksek kaliteli yükümlülükleri ifade eden “A-1”den, en düşük kaliteyi ifade eden “D”ye kadar çeşitli kategorilerde toplanmıştır.

<b>A-1</b>	En yüksek kategori olarak yükümlülüklerin zamanında ödenme güvenilirliğinin oldukça kuvvetli olduğunu göstermektedir.
<b>A-2</b>	Zamanında ödenme derecesinin yeterince tatmin edici olduğunu gösteren bu kategori “A-1” kategorisinden biraz daha düşük seviyeyi göstermektedir.
<b>A-3</b>	Bu gruba dâhil menkul kıymetlerin, yükümlülüklerin zamanında ödenmesi açısından yeterli bir kapasiteye sahip olduğunu göstermektedir. Ancak önceki iki kategori ile kıyaslandıklarında koşullarda meydana gelen değişimlerden biraz daha fazla etkilenebilmektedirler.
<b>B</b>	Bu dereceyi alan menkul kıymetler, anapara ve faizlerini zamanında ödeme kapasitesi yeterli düzeyde olmakla birlikte, koşullarda meydana gelebilecek kısa vadeli değişimlerden olumsuz olarak etkilenebileceklerdir.
<b>C</b>	Kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilmesinin şüpheli olduğu menkul kıymetler genellikle bu not ile derecelendirilmektedir.
<b>D</b>	Bu kategoriye dahil edilen borçların ödenme olasılığı yok denecek kadar düşüktür. Bu norm genellikle vadesinde ödenemeyen ve ödenme süresi verilmemiş borçlar için verilmektedir. S&P’s ödenme süresi verilmesi halinde bu borçların ödeneceğine inanmaktadır.

### - Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme Tanımları:

Aşağıdaki tabloda ise S&P’nin uzun vadeli (vadesi bir yıldan fazla olan) kredi derecelendirme sembol ve tanımlarına yer verilmiştir:

<b>AAA</b>	S&P’s tarafından en yüksek kaliteli kıymet olarak değerlendirilmekte ve ihraç eden kuruluşun anapara ve faizleri geri ödeme kabiliyeti son derece yüksek kabul edilmektedir.
------------	--

<sup>109</sup> S&P, “Rating Definitions”, [http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Ratings\\_Definitions.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Ratings_Definitions.pdf), s. 3-6, 06.11.2009.

<b>AA</b>	Anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti oldukça yüksek olan bu kategorideki menkul kıymetler AAA kategorisinden çok küçük bir farklılık göstermektedir. Bu dereceye sahip menkul kıymetler piyasada gerçekleşebilecek değişimlerden bir üst kategoriye göre daha fazla etkilenebilmektedirler.
<b>A</b>	Bu derecedeki menkul kıymet ihraç eden şirketlerin borçlarını geri ödeme güçleri iyi olmakla beraber, önceki kategorilere oranla piyasa koşullarındaki değişimlere karşı daha duyarlıdır. Borçlunun anapara ve faiz ödeme yeteneği ekonomik ve politik etkenlerden daha çabuk etkilenebilmektedir.
<b>BBB</b>	Bu notla derecelendirilen menkul kıymetlerde ihraççının anapara ve faiz ödeme gücü açısından yeterince güçlü olduğu kabul edilmektedir. Ancak ilk üç kategori ile kıyaslandığında ekonomik koşullarda meydana gelebilecek gelişmelerden daha fazla etkileneceği açıktır.
<b>BB</b>	Borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirebilmesi ancak ekonomik koşulların istikrarlı seyretmesi halinde mümkün olmaktadır.
<b>B</b>	Menkul kıymet ihracında bulunan kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri uzun vadede oldukça zordur.
<b>CCC</b>	Bu dereceye sahip menkul kıymet ihracında bulunan kuruluşların yükümlülüklerine ait geri ödemeyi zamanında yapabilme ihtimali oldukça zayıftır.
<b>CC</b>	Bu kategorideki menkul kıymetler oldukça yüksek bir spekülasyon özelliği arz etmektedirler. Risk ve belirsizlik oldukça fazladır ve ekonomik koşullarda oluşabilecek bir değişiklik ihraççının borçlarını geri ödemesinde oldukça ciddi problemlere yol açabilecektir.
<b>C</b>	Bu derece bir iflas talebinin kayda geçirildiği fakat kredi hizmet ödemelerinin devam ettiği durumlarda kullanılmaktadır.
<b>D</b>	Bu derece, geri ödemenin yapılamayacağını göstermektedir. Bu kategori verilen ek sürede ödemelerin yapılacağından emin olması durumu ayrık tutularak, faiz veya anapara ödemelerinin vadesinde yapılamadığı menkul kıymetler için kullanılmaktadır. "D" derecesi kredi hizmet ödemeleri tehlikeye sokulmuş ise iflas talebinin kayda alınması durumunda da kullanılmaktadır.

Yatırım derecesine sahip olan menkul kıymet ihraççılarının finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirebilme gücü yüksek, spekülasyon derecesine sahip olanların ise düşük olarak kabul edilir. Bu bağlamda yukarıdaki Tabloda yer verilen derece sembollerinden AAA, AA, A ve BBB yatırım özelliği gösterirken, BB, B, CCC, CC ve D daha çok spekülasyon özelliği göstermektedir.



S&P, “AA” derecesinden “CCC” derecesine kadar olan notları + veya – işaretlerini eklemek suretiyle çeşitlendirmektedir. (+) bir üst, (-) bir alt derecelendirme kategorisine yakınlığı ifade etmektedir. Burada amaçlanan temel derecelendirme kategorileri arasında nispi ilişkiyi ortaya koyabilmektir. Örneğin: “AA+” derecesi alan bir şirketin “AAA” derecesinden daha aşağıda bir konuma sahip olmakla birlikte “AA”nın da bir miktar daha üzerinde kredi değerliliğine sahip olduğunu göstermektedir. “-” işareti de olumsuz açıdan benzer bir yorum getirmektedir.

S&P ayrıca diğer bir takım semboller de kullanmaktadır. Örneğin “P” sembolü derecelendirmenin kesin olmadığını göstermek için kullanılmaktadır. Diğer bir ifade ile, derecelendirilen borç ile finanse edilen projenin borç ödeme gücü, bunun zamanında ve başarılı bir şekilde bitirilmesine bağlıdır. Bu derece, her ne kadar projenin zamanında ve başarılı bir şekilde bitirilmesine bağlı olarak kredi kalitesi hakkında bilgi veriyorsa da böyle bir projenin bitirilmemesi durumunda ödenmeme riski veya olasılığı hakkında herhangi bir yorum getirmemektedir. Bu nedenle yatırımcı böyle bir riskin var olabileceğini göz önünde bulundurarak kendi kararını vermek durumunda kalabilir.

S&P’nin kullandığı diğer bir sembol de teminat olarak gösterilen ilgili mevduatın hükümetçe sigortalandığını ve faizin teminat altına alındığını gösteren “L” işaretidir. “NR”, derecelendirme yapılmadığını, “P”, yapılan derecelendirmenin kesin olmadığını, “Pi” ise yapılan derecelendirmenin ihraççının sadece kamuya açık finansal verilere dayalı olarak yapıldığını belirtmek üzere kullanılmaktadır.

S&P, derecelendirme yaptığı her ülkede şirketlerin aldığı notların, hangi ülkeye ait olduğunu belirten bir ön ek koyar. Örneğin; Meksika’da derecelendirdiği bir şirkete analiz sonucunda AAA notunu uygun görmüşse, şirketin notunu “mxAAA” olarak ilan ederek, küresel bir anlam yüklemiş olur. Böylece, yatırımcı AAA notuna sahip şirketin Meksika menşeli bir şirket olduğunu bilir. Yine aynı şekilde, şirket Arjantin menşeli ise bu sefer “arAAA”, Brezilya menşeli ise “brAAA” notunu alır.

## b) Moody's Investor Service (Moody's)

Moody's en yaygın kuruluş ağına sahip olan derecelendirme kuruluşudur. 1500 şirket ile de ortaklığı bulunan Moody's, 100 civarında ülkede faaliyet göstermektedir. Bugün itibarıyla Moody's'in 100.000'e yakın şirket, devlet ve finansal kuruluşun kıymetli kâğıdını, 29.000'den fazla kamu borçlanma senedini, 12.000'e yakın şirketi derecelendirdiği belirtilmektedir<sup>110</sup>.

Moody's'in hizmet prensipleri ise aşağıdaki gibi özetlenebilir<sup>111</sup>:

- **Evrensel yaklaşım:** Geleceğe bakışın pek çok subjektif unsuru içerebilmesi dolayısıyla değişik disiplinlerde uzmanlaşmış ve değişik senaryoları değerlendirebilen uzmanların görüşlerinin gerekçeli olarak yansıtılması,
- **Kalitatif analize verilen önem:** Objektif değerlendirme için temel olarak gerçek ve sağlıklı verilerin kullanılması, ancak nihai sonucun bilgisayar değil, ilgili uzmanlar tarafından belirlenmesi,
- **Küresel Tutarlılık:** Tüm piyasalarla ilgili derecelendirme görüşlerinin karşılaştırılabilirliğinin sağlanması ve küresel veya bölgesel beklentilerin de göz önünde tutulması,
- **Nakit akışının düzeyi ve tahmin edilebilirliği:** Yükümlülüğün anapara ve faiziyle birlikte geri ödenebilmesindeki risk seviyesinin, benzer yükümlülüklerle karşılaştırılarak, ihtiyaç duyulabilecek nakit akışının gelecekte sağlanabilmesi ile ilgili kapasitenin belirlenmesi,
- **Muhafif ve birbirine zıt senaryoların değerlendirilmesi:** Yükümlülük sahibinin mevcut durumunun değişmesi durumunda oluşabilecek alternatif senaryoların üretilerek değerlendirilmesi,
- **Yerel muhasebe uygulamalarındaki ince noktaların fark edilmesi:** Dünyada kabul gören muhasebe prensipleri yanında, değişik ülkelerdeki muhasebe

---

<sup>110</sup> Moody's, "About the Company", [http://www.moodys.com/moodys/cust/AboutMoodys/AboutMoodys.aspx?topic=intro&redir\\_url=/cust/AboutMoodys/staticRedirect.asp](http://www.moodys.com/moodys/cust/AboutMoodys/AboutMoodys.aspx?topic=intro&redir_url=/cust/AboutMoodys/staticRedirect.asp) 06.11.2009.

<sup>111</sup> Moody's, "Moody's Credit Ratings", Moody's Investor Service, 1995, s. 14-15.

uygulamalarının detaylarına hâkim olunarak, sadece bilançoda gözüken rakamların değil, nakit getirisi oluşturma potansiyeli gibi verilerin de değerlendirilmesi,  
— **Sektöre özel analiz yapılması:** Sektörler arası değişebilen risk faktörlerinin detaylı olarak diğer tüm risk faktörleriyle etkileşiminin değerlendirilmesi.

Kısa vadeli ihraç edilen menkul kıymetlerin, uzun vadeli ihraç edilenlere göre risk açısından farklılık göstermesi kaçınılmazdır. Bu yüzden derecelendirme kuruluşları vadeleri bir yılı aşmayan menkul kıymetleri ayrıca değerlendirmeye almaktadırlar. Taşıdıkları risklerin özellikleri farklı olduğundan Moody's firması da S&P gibi bu kıymetler için ayrı bir derecelendirme tanımı getirmeyi tercih etmiştir. Moody's şirketinin kısa ve uzun vadeli menkul kıymetler için kullanmış olduğu derece sembolleri ve sembollerin anlamları şu şekildedir<sup>112</sup>.

#### - Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme Tanımları:

<b>P1 (Prime 1)</b>	Bu derecelendirme kapsamına giren menkul kıymetleri ihraç eden şirketler yükümlülüklerini yerine getirme konusunda son derece güçlü bir yapıya sahiptirler. P1 olarak değerlendirilen menkul kıymetleri ihraç eden kuruluşların pazar paylarının, mali yapılarının ve aktif kalitesinin yüksek olduğu kabul edilmektedir.
<b>P2 (Prime 2)</b>	Bu kategorideki kıymetleri ihraç eden şirketler de borç yükümlülüklerini zamanında yerine getirme konusunda oldukça yüksek bir kabiliyete sahiptirler.
<b>P3 (Prime 3)</b>	Sektördeki özelliklerden ve pazarın yapısındaki değişimlerden P1 ve P2 derecesine sahip menkul kıymetlere oranla daha çabuk etkilenebilen bu kıymetleri ihraç eden kuruluşların da borçlarını ödeyebilme güçleri ve likiditeleri kabul edilebilir düzeydedir.

Yukarıdaki tabloda görülen kategoriler dışında Moody's, bir de **Not Prime** diye bir tanım getirmektedir ki bu ilk üç kategoriye girebilecek niteliklere sahip olmayan ihraççılar bu tanım içerisinde değerlendirilmektedir.

#### - Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme Tanımları:

<b>Aaa</b>	Bu menkul kıymetler yatırım riski minimum olduğundan birinci sınıf olarak değerlendirilmektedir. Bu dereceye sahip menkul kıymetleri ihraç eden şirketlerin anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesi konusundaki güvenilirliği oldukça yüksektir. Bu güvenilirliği
------------	---

<sup>112</sup> Moody's, "Rating Definitions", <http://www.moodys.com> 05.05.2009.

	etkileyebilecek koşullarda meydana gelebilecek değişikliklerin, Aaa derecesine sahip menkul kıymetlerin kalitesini ve güçlü yapısını etkilemeyeceği kabul edilmektedir.
<b>Aa</b>	Bu tahvil grubu da Aaa kategorisinde yer alan tahviller kadar yüksek kaliteli kabul edilmektedir. Bu kategoriye birinci gruptan daha düşük derece verilmesinin temel nedeni piyasalardaki dalgalanmaların bu tahvilleri daha çok etkilemesinden kaynaklanmaktadır.
<b>A</b>	Bu kategorideki tahviller de yatırım açısından güvenilir tahvillerdir ve orta düzeyin üzerinde dereceye sahip menkul kıymetler olarak kabul edilmektedir. Bu kategorideki menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemeleri konusundaki yükümlülükleri yeterli düzeyde güvenilir nitelendirilmekle birlikte, gelecekte bu güvenilirliği bozabilecek unsurların ortaya çıkma ihtimalinin bulunduğu kabul edilmektedir.
<b>Baa</b>	Bu dereceye sahip tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılma olasılığı orta düzeydedir. Güvenilirlikleri mevcut durumda yeterli gözükmekle beraber şartlarda meydana gelebilecek değişimler uzun dönemde bu menkul kıymetlerin güvenilirliklerini azaltabilir veya tamamen ortadan kaldırabilir. Bu dereceye sahip kıymetler yatırım özelliklerinin yanı sıra spekülasyon özelliklerine de sahiptirler.
<b>Ba</b>	Gelecekteki durumları önceden tahmin edilemeyen bu dereceye sahip menkul kıymetler spekülasyon özellik göstermektedirler. Anapara ve faiz ödemelerinin güvenilirliği orta düzeydedir ve uzun vadede değişim gösterebilmektedir. Gelecek belirsizliği bu kategoride yer alan tahvillerin en önemli özelliğidir.
<b>B</b>	Anapara ve faiz ödemelerini yerine getirme özelliği uzun dönemde son derece düşük olan bu menkul kıymetler, spekülasyon özellik göstermektedir. Yatırım özellikleri ise son derece düşüktür.
<b>Caa</b>	Bu menkul kıymetlerin yani geri ödenmeme riski son derece yüksektir. Bu nedenle güvenilirlikleri son derece zayıf olarak kabul edilmektedir.
<b>Ca</b>	Ca derecesi almış menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemeleri genellikle yapılamadığından son derece spekülasyonlardır.
<b>C</b>	En düşük dereceye sahip kıymetler olup, tamamen spekülasyonlardır ve gerçek bir yatırım özelliği taşımamaktadırlar

Moody's firması bazen yukarıdaki derece sembollerinin yanına 1, 2, 3 sayılarını eklemek suretiyle grup içindeki en iyiyi ve en kötüyü vurgulayabilmektedir. "1" rakamı kategorideki en üst düzeyi, "2" rakamı orta düzeyi, "3" rakamı da düşük düzeyi ifade etmektedir.

#### **- Bankaların Finansal Güç Derecelendirmesi Tanımları:**

Bankaların finansal güç derecelendirmesinde A, B, C, D ve E şeklinde semboller kullanılmaktadır.

<b>A</b>	A ile derecelendirilen bankaların olağanüstü güçlü bir finansal yapıları vardır. Kural olarak bunlar büyük bankalar olup, etkin bir hizmet yapısına ve işletme franchise'ına sahiptirler. Ayrıca finansal olarak oldukça güçlü bir temelde, önceden kestirilebilmesi kuvvetle muhtemel ve istikrarlı bir faaliyet çevresinde çalışmaktadırlar.
<b>B</b>	B ile derecelendirilen bankalar da finansal olarak güçlüdürler. Bu bankalar etkin bir hizmet yapısı ve işletme franchise'ına sahip olup, finansal olarak güçlü bir temelde, önceden kestirilebilir ve istikrarlı bir faaliyet çevresinde çalışmaktadırlar.
<b>C</b>	Derecesi C olan bankaların finansal gücü yeterli düzeydedir. Bu bankaların tipik özelliği, daha sınırlı olmakla birlikte önemli bir hizmet yapısı ve işletme franchise'ına sahip olmalarıdır. Kabul edilebilir bir finansal temelde ve istikrarlı bir faaliyet çevresinde hizmet sunabildikleri gibi, ortalamanın üstünde bir finansal temelde ancak daha az istikrarlı ve gelişmelerin önceden tahmin edilebileceği bir faaliyet çevresinde de hizmetlerini yürütebilirler.
<b>D</b>	D ile derecelendirilen bankalar, zaman zaman potansiyel olarak dış desteğe ihtiyaç duyulabilecek vasat bir finansal güce sahiptirler.
<b>E</b>	Derecesi E olan bankalar ise, çok zayıf bir finansal güce sahip olup, yüksek olasılıkla belirli aralıklarla dış desteğe ihtiyaç duyan veya nihai olarak dış yardım alması gereken bir görünüm arz etmektedirler.

Ayrıca, bu sembollerle birlikte (+) ve (-) işaretleri kullanılmaktadır. (+) bir üst, (-) ise bir alt derecelendirme kategorisine yakınlığı ifade etmektedir.

### c) Fitch Ratings (Fitch)

Fitch, piyasaya hâkim üç büyük uluslararası derecelendirme kuruluşundan biridir. Fitch, 1992 yılında Fransa'da kurulmuş olup, dünya genelinde ofis sayısı 49'dur. Fitch, genel merkezi Paris'te bulunan uluslararası iş destek sistemleri grubu "Fimalac, S.A."ya ait bir kuruluştur. Fitch Ratings 1997 yılında bir İngiliz Firması olan IBCA ile birleşmiş, daha sonra Haziran 2000'de Duff&Phelps'i satın almıştır. Fitch'in günümüzde derecelendirdiği 3.100 finansal kurumun 1.600'ü banka, 1.400'ü sigorta şirketi, diğerleri ise leasing ve faktoring şirketleri gibi diğer finansal şirketlerdir. Fitch, finansal kurumlar dışında 1.200 şirketi, 45.000 yerel yönetimi ve 89 ülkeyi de derecelendirmektedir<sup>113</sup>.

<sup>113</sup> *FitchRatings*, "The History of FitchRatings", [www.fitchratings.com/corporate/aboutFitch.cfm?detail=3](http://www.fitchratings.com/corporate/aboutFitch.cfm?detail=3) 07.05.2009.

Ayrıca bono, kredi, fon, proje finansmanı ve yapılandırılmış finansman ürünlerine özgül kredi risklerini derecelendirmektedir<sup>114</sup>.

Fitch Türkiye Ofisi, kurulduğu 1999 yılından beri Türkiye’de derecelendirme hizmeti vermektedir. Türkiye’de ofisi olan tek uluslararası derecelendirme kuruluşu olan Fitch Kasım 2007 tarihi itibari ile Türkiye’de 21 banka, 3 katılım bankası, 2 sigorta şirketi, 4 faktoring, 3 finansal kiralama şirketi, 2 portföy yönetim şirketi, 1 gayrimenkul yatırım ortaklığı, 3 belediye ve 24 kurumsal firmaya kredi notu vermiştir. Bununla birlikte Fitch’in Türkiye ofisi, hem Türkiye’de hem de bölge ülkelerinde (Azerbaycan, Romanya ve Özbekistan) farklı alanlardaki birçok kurum ve kuruluşun kredi incelemelerini gerçekleştirmektedir<sup>115</sup>.

Fitch önde gelen bir kredi derecelendirme kuruluşu olarak dünyadaki kredi piyasalarına doğru, zamanında ve gerçekleşmesi muhtemel kredi fikirlerini sunmaktadır. 1990’lardan itibaren organik büyüme ve stratejik şirket satın almaları yoluyla Fitch, dünya çapında ve sabit getiri pazarlarında güçlü bir yer edinerek hızlı bir şekilde büyümüştür.

Fitch’in hizmet prensipleri de aşağıdaki gibi özetlenebilir<sup>117</sup>:

- **Tutarlılık:** Tüm dünyada derecelendirme kriterlerinin ve metodolojilerinin tutarlı olarak uygulanması,
- **Risk algılaması:** Tüm sektörlerdeki ekonomik ortamların sistematik olarak takip edilerek, kapsamlı ve beklentilere yönelik analizlerin yapılması,
- **Öngörüye yönelik analiz:** Piyasalardaki gelişmelerin yakından takip edilerek olası etkilerin düzenli olarak revize edilmesi,
- **Araştırma imkânları:** Araştırma yapmak isteyen kişi ve kuruluşlar için günlük ve aylık olarak güncellenen veri sunumu,

---

<sup>114</sup> FitchRatings, “Tarihçe”, <http://www.fitchratings.com.tr/kurumsal.asp> 06/11/2009.

<sup>115</sup> FitchRatings, “Tarihçe”, <http://www.fitchratings.com.tr/kurumsal.asp> 06/11/2009.

<sup>117</sup> FitchRatings, “Ratings Delivery Service”, <http://www.fitchtraining.com/en/About-Us.aspx> 07.05.2009.

- Müşteriye yönelik içerik:** Değerlendirilen tüm kurumlar için tüm değerlendirmelerde gerekli detay ve bilgilendirmenin yapılması,
- **Kanunlara uygunluk:** SEC ve dünyadaki diğer gözetim kuruluşları tarafından belirlenen düzenleme ve denetim standartlarını uygunluk açılarından tanıma,
- **Operasyonel performans:** Esnek ve düzenli tutulan kayıtlar sayesinde sağlıklı veriye elektronik ortamda ulaşma imkânı,
- **Risk yönetimi:** Risk modeli hesaplamaları için kullanılan en doğru ve güncel kredi derecelerinin sunumu.

Diğer taraftan, Fitch'in kısa ve uzun vadeli kredi derecelendirme sembolleri ve bu sembollerin anlamları aşağıda ayrı ayrı verilmiştir<sup>118</sup>:

#### - Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları

Bu gruptaki derecelendirme kategorileri de yerli ve yabancı para birimleri için geçerlidir. Kısa vadeli derecelendirme, vadesi on iki aydan daha az olan borçları kapsar ve finansal taahhütleri zamanında yerine getirmek için gerekli olan likidite üzerinde yoğunlaşmaktadır.

<i>En yüksek kredi kalitesi</i> <b>F1</b>	Finansal yükümlülükleri zamanında ödeyebilme kapasitesinin oldukça güçlü olduğunu gösterir. Ek olarak "+" işaretinin bulunması kabul edilebilir düzeyde güçlü bir kredi durumunu ifade eder.
<i>İyi kredi kalitesi</i> <b>F2</b>	Finansal yükümlülükleri zamanında ödeyebilmek için tatmin edici bir kapasitedir. Fakat güvenlik marjı bir üst derece düzeyi kadar yüksek değildir.
<i>Yeterli kredi kalitesi</i> <b>F3</b>	Finansal yükümlülükleri zamanında ödeyebilme kapasitesi yeterli olmakla birlikte, kısa vadedeki olumsuz değişiklikler, yatırım derecesi olmayan kategoriye düşülmesine neden olabilir.
<i>Spekülatif</i> <b>B</b>	Finansal yükümlülükleri zamanında ödeyebilme kapasitesi minimum düzeyde olup, mali ve ekonomik şartlarda yakın dönemde meydana gelebilecek olumsuz değişikliklerden zarar görebilir.

<sup>118</sup> *FitchRatings*, "Rating Definitions" <http://www.fitchratings.com> 05.05.2009 ve "Derecelendirme Tanımları" [http://www.fitchratings.com.tr/ftp/notlar/fnt\\_21.pdf](http://www.fitchratings.com.tr/ftp/notlar/fnt_21.pdf), s. 3-4, 06.11.2009.

<i>Yüksek ödeyememe riski</i> <b>C</b>	Ödeyememe riski mevcuttur. Bunun dışında finansal yükümlülükleri karşılama kapasitesi sürekli, elverişli bir işletme çevresine ve ekonomik şartlara bağlıdır.
<i>Ödeyememe</i> <b>D</b>	Çok yakında gerçekleşebilecek bir ödeyememe durumunu gösterir.

**- Uzun Vadeli Derecelendirme Tanımları:**

Uzun vadeli derecelendirme, vadesi on iki aydan daha fazla olan borçları kapsar ve uzun vadeli derecelendirme notları da döviz ve yerel para birimleri için geçerlidir.

<i>En yüksek kredi kalitesi</i> <b>AAA</b>	En düşük kredi riski beklentisini belirlemektedir. Sadece istisnai finans kapasitesi bulunan ve ödeme taahhütünü zamanında yerine getirenlere işaret eder. Bu finans kapasitesinin, değişen iş ve ekonomik gelişmelerden etkilenmesi beklenmez ve risk unsurları yok denecek düzeydedir.
<i>Çok yüksek kredi kalitesi</i> <b>AA</b>	Çok düşük kredi riski beklentisini belirlemektedir. Ödeme yükümlülüklerini zamanında karşılama kapasitesi çok güçlü olanlara işaret eder. Bu kapasite değişen iş ve ekonomik koşullardan az etkilenebilir, risk unsuru düşüktür.
<i>Yüksek Kredi Kalitesi</i> <b>A</b>	Düşük kredi riski beklentisini belirlemektedir. Ödeme yükümlülüklerini zamanında karşılama kapasitesi güçlüdür. Fakat, bu kapasite, değişen iş ve ekonomik koşullara karşı hassastır. Risk unsuru içerir.
<i>İyi Kredi Kalitesi</i> <b>BBB</b>	Güncel olarak düşük kredi riski beklentisini belirlemektedir. Ödeme yükümlülüklerini zamanında karşılama kapasitesi yeterlidir ancak, iş ve ekonomik koşullardaki değişimlerden zarar görebilir. Bu not, kategorisinde, en düşük yatırım notu olarak yer alır.
<i>Spekülatif</i> <b>BB</b>	Kredi riskinin oluşabileceğini, özellikle zamanla ekonomideki olumsuz gelişmelerden etkilenilebileceğini gösterir. Fakat, iş ve finansal alternatifler finansal yükümlülüklerini yerine getirmeye yetebilir. Bu kategoride değerlendirilen, tahvil ve senetler yatırım kategorisinde değildirler.
<i>Çok fazla Spekülatif</i> <b>B</b>	Kredi riskinin kayda değer düzeyde var olduğunu ve sınırlı düzeyde bir güven marjının olduğunu gösterir. Güncel olarak finansal yükümlülüklerini karşılayabilir; fakat, düzenli ödemeleri gerçekleştirilme kapasitesi, iş ve ekonomik koşulların elverişli



	olmasına bağlıdır.
<i>Yüksek ödeyememe riski</i> <b>CCC, CC, C</b>	Finansal yükümlülüğünü yerine getirememesi olasıdır. Yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi yalnızca iş ve ekonomik gelişmelerin elverişli olmasına bağlıdır. ‘CC’ notu finansal yükümlülüğü yerine getirememesinin olası olduğuna işaret eder. ‘C’ notu ise, yükümlülüğünün yerine getirilemeyeceğine sinyaldir.
<i>Ödeyememe</i> <b>DDD, DD, D</b>	Bu kategoride yer alanların yükümlülüklerini yerine getirmeleri yükümlünün, yeniden yapılandırılması sonucu, kısmen veya tamamen düzelmesine veya likidasyonuna bağlıdır. Yükümlülüklerini tekrar yerine getirmeye başlaması konusundaki olasılıklar çok kesin olarak tespit edilememekle birlikte genel olarak, ‘DDD’ en yüksek düzelme oranına işaret eder, borç tutarı ve birikmiş faizin 90% - 100% olasılıkla geri ödenebileceğine dolayısıyla, ‘DD’ düzelme potansiyelinin 50% - 90% olduğuna, ‘D’ ise düzelme potansiyelinin 50%’nin altında olduğuna işaret eder. Bu kategoride yer alanlar, yükümlülüklerinin bir kısmını veya tamamını yerine getirememiştir. ‘DDD’ notuna sahip olanların, yeniden yapılanmasa da, yapılanmasa da, performanslarında yüksek düzeyde düzelme olasılığı vardır. ‘DD’ ve ‘D’ notuna sahip olanlar, genellikle formel bir yeniden yapılanma veya likidasyon sürecindedir. ‘DD’ notuna sahip olanlar yükümlülüklerinin önemli bölümünü karşılayabilmeye uygun iken, ‘D’ alanların yükümlülüklerini geri ödemesi düşük bir ihtimaldir.

Son olarak, uluslararası finans piyasalarında en çok kabul gören üç derecelendirme kuruluşunun, kullanmış olduğu derece sembollerinin Basel Bankacılık Denetim Komitesi (Basel Committee on Banking Supervision-BCBS<sup>119</sup>) eşleştirilmesi aşağıdaki tabloda verilmiştir.

<sup>119</sup> Basel Bankacılık Denetim Komitesi, İsviçre’nin Basel kentinde yerleşik Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) bünyesinde faaliyet gösteren, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları ve bankacılık denetim otoritelerinden yetkililerin katılımıyla oluşturulan ve bankacılık konusunda istişari mahiyetli olarak uluslararası standartları yayımlayan komitedir. (“Basel Committee on Banking Supervision”, <http://www.bis.org/bcbs/qis/qis3inst.pdf> 07.05.2009.) BDDK, 05.06.2009 tarihinde yayımladığı basın açıklamasında, Komite’nin 25/05/2009 tarihli davet mektubu ile Basel Bankacılık Denetim Komitesi üyeliğine kabul edildiğini açıklamıştır.

Standard & Poor's	Moody's	Fitch IBCA
AAA	Aaa	AAA
AA+	Aa1	AA+
AA	Aa2	AA
AA-	Aa3	AA-
A+	A1	A+
A	A2	A
A-	A3	A-
BBB+	Baa1	BBB+
BBB	Baa2	BBB
BBB-	Baa3	BBB-
BB+	Ba1	BB+
BB	Ba2	BB
BB-	Ba3	BB-
B+	B1	B+
B	B2	B
B-	B3	B-
CCC+	Caal	CCC+
CCC	Caa2	CCC
CCC-	Caa3	CCC-
CC	Ca	CC
C	C	C
D		D

## B- Diğer Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları

BIS verilerine göre günümüzde 150 civarında derecelendirme kuruluşu dünyanın çeşitli yerlerinde faaliyet göstermektedir. Bunlardan en büyük 28 derecelendirme kuruluşu G 10 ülkelerinde kuruludur.

1976 yılında kurulan ve SEC tarafından "NRSRO" olarak kabul edilen "DBRS" ( Dominion Bond Rating Service ), Toronto merkezli olup şirket ve devlet borçlanma senetleri derecelendirmesi yapan bir kuruluştur. Aynı şekilde "NRSRO" statüsünde bulunan "A.M. Best" 1899'da Alfred M. Best tarafından New York'ta kurulmuş, özellikle sigorta şirketlerinin borçlanma senetleri ve diğer menkul kıymetlerini derecelendirmekte uzmanlaşmış bir kuruluştur.

Uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren diğer bir önemli derecelendirme şirketi ise merkezi Tokyo olan JCR (Japan Credit Rating Agency)'dir. 1985 yılından kurulan JCR, 70'in üzerinde ülkede faaliyet göstermektedir. JCR, 24 Eylül 2007 tarihinde SEC tarafından "NRSRO" olarak kabul edilmiştir. Japonya'da bulunan diğer derecelendirme şirketleri ise 1975'te kurulan JBRI (Japan Bond Research Institute) ve 1985'te kurulan NIS (Nippon Investor Service Inc.) olup, bu iki şirket de 2003 yılında R&I (Rating&Investment Information, Inc) adı altında birleşmişlerdir<sup>120</sup>. R&I de, 24 Eylül 2007 tarihinde SEC tarafından "NRSRO" olarak kabul edilmiştir.

2000 yılında Fitch Ratings tarafından satın alınan "Duff&Phelps Credit Rating Company"'nin merkezi Chicago olup, 1980 yılında kurulmuştur.

New York merkezli "Thomson Bankwatch" 1974 yılında banka kredisi alan şirketlere yönelik ve finansal endüstrilerin izlendiği bir şirket olarak kurulmuştur. Şirket 1991 yılında Londra'da bir şube açmış ve merkezi Hong Kong olan "Capital Information Service"'i almıştır. 2000 yılında FitchRatings tarafından satın alınmıştır.

1997'de Fitch Ratings ile birleşen Avrupa kökenli bir derecelendirme şirketi olan "IBCA" 1978 yılında Londra'da kurulmuştur. Şirket, bankaların derecelendirilmesinde uluslararası alanda uzmanlaşmıştır. 1985 yılında New York şubelerini açan şirket, ABD menşeli ticari ve yatırım bankalarını da derecelendirmeye başlamış, daha sonraki yıllarda da tüm temel şirket ihraçlarını kapsayan ayrı bir bölüm kurmuştur.

Son olarak DBRS dışında Kanada'da derecelendirme alanında faaliyet gösteren şirketlerden en tanınmış 1972 yılında kurulmuş olan "Canadian Bond Rating Company"dir. Şirket 2000 yılında Kanada'daki faaliyetlerini S&P ile birleştirme kararı almıştır.

---

<sup>120</sup> Mukatel, L. A.: Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerinde Bir Model Denemesi, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul 2006, s. 56.

### 3- Derecelendirme Kuruluşlarının Ücret Politikaları

Derecelendirme kuruluşları başlangıçta, değerlendirdikleri şirketlerden yapmış oldukları faaliyet için herhangi bir ücret talep etmek yerine, yaptıkları derecelendirme işlemlerini yayıncılıktan kazandıkları gelir ile finanse etmişlerdir. Ancak daha sonra bu gelirler yetersiz olmaya başlamış, zaman içerisinde derecelendirme işlemine olan talebin ve rekabetin de hızla artması sonucu derecelendirme kuruluşları derecelendirdikleri şirketlerden ücret talep etmeye başlamışlardır<sup>121</sup>.

1970 yılında Moody's ve Fitch, birkaç yıl sonra da S&P menkul kıymet ihraç eden şirketlerden ücret talep etmişlerdir<sup>122</sup>. S&P, 1968 yılında, yerel yönetim kuruluşları tarafından ihraç edilen tahvillerden ücret almıştır. Genel olarak derecelendirilen şirketlerin yaptığı ödemeler, derecelendirme kuruluşlarının gelirlerinin yaklaşık %90'ını oluşturmaktadır<sup>123</sup>.

Derecelendirme işlemi genel olarak finansman ihtiyacında olan şirket veya kuruluşun borçlanma gücünü gösteren bir nitelik taşıması nedeniyle bu kuruluştan gelen talep üzerine yapılmaktadır. Bu nedenle bu hizmetin sağlanmasının karşılığında talep edilecek ücret, ihraççı kuruluşlar tarafından karşılanmakta olup, yatırımcıların maliyete katlanması söz konusu olmamaktadır. Bununla birlikte, derecelendirme kuruluşları yatırımcıların taleplerine cevap vermek amacıyla kendi insiyatifleriyle de derecelendirme yapmaktadırlar. Hatta bu kuruluşlar pek çok ülkenin derecesini herhangi bir talep olmaksızın yapmakta ve uluslararası piyasalara duyurmaktadır<sup>124</sup>. Dolayısıyla, talep olmaksızın yapılan derecelendirme işlemi için herhangi bir ücret talebi söz konusu olmamaktadır.

---

<sup>121</sup> Babuşçu, a.g.e., s. 31.

<sup>122</sup> White, L. J.: The Credit Rating Industry: An Industrial Organisation Analysis, New York 2001, s. 14.

<sup>123</sup> Yanar, İ.: Derecelendirme (Rating) Faaliyeti ve Bankaların Derecelendirilmesi İşlemlerinin Analizi, İnceleme Raporu No:22, TCMB, Teftiş Kurulu Başkanlığı, Ankara 2002, s. 18.

<sup>124</sup> Çelik, P., a.g.e., s. 16.

Derecelendirme kuruluşları, ihraç edilen menkul kıymetlerin büyüklüğüne ve çeşidine göre değişiklik gösteren ücret almakla birlikte, genel olarak ücretlerin bu işlemde sağlanan fayda ile kıyaslandığında oldukça düşük kaldığı söylenebilir. Derecelendirme ücretleri yeni ihraç edilen menkul kıymetlerde ihraç tutarının onbinde 2'si ile 3'ü arasında değişmektedir<sup>125</sup>.

Konuya ilişkin olarak, S&P firmasının 2009 yılına ilişkin ücret politikası<sup>126</sup> incelendiğinde, S&P'nin bir kredi derecelendirmesinin değerlendirilmesiyle sonuçlanabilecek analitik faaliyetlerde bulunmanın karşılığında bir telafi ücreti alacağı belirtilmektedir. S&P tarafından yapılan açıklamada, bu telafi ücretinin hisse senedini sunan tarafından ya da hisse senedinin pazarlanmasına katılan üçüncü bir kişi tarafından ödeneceği açık bir şekilde ifade edilmiştir.

Söz konusu açıklamada S&P'nin derecelendirme hizmeti dolayısıyla ücret almasının müşteriye verilecek notta ya da analiz veya derecelendirme düşüncesinde etkili bir faktör olmadığı vurgulanmıştır.

S&P tarafından yapılan açıklamada aynen “*S&P'nin ücret yapıları ve oranları ücret planlarında özetlenmektedir. Bu planlar bir derecelendirme notu ortaya konulmadan önce müşteriye iletilir. Ücretlerin miktarları net olarak belirlenirken yapılan derecelendirmenin tipi ve derecelendirilen borç sunumunun ana miktarı gibi değişik faktörler göz önünde bulundurulmaktadır. Fakat göz önünde bulundurulmuş faktörler bunlarla sınırlı değildir. Derecelendirme talep eden hisse senedi ihraç edenlerin bazıları, bazı ürün tipleri veya kompleks ya da benzeri bulunmayan yapılar için S&P ek analitik çalışma yürüttüğü için ek ücret değerlendirmesi yapma hakkına sahiptir.*” ifadelerine yer verilmiştir.

Ayrıca bahse konu açıklamada S&P, hizmet talep edenlerden ya da üçüncü taraflardan, derecelendirmeleri ve ilgili analiz ve yorumları elektronik ya da yazılı abonman hizmetlerinde yayınlamak veya ilgili materyalleri web sayfasında

---

<sup>125</sup> Babuşçu, a.g.e., s. 32.

<sup>126</sup> S&P, “Ratings Fees 2009”, <http://www.standardandpoors.com/spf/csv/equity/RatingsFees2009.pdf> 25.05.2009.

yayınlamak gibi derecelendirmelerin yayılması yönündeki hizmetler için ücret alınmayacağı ancak; yayınlama, software ve bilgilendirme ürünleri için abonmanlık ve lisans ücreti alınacağı belirtilmektedir.

### **Standard&Poor's'un ABD Derecelendirme Ücretleri Açıklaması**

#### Şirketler (endüstriyel ve finansal hizmet şirketlerini kapsar)

- İşlemlerin çoğu için 4.25 temel puana kadar en düşük ücret \$70.000 civarındadır.

#### Kamu Finansı:

- Sektöre, miktara, yapıya ve işlemin kompleksliğine göre değişir.
- Ücretler genellikle \$2.500 ile \$350.000 arasında değişir.
- Bazı büyük işlemlerde (>\$500milyon) ücretlere duruma göre karar verilir.

#### Ülkeler:

- Ücretler genel olarak \$60.000 ile \$100.000 arasında değişir.

#### Yapılandırılmış Finansman:

- Ücretler 12 temel puana kadar değişir.

#### Kompleks İşlemler:

- Daha kompleks işlemler için daha yüksek ücretler uygulanır.

#### Devamlı müşteriler ve çok yıllık ücret düzenlemesi:

- S&P uzun süreli derecelendirme hizmeti anlaşması talep eden değer sahipleri ve diğer varlıklar için alternatif ücret düzenlemeleri düşünecektir. Varlıklar bu tür ücret düzenlemelerini nitelendirilmesine ilişkin bilgi talep edebilir<sup>127</sup>.

Finans piyasalarında, derecelendirme faaliyeti için yüksek ücret alınmasının derecelendirme kuruluşlarını ihraççıya hak ettiğiinden daha yüksek not vermeye yönelttiği eleştirisi yapılmaktadır. Ancak derecelendirme kuruluşları, itibarlarını korumak için yüksek kalitede doğru derecelendirme yapmanın onlar için en önemli insiyatif olduğunu belirtmektedirler<sup>128</sup>. Eğer, tasarruf sahipleri derecelendirme kuruluşlarına karşı güvenlerini kaybederlerse, ihraççı da not alarak fonlama

<sup>127</sup> S&P, söz konusu ücretleri değiştirme hakkını saklı tutmaktadır. Bu açıklama son olarak 12.01.2009 tarihinde güncellenmiştir.

<sup>128</sup> IMF, International Capital Markets: Development, Prospects and Key Policies Issues, Washington, Eylül 1999, s. 27.

maliyetini düşüreceği inancını kaybedecektir. Dolayısıyla derecelendirme kuruluşları sermayeleri olan güvenilirliklerini kısa dönemli kazançlarla değişmeyi tercih etmemektedirler<sup>129</sup>.

Son olarak bahse konu eleştirinin, özellikle talep üzerine yapılan derecelendirme sözleşmelerinde, müşteriden derecelendirme ücreti olarak alınan paranın yıllık kazancın belirli bir yüzdesini aşması (örneğin %10'unu) halinde bu müşterilerin isimlerinin açıklanılması suretiyle bertaraf edebileceğini düşünmekteyiz.

## **II- Basel II Kapsamında Derecelendirme Kavramı ve Basel II'nin Ülkemize Muhtemel Etkileri**

Basel II, bankaların sermaye yeterliliklerinin ölçülmesine ve değerlendirilmesine ilişkin olarak Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS) tarafından yayımlanan standartlar bütünüdür. İlk kez 1988'de yayımlanan Basel I bankacılık kriterlerinin ardından günümüzün finansal şartlarına daha uygun olan, risk yönetiminin yanı sıra bankaların kurumsal yönetim hususunda da gelişimini destekleyen ve Basel II adı verilen yeni sermaye uzlaşısı 2004 yılının Haziran ayında Basel Komitesi tarafından yayımlanmıştır<sup>130</sup>. Basel II kapsamında, kredi riski; banka ile kredi ilişkisinde bulunan her bir tarafın risk derecelendirme notu bulunmasına ve bu kalite notuna denk düşen bir risk ağırlığı ile değerlendirilmesi esasına dayanmaktadır<sup>131</sup>.

Basel II düzenlemesi, gerek kapsamı gerek içeriğindeki teknik hususlar dikkate alındığında bankacılık faaliyetleri ile bunların düzenlenmesi ve denetlenmesi açısından köklü değişiklikler getiren uluslararası bir standarttır ve Basel Komitesi tarafından şimdiye kadar yürütülen en kapsamlı proje niteliğindedir. Bu özelliği ile başta bankalar ve bankacılık denetim otoriteleri olmak üzere, bankalar ile iş ilişkisi içinde bulunan tüm taraflar (kurumsal ve bireysel müşteriler, derecelendirme kuruluşları, veri sağlayıcı şirketler vb.) ve ülke ekonomileri üzerinde önemli

---

<sup>129</sup> Çelik, P., a.g.e., s. 17.

<sup>130</sup> İmişiker, S.: Basel II ve Piyasalarımıza Olası Etkisi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2005, s. 9.

<sup>131</sup> Yalkın, a.g.e., s. 11.

etkilerinin olması beklenmektedir. Bu kesimler içerisinde Basel II'nin muhtemel etkilerinin en çok tartışıldığı kesim küçük ve orta büyüklükteki işletmelerdir (KOBİ). Bunda KOBİ'lerin ülke ekonomileri için kritik bir konumda bulunması, bunların Basel II'de yer alan bazı avantajlı uygulamalardan faydalanmasının diğer şirketlere göre daha zor olması ve Basel II'ye ilişkin ilk taslak metinlerdeki hükümlerin KOBİ kredilerine ilişkin bazı dezavantajlar içermesi hususlarının etkili olduğunu söylemek mümkündür<sup>132</sup>.

Bankalar, kredi tahsis etmeden önce, kredi talebinde bulunan gerçek ve/veya tüzel kişilerin finansal ve ekonomik durumlarını incelemek suretiyle, kredi riskinin minimize etmeye çalışmaktadır. Bankalar hali hazırda bu işlevi mali tahlil ve istihbarat birimlerinin hazırladığı; kredi talebinde bulunan mali tablolarının incelenmesini, ilgili firmanın geçmiş, cari ve özellikle gelecekteki sonuçlarını, performansını etkilemiş ve etkileyebilecek tüm faktörlerin değerlendirmesini de içeren, müşterinin krediye yaraşırılığını ölçen mali tahlil ve istihbarat raporları aracılığı ile gerçekleştirmektedir. Ülkemizde de bankalar hali hazırda kredi tahsis süreci içinde öncelikli olarak kredi açılacak firmalara ilişkin mali tahlil ve istihbarat raporlarını dikkate almaktadır. Buna karşın; Basel II uygulamaların başlaması ile, Basel II gerekleri uyarınca bankaların kredi tahsis sürecinde derecelendirme notları önem kazanacaktır<sup>133</sup>. Bankalarda mali tahlil ve istihbarat raporların hazırlanmasında da, derecelendirme yapılırken de ana çerçeve olarak benzer kriterlerden yararlanılmakta ve borçlunun borç ödeme kabiliyeti ölçülmektedir. Bu kapsamda Basel II uygulamalarına geçilmesi ve kredi açılırken derecelendirme notlarının dikkate alınması ile birlikte, bankaların mali tahlil ve istihbarat birimlerinin aynı işlevi yerine getirmesi nedeniyle, farklı roller üstleneceği düşünülmektedir.

Derecelendirmenin en yeni ve popüler kullanımı bankaların sermaye yeterliliklerinin hesaplanmasında kullanılmaya başlanmış olmasıdır. Basel II'de bankaların sağlıklı ve etkin olarak çalışması için kendi iç kontrol ve yönetim sistemleri ile denetim işlevi konularına yer verilmektedir. Basel II, bir bankanın yasal

---

<sup>132</sup> *Yüksel, A.*: Basel II'nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri, BDDK Araştırma Raporu, Ankara 2005, s. 17.

<sup>133</sup> *Yalkın, a.g.e.*, s. 150.



olarak bulundurması gereken sermayenin, o bankanın varlıklarının risk ağırlıklarına göre hesaplanması esasını getirmeyi amaçlamaktadır. Kredi derecelendirmenin rolü ise sermaye yeterliliği hesabında söz konusu risk ağırlıklarının hesaplanmasında devreye girmektedir.

Basel II'de öngörülen kredi riski ölçüm yöntemlerinin kullanılmasında iki farklı etken göz önünde bulundurulmaktadır. Öncelikle borçlunun kredi değerliliği (mali tablo analizleri, mali performans öngörülerini, kalitatif değerler), sonra kredi işlem riskini belirleyen teminat, garanti, kredi türevleri ve/veya netleşme anlaşmaları gibi unsurlar dikkate alınarak sermaye yükümlülüğü hesaplanmaktadır. Kredi riskinin hesaplanması için, Standart Yaklaşım (Standardised Approach), Basitleştirilmiş Standart Yaklaşım (Simplified Standardised Approach), Temel İçsel Derecelendirme Yaklaşımı (Foundation Internal Ratings Based), Gelişmiş İçsel Derecelendirme Yaklaşımı (Advanced Internal Ratings Based) olmak üzere dört farklı metot belirlenmiştir. Ülkemizde, Standart Yaklaşım'ın 2008 yılının Ocak ayında, İçsel Derecelendirme Yaklaşımı'nın ise 2009 yılının Ocak ayında uygulanmaya başlaması planlanmıştır<sup>134</sup>. Ancak, denetim otoritesi olarak BDDK, 01.01.2009 tarihinde yürürlüğe girmesi planlanan Basel II uygulamasının, ileri bir tarihe ertelenmesine karar vermiştir<sup>135</sup>.

Bu çerçevede Basel II ile gelen sermaye yeterliliği hesaplamaları için ülkelerin banka denetim ve gözetiminden sorumlu organlar tarafından seçilecek derecelendirme kuruluşlarının seçilebilme için bazı kıstaslar belirlenmiştir. Bunlar, tarafsızlık, bağımsızlık, uluslararası erişim ve şeffaflık, yeterli kaynağa sahip olmak ve güvenilirlik olarak sıralanabilir<sup>136</sup>.

<sup>134</sup> TBB, Basel II'nin KOBİ'lere Etkisi, Bankacılar Dergisi S. 58, İstanbul 2006, s. 7.

<sup>135</sup> BDDK tarafından yapılan 25.06.2008 tarihli Basın Açıklaması: "...son dönemde uluslararası finansal piyasalarda yaşanan sebepleri ve etkileri derin ve belirsiz gelişmeler ışığında özellikle sekürütizasyon ve likidite riski açılarından Basel-II uzlaşısında eksiklikler tespit edilmiştir. Söz konusu eksikliklerin giderilmesi amacıyla ilgili dokümanlarda değişiklik çalışmalarının uluslararası düzeyde devam ettiği bilinmektedir. Bahsi geçen değişiklik çalışmaları yanında, uygulama sonuçları bu süreçte oldukça önemli olan Türk Ticaret Kanunu tasarısının henüz yasalaşmaması, finans ve reel sektör temsilcilerinin Basel-II'nin uygulanma zamanlamasına ilişkin görüşleri de dikkate alınarak bankaların sermaye yeterliliğinin ölçümünde esas alınacak kredi riskinin derecelendirmeye dayalı olarak hesaplanmasına ilişkin uygulamanın ileri bir tarihe ertelenmesi uygun görülmüştür. ..."

<sup>136</sup> Çelik, P., a.g.e., s. 50-51.

Basel Bankacılık Denetim Komitesinin derecelendirmeyi bankaların sermaye yeterliliklerinin düzenlenmesinde bir araç olarak kullanma kararı, derecelendirme müessesesini piyasaların ayrılmaz bir parçası haline getirmiştir.

BDDK verilerine göre, Basel II'nin finans sisteminin aktörleri üzerinde bir dizi etki yaratması beklenmektedir. Bankaların, şirketlerin, KOBİ'lerin, denetim otoritelerinin ve derecelendirme kuruluşlarının Basel II'den öncelikle etkilenecek temel birimler olması, Yeni Uzlaşın söz konusu birimler üzerine olan “mikro” ölçekli etkilerinin toplamı neticesinde, tüm finansal sistemin ve ekonominin makro düzeyde etkilenmesi söz konusudur<sup>137</sup>.

BDDK tarafından, Türkiye'nin AB'ye üyelik sürecinin kararlı bir şekilde devam etmesinin; AB ile bütünleşmeyi hedefleyen Türkiye'nin finans sektörü için, “risk yönetimi kültürü”nü yaygınlaştırılması ve AB finans kuruluşlarıyla yakınlaşmanın sağlanması açısından Basel-II'nin bir fırsat olduğu belirtilmektedir.

BDDK'ya göre Basel II'nin Türkiye açısından önemli getirileri olması beklenmektedir:

- Bankalarda risk yönetiminin etkinliğinin artması ve bankaların uluslararası alanda rekabet edebilecek düzeye ulaşması,
- Bankaların aracılık fonksiyonlarını daha etkin biçimde yerine getirmesi,
- Sağlam ve güçlü bir bankacılık sektörü,
- Dünya finansal sistemine daha üstün teknolojik bir altyapıyla entegrasyon,
- AB'ye uyum,
- Bankaların sermaye düzeylerinin, maruz kaldıkları risklere paralel olması,
- Bankalar tarafından kamuya açıklanacak bilgiler aracılığıyla piyasa disiplininin artması,
- Finansal sistemde denetim yapısının ve etkinliğinin güçlendirilmesi,

---

<sup>137</sup> BDDK, Basel II'ye Geçiş Yol Haritasına İlişkin BDDK Başkanı Sayın Tefik BİLGİN'in Konuşma Metni, Ankara 2005.

- Bankaların müşterileri konumundaki şirketlerin kurumsal yönetim yapılarında iyileşme,
- Ekonomide etkin kaynak dağılımı,
- Kayıt dışılığın azaltılması.

Ayrıca Basel II uygulaması ile ilgili olası sonuçlardan birisi, güçlü firmaların sermaye piyasasında faaliyetlerinde kredi derecelendirme notlarını daha çok kullanmaya başlamasının borsaya olan ilgiyi ve dış piyasanın talebini artıracak yönündedir. Bu açıdan bakıldığında güçlü firmaların bankadan kredi almak yerine daha çok sermaye piyasasını tercih etmeleri olası sonuçlardan birisidir. Bankaların da bu firmaları kendilerine çekmek için daha düşük faiz oranlarıyla kredi vermesi olası gözükmektedir. Zayıf not alan firmaların ise düşük maliyetle dış kaynak bulmaları pek mümkün gözükmemekle birlikte mevcut sistemdeki kredi maliyetlerinden çok farklı bir fiyata kredi sağlamaları beklenmemektedir. Fakat bunun için sistemin bir süre uygulanması ve oturması gerekmektedir<sup>138</sup>.

Diğer taraftan, Basel II'nin uygulamaya girmesi ile birlikte, 50 milyon Euro'nun üzerinde cirosu olan veya 1 milyon Euro'nun üzerinde bir bankada kredi limiti bulunan firmaların dercelendirme zorunluluğu başlayacaktır. Burada dikkat edilmesi gereken bir nokta, 1 milyon Euro'luk kredi limiti rakamına ait "kredi" kelimesinin geniş bir anlam ifade etmesidir. Nitekim nakdi kredilerin yanısıra akreditif, kefalet, aval gibi gayrinakdi kredilere ait limitlerin tamamı bu kapsamda değerlendirilecektir. Bu kapsamda dercelendirme yaptırma zorunluluğunda olan firma sayısının 20-25 bin civarında olacağı tahmin edilmektedir. Böylece, dercelendirme sektörünün birkaç bin kişilik istihdam yaratması söz konusu olacaktır<sup>139</sup>.

---

<sup>138</sup> Kömürcü, A.: Basel II Çerçevesinde Standart Yöntem Açısından Derecelendirme Sistemi ve Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara 2007, s. 114.

<sup>139</sup> *Ekonomist Dergisi*: "Yeni Bir Sektör Doğuyor: Derecelendirme (Rating)", 19.02.2008.

### III- ABD ve AB’de Derecelendirme Piyasasını Düzenleyen Yasa ve Kurumların Karşılaştırması

	<i>ABD</i>	<i>AB</i>
<i>Ana Düzenleyici Kurum</i>	SEC	Banka Denetçileri
<i>Düzenleyici Amaçlar</i>	Tescil yok fakat düzenleyici amaçlar için NRSRO ile SEC onayı	Tescil yok fakat düzenleyici amaçlar için banka düzenleyicileri onayı
<i>IOSCO Yasası</i>	SEC derecelendirme kuruluşlarının IOSCO yasasına uyumunu şart koşmamaktadır fakat NRSRO onay kriteri ticaret kurallarının yönetimi ile ilişkili olarak yasaya uygunluğu sağlamaktadır.	CESR derecelendirme kuruluşlarının IOSCO yasası ile uyumunu talep etmektedir. (Zorlayıcı bir mekanizma bulunmamakla birlikte CESR pazarın zorlayıcılığına güvenmektedir.)
<i>Kabul Kriterleri</i>	-Yayınlanmış dereceler - Piyasa kabulü -Ticari kuralların yönetimi	- Metodolojide bütünlük -Derecelendirmenin geçerliliği - Ticari kuralların yönetimi
<i>Kabul Amaçları</i>	-Menkul kıymet piyasasının etkinliği	-Menkul kıymet piyasasının etkinliği (IOSCO Yasası) -Sermaye yeterliliği koşulları
<i>Süregelen Denetim</i>	Sınırlı (SEC’in, NRSRO statüsüne tanınan hakları denetim hakkı saklıdır.)	Sürekli (Sermaye İhtiyacı Yönetmeliğince (CRD) belirlenen şekilde)
<i>Kabul Prosedürü</i>	Önerilen kurala bağlı olarak kriterler daha kesin olmakla beraber SEC takdirindedir.	Banka düzenleyicileri CRD kuralları ve daha ileri detaylarla bağlıdır.
<i>Sorumluluk</i>	Yoktur. (1. Anayasa Değişikliği ile korunmaktadır.)	Yoktur, ancak düzenlenmesi mümkündür.
<i>Menkul Kıymet Yasaları</i>	FD Yasası (Açık Bildirim) doğrultusunda serbestlik	Piyasa İstisnaları Direktifi doğrultusunda muafiyet bulunmamaktadır.
<i>Rekabet</i>	SEC, NRSRO kriterleri ile rekabetin teşvik edileceği ve bu rekabetin kredi derecelendirme kuruluşlarının performanslarının düzenlenmesi ile sağlanacağı inancındadır.	CESR, rekabet meselelerinin CRA kuralları içerisinde açıklanmaması, bu konunun antitröst otoritelere bırakılması inancındadır.

**Kaynak:** Amelie Champsaur, “The Regulation of Credit Rating Agencies in the U.S. and the E.U.” Harvard Law School, LL.M. Paper, Mayıs 2005, s. 46.

#### IV- ABD Mortgage Krizi ve Derecelendirme

Mortgage sistemi ABD’de uzun yıllardır uygulanan ve 20-30 yıllık vadelerle ev sahibi olma imkânı sunan bir ev kredisi sistemidir. Bu sistemde, ev almak isteyenler tarafından kredi kuruluşlarından alınan krediler sabit ya da değişken faizlerle geri ödenir. Kredi kullanmak isteyenler öncelikli olarak kredi geçmişlerine göre derecelendirilirler. Buna göre, kredi geçmişi kötü olanlar (derecelendirme notu A olmayanlar), kredi geçmişi iyi olanlara (derecelendirme notu A olanlar) göre daha yüksek faiz ödemek zorundadır. Bir başka deyişle, subprime (yüksek riskli) mortgage piyasasında, kredi almak için gerekli şartları sağlayamayan kişilere de kredi kullandırılmaktadır. Bu kişilerin kredi geçmişi ev kredisi almak için uygun olmayabilir. Hatta bu kişilerin aldıkları kredi ve bunun faizini ödemek için yeterli gelirlerinin olması da şart değildir. Yüksek faiz karşılığında bu kişiler sisteme dâhil edilerek büyük bir riskin altına girilmektedir. Bu nedenle sistemin adı yüksek riskli mortgage sistemidir<sup>140</sup>.

Subprime mortgage piyasasının oluşumunda 2000’li yılların başında yaşanan ekonomik krizlerin etkisi büyüktür. O dönemde yaşanan kriz ortamından çıkışı sağlamak için Amerikan Merkez Bankası (Federal Reserve Board) faizlere müdahale etmiştir. FED’in müdahalesiyle %7’lerden %1’e kadar düşürülen faizler, gayrimenkul yatırımları için uygun ortamı oluşturmuştur. Akabinde, kredi kuruluşlarının, kredi geçmişi uygun olmasa bile tüketicilere kredi vererek kârlarını daha da artırma yoluna gitmesi, yüksek faizle kredi kullananların piyasaya girmesine sebep olmuş, bu da gayrimenkul fiyatlarındaki artışı beraberinde getirmiştir. Ancak, tüketiciler yüksek faizlere rağmen kredi kullanarak gayrimenkule yatırım yapmaya devam etmişlerdir. Zira, o dönemde yükselen gayrimenkul fiyatları, krediler geri ödenemese bile gayrimenkulün satışı sonucunda yüksek getiri elde edilmesine imkân vermiştir.

Ancak, 2006 yılında gayrimenkul piyasasında başlayan durgunlukla birlikte gayrimenkul fiyatlarında da düşüşler başlamıştır. Yaşanan tüm bu gelişmelerin

---

<sup>140</sup> *Borsa Yatırımcıları Dergisi*, S. 22, Ocak 2008, s. 28.

ardından ödeme güçlerinin oldukça üstünde kredi kullanan orta ve dar gelirli grup için kredi ödemeleri neredeyse imkânsız hale gelmiştir. Bu durum, ilk başlarda iyi giden ve kredi kuruluşlarına daha fazla kâr sağlayan subprime piyasasında tehlike sinyallerinin daha güçlü çalmaya başlamasına sebep olmuştur. Konut fiyatları düştüğünden evini satsa bile borcunu ödeyemeyecek duruma gelen tüketiciler, tam anlamıyla bir çıkmaza girmişlerdir. Akabinde kredi kuruluşları bu kişilerin evlerine el koymaya başlamış, kredi borcunu ödeyemeyen pek çok aile evsiz kalmıştır. El konulan ev sayısında yaşanan büyük artış ve kredi kuruluşlarının bu evleri satıp nakde çevirmek istemesi, konut fiyatlarındaki düşüşü daha da artırmıştır.

Konut piyasasından yaşanan bu kriz finansal piyasalara da sirayet ederek zararın boyutlarını artırmıştır. Zira, mortgage piyasaları, sadece kredi veren kuruluş ile kredi alan arasındaki kredi ilişkisine bağlı bir piyasa değildir. Bu ilişki şu şekilde açıklanabilir: Bankalar, kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirebiliyorlar. Örneğin, mortgage'a dayalı menkul kıymetler (MBS-mortgage backed securities), teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (CDOs-collateralized debt obligations) bu yatırım araçlarından bazılarıdır. Kredi veren kuruluşlar, karmaşık yapıdaki bu yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etmeye başlamışlardır. Zira mortgage kredileri, kredi kartı alacakları, araba kredileri gibi riskli veya daha az riskli farklı cinsten borçların bir araya getirilip yeniden paketlenmesiyle oluşturulan bu menkul kıymetler, daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiştir. Hedge fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kâr elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişlerdir.

Ancak subprime mortgage piyasasında başlayan krizin etkisi bu alanda da hissedilmiş dolayısıyla, yatırımcıların bu tür kredilere dayalı türev ürünlere karşı güveni de azalmıştır.

Ayrıca, bu süreçte derecelendirme kuruluşlarının CDO'lara verdikleri notların yüksek olduğu yönündeki eleştiriler de artmaya başlamıştır. Zira, derecelendirme kuruluşları yapılandırılmış ürünlerin değerlendirilmesi ve bilgilerin

yayınlanmasında önemli bir rol üstlenmişlerdir. Yatırımcılar da karar verirken yapılan bu değerlendirme ve derecelendirme bilgilerine güvenmektedirler. Ancak, derecelendirme kuruluşlarının yapılandırılmış kredi ürünlerini yeterli değerlendirememeleri, dalgalanma sürecinde sorunların oluşmasına ve yayılmasına neden olmuştur. Özellikle, derecelendirme kuruluşlarının karmaşık yapıları subprime kredilerine verdikleri yüksek derecelerin yetersiz tarihsel veriye dayanması ve derecelendirmede kullanılan bazı modellerin iyi işlememesi neticesinde, yatırımcıların daha çok menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin derecelerine olmak üzere, tüm finansal hizmet ve ürün derecelerine olan güveni azalmıştır. Bu da finansal dalgalanmanın şiddetinin artmasına neden olmuştur<sup>141</sup>.

Sonuç olarak, bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar neredeyse değersiz hale gelmiştir. Şirketler, paralarını almak isteyen yatırımcılara ödeme yapmak için, hatta fonlarını çevirmek için bile para bulamaz hale gelmişlerdir. Sonuçta bahse konu fonların dondurulması bu ürünlere yatırım yapan şirketlerin büyük zararlar etmelerine yol açmıştır. Bu durum da söz konusu ürünleri teminat olarak gösteren şirketlere kredi kullandıran bankaları zora sokmuştur. Hangi şirketin ne kadar zarara uğradığı konusunda kesin bilgi bulunmadığından, yaşanan kriz sonrasında bankalar birbirlerine bile kredi vermeye çekinir hale gelmişlerdir. Bu itibarla, piyasalardaki likidite kurumuş ve sonuçta subprime mortgage piyasasında başlayan kriz, likidite krizi haline gelmiştir.

## V- Derecelendirme ile İlgili Genel Eleştiriler

Derecelendirme kuruluşlarınca açıklanan derecelendirme notlarıyla ilgili olarak yapılan eleştirileri iki ana grupta toplamak mümkündür<sup>142</sup>:

— *İstenilmeyen derecelendirme*: Derecelendirmesi yapılan şirketin isteği, tam onayı ve işbirliği olmaksızın yapılan derecelendirme eleştirilmektedir.

— *Yanlış derecelendirme*: Yüksek derecelendirme notu verilen bir kuruluş borç ödemesi yapamazsa veya verilen bir not benzer derecelendirme notlarından çok

<sup>141</sup> BDDK, ABD Mortgage Krizi, Çalışma Tebliği, S. 3, Ağustos 2008, s. 91.

<sup>142</sup> Mumyalmaz, a.g.e., s. 3-4.

farklıysa veya çok ani yükselip düşüyorsa, bu derecelendirmenin yanlış olduğu yorumu yapılır.

Bazı derecelendirme kuruluşları bir ihraççının talebi olmadığı halde yapılan derecelendirme sonucu verilen notu yayınladıkları zaman, bu kuruluşların, pazar payını gayrimeşru bir şekilde arttırmaya çalışıp çalışmadığı sorusu akla gelmektedir. Talep edilmemiş derece notu, sözleşmeye bağlanan bir kredi notundan daha düşük olduğu zaman bir ihraççı, derecelendirme kuruluşu ile anlaşarak daha düşük nottan kaçınmaya çalışabilir. Derecelendirme kuruluşları, talep edilmemiş derecelendirmelerin, daima değerli olan bilgiyi arttırdığını öne sürmektedirler.

İhraççılar, yatırımcılar tarafından kullanılması amaçlanan kredi derecelendirmeleri için ödeme yaptıklarından, olası çıkar çatışmaları da gündeme gelebilir. Bu durum ise, ihraççılara yardımcı olmak için “derecelendirme enflasyonu” ile sonuçlanabilir. Olası ihraççı nüfuzu eleştirisine cevaben derecelendirme kuruluşları, kendi işlerinin itibarlarına bağlı olduğunu ve belirli bir ihraççıdan aldıkları tutarın, toplam gelirlerine kıyasla küçük olduğunu öne sürmektedirler. Toplam gelirlerine kıyasla bir ihraççıdan aldıkları küçük ücretin, bir ihraççının gönlünü almak amacıyla derecelendirmelerinden taviz vermelerine yol açması pek muhtemel değildir<sup>143</sup>. Ancak hâlâ, alınan ücretler ile verilen derece notları ile ilgili olarak dile getirilen bazı kaygılar bulunmaktadır.

ABD’de kredi derecelendirme işi bir oligopoldür ve iki büyük oyuncu olan S&P ve Moody’s’in hâkimiyeti altındadır. Bazıları, bu hâkimiyeti, sektördeki baskın oyuncuları kayıran SEC tarafından verilen düzenleyici ruhsatın bir sonucu olarak görmektedirler. Bu durum, doğal giriş engellerinin ve ölçek ekonomilerinin veya az sayıdaki derecelendirme sözleşmelerinin yatırımcılara sağladığı yararların sonucu da olabilir. Derecelendirme endüstrisinin oligopolcü niteliği ve piyasa gücü göz önüne alındığında, ihraççılardan yüksek ücretler alındığı yönünde kaygılar da bulunmaktadır<sup>144</sup>.

---

<sup>143</sup> Pinto, a.g.e., s. 6.

<sup>144</sup> Pinto, a.g.e., s. 4.



Derecelendirme kuruluşlarının Enron, Worldcom gibi büyük şirket iflaslarına ilişkin zamanında uyarıda bulunmamaları, göstermeleri gereken dikkat ve özeni göstermedikleri eleştirisine sebep olmuştur. Konuya ilişkin olarak, ABD Senato Resmi İşler Komitesinin Raporunda, Kredi kuruluşlarının “[Enron’un] mali durumunu izlemeleri ve gözden geçirmeleri, verdikleri notları böylesine önemli olan kuruluşlardan beklenecek dikkatli çabaların altında kaldığı” sonucuna varılmıştır<sup>145</sup>. Bu tespit, SEC tarafından daha fazla regüle edici denetime gerek olup olmadığı ve eğer gerek varsa, ne tür regülasyon olması gerektiği meselesini ortaya çıkarmıştır. Derecelendirme kuruluşları bu eleştiriye ise, kendi görevlerinin, dürüstlüğü veya doğruluğu denetlemek değil, fakat analizleri için sahip oldukları bilgileri kullanmak olduğunu öne sürerek yanıt vermişlerdir<sup>146</sup>.

Ayrıca, derecelendirme kuruluşlarının bünyesindeki bilgi akışları, gizli bilgilerin kötüye kullanılması veya seçici biçimde ifşa edilmesi ve derecelendirme sürecinde şeffaflık olmaması hakkında da bazı eleştiriler bulunmaktadır. Bu noktada belirtmek gerekir ki, sır saklama yükümlülüğü, derecelendirme kuruluşları açısından sınırlı olarak ele alınmalıdır. Zira, kamuyu aydınlatma, derecelendirme faaliyetinin en önemli amacı olduğundan derecelendirme faaliyeti neticesinde elde edilen verilerin açıklanması derecelendirme faaliyetinin en temel özelliğini arz etmektedir. Bu nedenle, derecelendirme sonucunda bazı bilgiler müşterinin zararına da olsa “kamuya” açıklanabilir. Eğer bu açıklama kamuya değil de, bilgi kullanıcılarından biri veya bir kaçına yapılmışsa sır saklama yükümlülüğü çerçevesinde değerlendirilmelidir. Derecelendirme uzman veya analistlerinin derecelendirme faaliyeti nedeniyle öğrendikleri sırları açıklamaları halinde meslek sırrını açıklama suçu oluşurken, öğrenilen sırlardan yararlanılması halinde içerden öğrenenlerin ticareti suçu oluşur. Doktrinde “insider muameleleri” olarak ifade edilen içerden öğrenenlerin ticareti, “*Halka açık anonim şirketlerde, şirketteki pozisyonu ve görevi sebebiyle, bir menkul kıymetin ileride teşekkül edecek kur değeri ile ilgili (material fact) bilgilere sahip olan şahsın, bu bilgileri kamuya açıklanmadan önce, borsa içi*

---

<sup>145</sup> *Report of the Staff of the Senate Committee on Governmental Affairs: “Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs, SPrt. 107-75 (October 7, 2002), s. 26.*

<sup>146</sup> *Pinto, a.g.e., s. 11.*

ve dışı muamelelerde kullanarak kendisi veya bir başka şahıs için menfaat sağlamasıdır.” şeklinde tanımlanmaktadır<sup>147</sup>.

Diğer bir eleştiri ise, derecelendirme kuruluşlarına, halka açık olmayan bilgiler de dâhil olmak üzere, mümkün olduğu kadar fazla bilgi vermenin olumsuz sonuçları ile ilgilidir<sup>148</sup>. Zira ödeme gücünün tespiti bir takım risk unsurlarına bağlıdır. Bunlar, yukarıda da yer verildiği üzere, ülke riski, politik risk gibi risklerdir. Kredibilitenin ölçülmesinde kullanılan bu risk unsurları, matematiksel bir kesinlik belirtmemekle birlikte piyasanın durumu ve yönetimin kalitesi gibi hem nicel hem de nitel ölçüler içerir. Derecelendirme kuruluşları metodolojilerini genel başlıklar ve ana hatları ile açıklamalarına karşın, derecelendirdikleri ülke veya şirkete ilişkin bilgileri nasıl değerlendirdiklerine ilişkin ayrıntılı bilgi vermekten kaçınmakta, hatta analizlerinin teferruatlı bir şekilde incelenmesine ve denetlenmesine rıza göstermemektedirler. Bunun iki nedeni olduğunu söyleyebiliriz. İlki, bu değerlendirmelerin meslek sırrı olması, ikincisi ise, yapılacak ayrıntılı açıklamaların kredi değerlendirmelerinin unsuru olan ve kendileri için bir hüküm ifade eden bilgilerin yorumlanmasının doğruluğu ve tutarlılığı üzerinde sonu gelmeyen tartışmalara yol açacağı kaygısıdır<sup>149</sup>.

Bilindiği üzere, derecelendirme kuruluşlarının yapacağı analizler, herhangi bir yatırımcının kendi imkânları ile yapabileceği analizden daha geniş bir inceleme alanını kapsamaktadır. Ayrıca, sermaye piyasalarının şeffaflığı ilkesinin bir gereği olarak derecelendirme kuruluşları, talep olmaksızın da bir ülke veya şirketin kredi değerliliğini ölçebilmektedir. Burada getirilen en büyük eleştiri ise, talep olmaksızın yapılan derecelendirmelerde verilen notların, derecelendirme sözleşmesi yapılması, bir başka ifade ile ücret ödenmesi durumuna göre daha düşük çıktığı yönündedir.

Son olarak, derecelendirme kuruluşlarının, verdikleri notlar ile ilgili yaygın bir eleştiri de, krizleri tahmin edemeyip, daha sonra piyasaların dip noktalarında bu

---

<sup>147</sup> Turanboy, A.: İnsider Muameleleri, Ankara 1990, s. 44.

<sup>148</sup> SEC Report on Credit Rating Agencies, Sarbanes Oxley 702(b), s. 33-34, <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf> 07.05.2009.

<sup>149</sup> Leopold, A. B.: Financial Statement Analysis - Theory, Application and Interpretation, Illinois 1989, s. 613.

ülkelere hak ettiklerinden düşük not vererek ekonomik krizleri derinleştirdikleri, böylece önceden uyaramadıkları yatırımcılar açısından tepe ve dip noktaları arasındaki farkı daha da büyütürken krizin etkilerini ve oluşan zararları arttırdıkları şeklindedir<sup>150</sup>.

Derecelendirme sistemine getirilen diğer bazı eleştiriler ise özetle şöyle sıralanabilir<sup>151</sup>:

- Bölgesel önyargı (Asya ve Avrupa ülkelerine, Latin ve Karayipli ülkelere önyargılı olarak daha iyi not verilmesi),
- Derecelendirme notlarının olumsuz etkileri (Yanlış olumlu notların ilgili ülkelere sermaye akışını artırması, kriz döneminde düşürülen notların krizi derinleştirmesi),
- Çıkar çatışması (Gelir kaynaklarını kaybetmek istemeyen derecelendirme kuruluşları tarafından not düşürme konusunda yavaş davranılması şeklinde piyasada oluşan görüşler),
- Derecelendirme kuruluşlarının 1970'lerden itibaren kredi notu alacak şirketlerden ücret almasının bağımsızlıklarını tehlikeye atması,
- Derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlarla ilgili herhangi bir sorumlulukları olmaması, yanlış verdikleri notlar karşısında herhangi bir yaptırım görmemeleri (yaptıkları hatalar dolayısıyla güvenilirlik kaybedip saf dışı kalmalarının ise sadece uzun vadede mümkündür.)
- Derecelendirme kuruluşlarında çalışan analistlerin yetersiz olması,
- Derecelendirme analistlerinin ortağı oldukları şirketleri derecelendirmeleri,
- Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmeye tabi firmalara danışmalık hizmeti sunmaları.

---

<sup>150</sup> *Dönmez, C.:* Banka Kredi Derecelendirmeleri: Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul 2005, s. 67.

<sup>151</sup> *Bakdur, A./ Duman, G.:* Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara 1999, s. 7.

## VI- Yapılan Eleştirilere Getirilen Açıklamalar

Genel olarak derecelendirme kuruluşlarının ihraççı ülkelerin veya şirketlerin ödeme gücüne düşebileceğini öngörememesi yaygın bir eleştiri konusudur. Ancak; derecelendirme kuruluşları, kullanılan geleneksel göstergelerin iyi çalışması için kaliteli verilere ulaşılabilmesi, gözetim altyapısının kurulmuş olması ve iyi işleyen bir piyasa oluşturulması gereğinin altını çizmektedirler. Söz konusu unsurlar açısından gelişmekte olan piyasalarda eksiklikler olması, bankalarda da muhasebe standartları ve raporlama sistemlerinin yetersiz, donuk alacakların yanlış sınıflandırılmış, kredi karşılıklarının eksik sağlanmış, banka sermayesinin gerçek değerinin yanlış hesaplanmış olması, hatta denetlemenin de doğru yapılmıyor olması derecelendirme kuruluşlarının sağlıklı veriye ulaşabilmesini iyice zorlaştırmaktadır<sup>152</sup>. Kaldı ki, derecelendirme, ileride oluşabilecek ödeme gecikmelerini doğrudan tahmin etmekten çok, ödemeye ilgili risk seviyesini belirlemeye çalışmaktadır. Bir başka deyişle, yüksek notu olan bir şirketin borçlarını ödeme gücü yaşaması ihtimalinin hiç olmadığı değil, bahse konu ihtimalin, daha düşük notu olanlara göre daha az olduğunu ifade etmektedir<sup>153</sup>.

Yine iddia edildiği üzere, daha iyi derecelendirme notu alabilmek için firmaların derecelendirme şirketlerine daha fazla para önermesi veya müşteri kaybetmemek için derecelendirme kuruluşlarının iyi not vermeye çalışmaları da pek mümkün değildir. Zira bu tür davranışlarda bulunan bir derecelendirme kuruluşu bir süre sonra piyasadaki silinmeye mahkûmdur<sup>154</sup>. Derecelendirme kuruluşlarının başarıları dolayısıyla devamlılıkları; güvenilir, tarafsız ve bağımsız olarak çalışmakta oldukları şeklindeki itibarlarını devam ettirmelerine bağlıdır.

Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme sürecinde aldıkları ücretler tarafsızlıkları ve hukuki sorumlulukları olmasa dahi ahlaki sorumluluk kuşkusunu gündeme getirmektedir. Esasen, derecelendirme kuruluşlarının aldıkları ücretlerin, bu şirketlerin verecekleri derecelerde objektif olmalarını engellediği, bunun

---

<sup>152</sup> Çelik, P., a.g.e., s. 80.

<sup>153</sup> Mukatel, a.g.e., s. 74-75.

<sup>154</sup> Mukatel, a.g.e., s. 76.

sonucunda da bağımsızlıklarını zedeledikleri aşikârdır. İyi ücret almaları durumunda notlarda daha cömert davranmaları olasılığı gündeme zaman zaman gelse de, piyasalarda itibarın kaybı endişesi ile derecelendirme kuruluşlarının bu şekilde davranmalarının pek mümkün olmaması söz konusu endişeleri azaltmaktadır<sup>155</sup>. Bu noktada belirtmek gerekir ki, derecelendirme kuruluşları aldıkları ücretleri net olarak açıklamamaktadırlar. Bu nedenle, derecelendirme kuruluşların talep üzerine yapılan derecelendirme sözleşmelerinde, müşterisinden derecelendirme ücreti olarak aldıkları paranın yıllık kazançlarının belirli bir yüzdesini aşması (örneğin %10'unu) halinde bu müşterilerinin isimlerini açıklamak suretiyle bahse konu eleştirileri bertaraf edebileceğini düşünmekteyiz.

Derecelendirme kuruluşları kendilerine yöneltilen krizleri zamanında tahmin edemediklerine ilişkin eleştirileri, krizin çıkma ihtimalini değil, borçlunun temerrüde düşme olasılığını değerlendirdiklerini iddia ederek cevap vermektedirler. Zira derecelendirme kuruluşlarının çoğunlukla halka duyurulan bilgilere dayanarak risk ölçümlemesi yapmaları, krizleri belirlemede yetersiz kalmalarının en önemli etkenidir. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları değerlendirmelerin sadece kendilerine ve kamuya açıklanmış bilgilere dayanması, kredi derecelendirmesinin en büyük zayıflığı olarak kabul edilebilir. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşlarının derecelendirdikleri borçlu hakkında zamana uygun ve doğru kapsamlı bilgilere sahip olmaması, krizleri tahmin etmesini engellememektedir.

Ayrıca, derecelendirme kuruluşlarının not düşürmesi konusunda ağır davrandığı şeklinde eleştirilere karşı derecelendirme kuruluşları, derecelendirme notunun hemen düşürülmesinin kısa vadede düzelebilecek bir olumsuzluğu büyük bir soruna dönüştürme potansiyeli ihtiva ettiğini vurgulamaktadırlar. Bu sebeple, derecelendirme kuruluşları olumsuzluğun boyutundan emin olmadan not düşürmek istememelerine rağmen son dönemde yaşanan ısrarlı “geç not düşürme” suçlamalarından dolayı hızlarını artırmak zorunda kalmışlardır<sup>156</sup>. Ancak, bu

---

<sup>155</sup> Çelik, P., a.g.e., s. 20-21.

<sup>156</sup> Hill, a.g.e., s. 50.

değişikliğin hem yatırımcılar, hem de ihraççılar açısından zararlı sonuçlara yol açma ihtimali oldukça yüksektir.

Derecelendirme kuruluşlarına getirilen diğer bir eleştiri de derecelendirme analistlerinin ortağı oldukları şirketleri derecelendirmeleri ve derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmeye tabi firmalara danışmalık hizmeti sunmaları nedeniyle yüksek not vermeleri hususunda toplanmaktadır. Bu konudaki eleştiriler haklı olup, derecelendirme analistlerinin derecelendirdikleri şirketler ile yakın bağlar kurmalarının önüne geçebilmesi gerekmektedir. Bunun da yapılacak düzenlemelerde analistlerin rotasyona tabi tutulmak suretiyle önlenebileceğini düşünmekteyiz.

Derecelendirme kuruluşlarının, kendilerinden beklentilerin çok yüksek olduğu günümüz ortamında kendilerini sürekli geliştirebilmeleri için eleştirilmeye devam edilmesi faydalıdır. Önümüzdeki dönemde Basel II'nin de devreye girmesinin bu sektörün daha da büyümesine yol açacağı kesindir. Dolayısıyla, rekabetin artırılması ve yeni bazı metodolojilerin bahse konu eleştiriler de dikkate alınarak geliştirilmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak derecelendirmeye getirilen eleştirilerin toplu olarak değerlendirilmesi sonucunda özetle, derecelendirme sürecinin daha şeffaf hale getirilmesi, kalitesinin yükseltilmesi, önyargılı değerlendirme yapılmaması, krizler karşısında aşırı tepki verilmemesi, aynı zamanda da değişken taleplere olabildiğince hızlı cevap verilmesi gerektiği söylenebilir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SORUMLULUĞU AÇISINDAN DERECELENDİRME SÖZLEŞMESİ

#### § 1 – Derecelendirme Sözleşmesinin Tanımı, Unsurları, Tarafları, Kuruluşu ve Şekli

##### I- Derecelendirme Sözleşmesinin Tanımı:

Derecelendirme faaliyeti, derecelendirme kuruluşu ile müşteri arasında yapılan derecelendirme sözleşmesi çerçevesinde yürütülür. Derecelendirme sözleşmesinin tanımı SPK'nın "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliği"nde ve BDDK tarafından çıkarılan "Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik"te yapılmamış, sadece sözleşmede bulunması gereken asgari unsurlara ve sözleşmenin şekline ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir.

Doktrinde bir tanımı bulunmamakla birlikte, derecelendirme sözleşmesini, "*Derecelendirme kuruluşu ile müşteri arasında imzalanan; derecelendirme kuruluşunun, müşterinin kendisine verdiği bilgileri ve finansal tabloları esas alarak ihraç edilen bir sermaye piyasası aracının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin zamanında yapılabilme yeteneğinin değerlendirilmesi ya da müşterinin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun değerlendirilmesi görevini üstlendiği; buna karşılık müşterinin ise gerekli bilgi ve belgeleri sağlama ve ücret ödeme borcu altına girdiği bir sözleşme*" olarak tanımlayabiliriz. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere derecelendirme sözleşmesi iki tarafa borç yükleyen, rızai bir sözleşmedir.

## **II- Derecelendirme Sözleşmesinin Unsurları:**

### **1- Derecelendirme Sözleşmesinin Esaslı Unsurları**

Diğer tüm iki tarafa borç yükleyen sözleşmeler gibi derecelendirme sözleşmesi de bir takım esaslı unsurlardan oluşmaktadır. Bunlar, derecelendirme kuruluşları açısından derecelendirme faaliyetinin yürütülmesi ve sonuçlandırılması; müşteri açısından ise derecelendirme yapılabilmesi için gerekli bilgilerin sağlanması ve belirli bir bedelin ödenmesidir<sup>157</sup>. Bahse konu tipik edimleri şu şekilde özetlemek mümkündür: **a-**Derecelendirme faaliyetinin sonucu ortaya çıkan bir eser meydana getirme (derecelendirme notu), **b-** Gerekli bilgi ve belgelerin sağlanması ve ücret ödenmesi **c-** Taraflar arasında anlaşma.

#### **A- Bir Eser Meydana Getirme (Derecelendirme Notu)**

Derecelendirme sözleşmesinde, derecelendirme kuruluşunun borçlandığı eser meydana getirme (derecelendirme notu vermek) ediminin konusu, bir iş görme sonucudur. Bir başka ifade ile, derecelendirme kuruluşunun bu edim yükümü, bir sonuç borcudur. Borçlanılan bu iş görme sonucuna eser adı verilir. BK 355 anlamında eser, maddi veya maddi olmayan belirli bir iş görme sonucudur<sup>158</sup>. Maddi olmayan bir sonuç olan derecelendirme notu vermek veya müşteri hakkında değerlendirme yapmak, niteliği gereği bir iş görme sonucu olarak taahhüt edilir. Derecelendirme kuruluşuna sunulan bilgi ve belgeler üzerinden yapılan çalışmalar sonucunda ise maddi olmayan sonuç belirli ölçüde maddilik kazanır.

#### **B- Gerekli Bilgi ve Belgelerin Sağlanması ve Ücret Ödenmesi**

Derecelendirme faaliyetinin sağlıklı bir şekilde yapılarak objektif not verilmesi, müşterinin derecelendirme sözleşmesi çerçevesinde gerekli bilgi ve belgeleri derecelendirme kuruluşuna vermesine bağlıdır. Müşterinin, asli edim

---

<sup>157</sup> *Ebenroth, C. T./ Daum, T.:* “Die rechtlichen Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen” *Wm Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Sonderbeilage Nr:5, 1992 s. 7.*

<sup>158</sup> *Aral, F.:* *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara 2000, s. 327.*



yükümü olarak gerekli bilgi ve belge sağlama yükümlülüğünü yerine getirmemesi halinde, derecelendirme kuruluşu derecelendirme faaliyetinin her aşamasında sözleşmeden çekilebilir. Bahse konu bilgi ve belgelere örnek olarak, kâr-zarar tablosu, özkaynak değişim tablosu, kâr dağıtım tablosu, fon akım tablosu gibi mali tablolar örnek gösterilebilir.

Ücret ise, derecelendirme sözleşmesini imzalayan müşterinin karşı edim olarak ödemeyi üstlendiği bir miktar paradır. Müşterinin ödeyeceği ve sözleşmesinin asli unsuru olan ücret, derecelendirme sözleşmesi ile serbestçe kararlaştırılabilir. Belirlenen ücretin mutlaka derecelendirme sözleşmesinde gösterilmesi gerekir. Ayrıca ücretin, derecelendirme faaliyeti sonucunda ortaya çıkacak sonuca göre belirlenmesi mümkün değildir. Aynı şekilde, ücret bir takım şart ve olayların gerçekleşmesine de bağlanamaz.

Derecelendirme sözleşmesinde ücret unsuru derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığı açısından çok önemlidir. Ücretin, derecelendirme faaliyeti sonucunda ortaya çıkacak sonuca bağlanması halinde derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalktığı eleştirisi haklı olarak yapılmaktadır. Aynı şekilde, önceki yıllara ait derecelendirme ücretinin ödenmemesi halinde de bağımsızlık ortadan kalkar.

### **C- Taraflar Arasında Anlaşma**

Yukarıda da ifade edildiği üzere, derecelendirme sözleşmesi rızai bir sözleşmedir. Sözleşmenin kurulabilmesi için, tarafların, bir ücret karşılığında eser meydana getirilmesi (derece verilmesi) konusunda anlaşmaları, yani karşılıklı ve birbirine uygun irade beyanları gerekli ve yeterlidir. Bu anlaşmanın tarafları ise, derece verme borcu altına giren “derecelendirme kuruluşu” ile ücret ödemeyi borçlanan “müşteri”dir.

## **2- Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ ve Yönetmelik Uyarınca Derecelendirme Sözleşmesinde Bulunması Gereken Hususlar**

Derecelendirme sözleşmesinde yer verilmesi gereken asgari hususlar, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 12 nci maddesi ve Yönetmeliğin 18 inci maddesinde düzenlenmiştir.

### **A- Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ Uyarınca Derecelendirme Sözleşmesinde Yer Alması Zorunlu Hususlar**

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 12 nci maddesinin (1) numaralı fıkrasında, derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yapacakları işletmeler ile gerek kredi derecelendirme, gerekse de kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme faaliyeti için ayrı ayrı olmak üzere yazılı bir sözleşme yapmalarının zorunlu olduğu hükme bağlanmış olup, (2) numaralı fıkrasında, sözleşmede bulunması gereken asgari unsurlara yer verilmiştir. Buna göre;

- Derecelendirme kuruluşunun unvanı ve merkez adresi,
- Derecelendirme hizmetini talep eden müşterinin unvanı ve merkez adresi,
- Sözleşmenin amacı, konusu, varsa özel nedenleri,
- Sözleşmenin süresi ve sona erme şartları,
- Derecelendirme kuruluşuna ödenecek ücret,
- Tarafların hak ve yükümlülükleri,
- Derecelendirme faaliyetinin bu Tebliğde yer alan hükümlere uygun bir şekilde yürütüleceğine dair taraflarca verilecek taahhüt,
- Müşteri tarafından sağlanacak her türlü bilginin güvenilir, tam ve zamanında olacağına ilişkin müşteri taahhüdü, hususlarına derecelendirme sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.

## **B- Yönetmelik Uyarınca Derecelendirme Sözleşmesinde Yer Alması Zorunlu Hususlar**

Yönetmeliğin 18 inci maddesinin (1) numaralı fıkrasında, yetkilendirilen derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme faaliyetlerinde bulunabilmesi için müşterileri ile yazılı bir sözleşme yapmalarının zorunlu olduğu hükmüne bağlanmış olup, (2) numaralı fıkrasında ise sözleşmede bulunması gereken asgari unsurlara yer verilmiştir. Buna göre bir derecelendirme sözleşmesinde asgari olarak;

- Derecelendirme kuruluşunun unvanı ve merkez adresinin,
- Derecelendirme hizmetinden faydalanacak müşterinin unvanı ve merkez adresinin,
- Sözleşmenin amacı, konusu ve varsa özel nedenlerinin,
- Görevlendirilecek derecelendirme uzmanının adı ve soyadının,
- Sözleşmenin süresinin ve sona ermesinin şartlarının,
- Derecelendirme kuruluşuna ödenecek ücretin,
- Tarafların sorumluluklarının ve yükümlülüklerinin,
- Mesleki sorumluluk sigortası yaptırılacağı belirtilmesi şarttır.

## **III- Derecelendirme Sözleşmesinin Tarafları**

Derecelendirme sözleşmesinin bir tarafında “derecelendirme kuruluşu”, diğer tarafında ise “müşteri” bulunmaktadır.

### **1- Derecelendirme Hizmetini Sunan Taraf: Derecelendirme Kuruluşu**

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme sözleşmesinde oldukça önemli bir yere sahiptir. Zira, derecelendirme sözleşmesinin konusunu oluşturan derecelendirme faaliyeti, derecelendirme kuruluşları tarafından yerine getirilmektedir. Her ne kadar derecelendirme sözleşmesi iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme olsa da, konuya ilişkin düzenlemeler incelendiğinde yükümlülüklerin büyük kısmının derecelendirme kuruluşları için getirildiği görülmektedir.

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin “Tanımlar” başlıklı 3 üncü maddesinin (ç) bendinde derecelendirme kuruluşunun; *“Türkiye’de kurulan ve bu Tebliğ ile düzenlenen derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Tebliğin 8 inci maddesi uyarınca Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları”*nı ifade ettiği hüküm altına alınmıştır. Benzer şekilde, Yönetmeliğin “Tanımlar” başlıklı 4 üncü maddesinin (m) bendinde yetkili derecelendirme kuruluşu; *“Kurulca bu Yönetmelik uyarınca derecelendirme yapmaya yetkilendirilmiş kuruluş”* olarak tanımlanmıştır.

Yukarıda yer verilen tanımlardan da anlaşılacağı üzere, yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları dışında başka özel kişi ve kuruluşların derecelendirme faaliyetinde bulunmaları mümkün değildir. Derecelendirme kuruluşları, sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumlardan birisidir. Sermaye piyasası kurumları 2499 sayılı SerPK’nın 32 nci maddesinde sayılmıştır. Burada sermaye piyasası kurumu olarak, aracı kurumlar, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları özel olarak düzenlenmiş, maddenin (d) bendinde ise sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumların da sermaye piyasası kurumu olduğu belirtilmiştir. Bu bentte belirtilen ve “diğer kurumlar” olarak ifade edilen sermaye piyasası kurumları, 2499 sayılı SerPK’nın 39 uncu maddesinde yer verilen düzenleme ile açıklığa kavuşturulmuştur. Anılan madde uyarınca, sermaye piyasasının derecelendirilmesi faaliyeti ile uğraşan kuruluşlar da sermaye piyasası kurumu olarak kabul edilmiştir. Bir başka ifade ile söz konusu maddeler birlikte değerlendirildiğinde, derecelendirme kuruluşlarının da birer sermaye piyasası kurumu oldukları açıktır.

## **2- Derecelendirme Hizmetini Talep Eden Taraf: İhraççı-Müşteri**

Derecelendirme kuruluşları ile derecelendirme sözleşmesi imzalayabilecek olan müşteriler; kâr amaçlı işletmeler, kâr amacı olmayan kuruluşlar, resmi kurumlar veya bireyler olabilir. İşletmelerde derecelendirme yaptırılması ihtiyaridir, ancak SPK gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılmasını zorunlu tutabilir.

Yukarıda da belirtildiği üzere, derecelendirme sözleşmesinin diğer tarafında müşteriler yer alır. Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ uyarınca, genel olarak işletmeler müşteri kavramı kapsamında değerlendirilmiştir. İşletme ise anılan Tebliğ’de ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumları olarak tanımlanmıştır. Buna karşın Yönetmeliğe göre müşteri bir banka olabileceği gibi bankadan kredi kullanan ve/veya kullanacak olan gerçek veya tüzel kişi de olabilir.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, bankalar kural olarak kuruluş, izin, denetim, muhasebe, finansal tablo ve rapor standartları bakımından 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’na tabidir. Ancak bankalar, aracılık faaliyetlerine münhasır olmak üzere 2499 sayılı SerPK’ya tabidir. Dolayısıyla bankalara bankacılık faaliyetleri bakımından bankacılık mevzuatı, sermaye piyasası aracı kurumu olarak yaptıkları faaliyetler yönünden ise sermaye piyasası mevzuatı uygulanır.

Bankaların derecelendirilmesi, aracılık faaliyetleri dışında, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değil bankacılık mevzuatı kapsamında yapılır. Bankaların derecelendirilmesini yapacak derecelendirme kuruluşları da 5411 sayılı Bankacılık Kanunu çerçevesinde kurulmakta ve faaliyet göstermekte olup, bu kuruluşlara ilişkin düzenlemeler BDDK tarafından yapılmaktadır. Bankaların mali durumlarının derecelendirilmesi kamuoyunun ve müşterilerin doğru bilgilendirilmesi açısından önemlidir. Bu nedenle bankacılık alanında derecelendirme yapacak kuruluşların lisanslı olmaları gerekmektedir<sup>159</sup>. Bununla birlikte, bankaları derecelendirme yetkisi alan bir derecelendirme kuruluşunun hem bankacılık alanında hem de sermaye piyasası alanında faaliyette bulunmalarına engel bulunmamaktadır. Ancak, bunun için sermaye piyasasındaki faaliyetlerinde sermaye piyasası mevzuatına uygun davranmaları gerekmektedir.

#### **IV- Derecelendirme Sözleşmesinin Kurulması ve Şekli**

BK’nın 1 inci maddesi uyarınca, sözleşmelerin kurulabilmesi için iki tarafın karşılıklı ve birbirine uygun irade açıklamasında bulunmaları gerekir.

---

<sup>159</sup> Battal, A.: Bankacılık Kanunu Şerhi (Şerh), Ankara 2006, s. 178.

Derecelendirme sözleşmesi de esas itibarıyla bir özel hukuk sözleşmesi olması nedeniyle diğer sözleşmeler gibi tarafların karşılıklı icap ve kabul beyanları ile kurulur. Bu bağlamda, derecelendirme sözleşmesinin özel hukuk yönünün daha ağır bastığı bir gerçek olmakla birlikte, üzerinde kamu hukukunun etkilerini taşıdığı da açıktır. Bu özellik aslında sermaye piyasası hukukunun genel özelliğinden kaynaklanmaktadır. Zira, sermaye piyasası hukukunda, diğer özel hukuk dallarına nazaran, daha fazla kamu müdahalesi ve kamu kuralları yer almaktadır<sup>160</sup>. Bu itibarla, derecelendirmeye ilişkin gerek Seri VIII, No:51 sayılı Tebliğ’de, gerekse de Yönetmelik’te SPK ve BDDK’ya tanınan yetkiler dikkate alındığında, esas itibarıyla bir özel hukuk sözleşmesi olan derecelendirme sözleşmesinin kamu hukukunun da etkilerini taşıdığını söylemek mümkündür.

Bununla birlikte, gerek Tebliğ’de gerek Yönetmelik’te müşteri ile derecelendirme kuruluşu arasında imzalanacak olan derecelendirme sözleşmesine ilişkin – özellikle müşterinin hangi derecelendirme kuruluşunu nasıl seçeceğine yönelik – izlenecek prosedür hakkında herhangi bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

Diğer yandan, her sözleşmenin bir şekli vardır. Borçlar Kanunumuz, sözleşmelerin şekli konusunda “*şekil serbestisi*” ilkesini kabul etmiştir<sup>161</sup>. BK’nın 11 inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca sözleşmelerin geçerliliği kanunda açıklık olmadığı sürece hiçbir şekle tabi değildir. Buna göre, sözleşmelerin geçerliliği konusunda herhangi bir düzenleme bulunmadığı sürece taraflar sözleşmeyi istedikleri şekilde yapabilirler. Ancak kanunun özel bir hükümlerle şekil mecburiyeti koyduğu sözleşmeler bu ilkenin dışında kalır. Dolayısıyla Türk Hukuku’nda şekil serbestisi kural olup, şekil mecburiyeti yalnız istisnai hallerde kabul edilmiştir<sup>162</sup>. Kanunun şekil mecburiyeti öngördüğü durumlarda, sözleşmelerin şekil mecburiyetine uyulmadan yapılması halinde sözleşme geçersiz olur. Ancak geçersizliğin hukuki

---

<sup>160</sup> Aytaç, Z.: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s. 9.

<sup>161</sup> Eren, F.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 1998, s. 246-247; Reisoğlu, S.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler (Borçlar), İstanbul 2002, s. 63; Akıntürk, T.: Borçlar Hukuku, Genel Hükümler-Özel Borç İlişkileri, (Borçlar), İstanbul 2001, s. 36; Kılıçoğlu, A.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara 2002, s. 62.

<sup>162</sup> Eren, a.g.e., s. 247; Akıntürk, Borçlar, s. 36.

mahiyeti konusunda doktrinde görüş birliği bulunmamaktadır. Bu konuda başlıca üç görüş vardır. Bunlar; butlan, kendisine özgü geçersizlik ve yokluk görüşleridir.

BK'nın 11 inci maddesinin ikinci fıkrasında şekle aykırılığın sonucu, “*Kanunun emrettiği şeklin şümül ve tesiri derecesi hakkında başkaca bir hüküm tayin olunmamış ise akit bu şekle riayet olunmadıkça sahih olmaz.*” şeklinde ifade edilmiştir. Butlan görüşüne göre bahse konu hükümlerle, borçlar hukuku alanında geçerlilik şekline bağlı bir hukuksal işlemin bu şekle uygun olarak yapılmamasının hükümsüzlük sonucunu doğurduğu ve bu hükümsüzlüğün butlan olduğu kabul edilmektedir<sup>163</sup>. Şekli noksanlığı dolayısıyla batıl sözleşme, başından itibaren hiçbir hüküm, sonuç ve özellikle borç ve hak doğurmaz.

Kendine özgü geçersizlik görüşünde ise, geçersizlik tamamen taraflar arasında bir geçersizlik hali olduğundan şekil noksanlığı herkes tarafından değil, sadece taraflarca def'i olarak ileri sürülebilir; hâkim tarafından re'sen göz önünde tutulamaz<sup>164</sup>. Şekil noksanlığı, sözleşmenin sürekli olarak geçersiz kalması sonucunu doğurmaz. Bu nedenle bilerek ve istenerek yapılan ifa ile sözleşme geçerlilik kazanır.

Yokluk görüşünü savunanlara göre, şekil şartı geçerlilik şartı değil, sözleşmenin kuruluş şartıdır. Kanunun veya tarafların öngördüğü şekilde yapılmayan bir sözleşmenin meydana gelmesi, kurulması mümkün değildir<sup>165</sup>. Ayrıca, Kanunun öngördüğü şekilde yapılmamış olan bir sözleşmeden doğan edimleri, tarafların bilerek ve isteyerek ifa etmeleri, kurucu şart olan şekle sağlık kazandıramaz.

Bu çerçevede, derecelendirme sözleşmesinin şekli konusunda Tebliğin 12 nci maddesi ile Yönetmeliğin 18 inci maddelerinde şekil mecburiyeti öngörülmüştür. Buna göre derecelendirme sözleşmesi “yazılı” şekilde yapılmak zorundadır. Sözleşmenin yazılı şekilde yapılması geçerlilik koşuludur. Derecelendirme

---

<sup>163</sup> Butlan görüşü için bkz. *Akıntürk*, Borçlar, s. 42; *Tekinay, S./ Akman, S/ Burcuoğlu, H./ Altop, A.*: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 1999 s. 100; *Reisoğlu*, Borçlar, a.g.e., s. 63; *Eren*, a.g.e., s. 267 vd.

<sup>164</sup> *Eren*, a.g.e., s. 270.

<sup>165</sup> *Eren*, a.g.e., s. 272.

sözleşmesinin şekli konusunda tarafların, “yazılı” şekil zorunluluğuna uymamaları halinde derecelendirme sözleşmesi geçersiz olur.

## **§ 2 – Derecelendirme Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve Benzer Sözleşmelerle Karşılaştırılması**

### **I- Genel Olarak**

Derecelendirme sözleşmesinin hukuki niteliğinin tespiti derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğunu belirlemek açısından önemlidir. Zira, derecelendirme kuruluşlarının müşterilerine karşı sorumlulukları büyük ölçüde derecelendirme sözleşmesinden kaynaklanmaktadır.

Derecelendirme kuruluşları ile derece verdikleri işletmeler arasındaki sözleşmenin hukuki niteliği konusunda Seri: VIII, No: 51 sayılı Tebliğ ve Yönetmelik’te herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Derecelendirme kuruluşu ile müşteri arasındaki sözleşmenin hukuki niteliğini tespit etmek, bu sözleşmenin Tebliğ ve Yönetmelikte düzenlenmeyen hususlarındaki boşlukların doldurulması açısından da oldukça önemlidir.

Derecelendirme faaliyeti, talep üzerine (sözleşme kurulması ile) veya talep olmaksızın (sözleşmesiz) yapılabilmektedir<sup>166</sup>. Talep olmadan yapılan derecelendirmede, ihraççı ile derecelendirme kuruluşu arasında herhangi bir sözleşme bulunmadığından, ihraççının işbirliği yapma veya gerekli bilgileri verme zorunluluğu bulunmamaktadır<sup>167</sup>. Talebe bağlı olmayan derecelendirme işlemlerinde, derecelendirme kuruluşu kamuoyuna açıklanmış şirket verilerinden yararlanırken, talep üzerine yapılan derecelendirme işlemi ise, kapsamlı bir bilgi temeline dayanmakta ve derecelendirme kuruluşu derecelendirdiği şirketle ilgili kamuoyuna açıklanmamış verilere de ulaşabilmektedir. Derecelendirme yapılması konusunda herhangi bir talep söz konusu değilse, derecelendirme kuruluşu ihraççı ile işbirliği de

---

<sup>166</sup> *Ebenroth/ Daum*, a.g.m., s. 7.

<sup>167</sup> *Ebenroth/ Koos*, a.g.m., s. 486.



yapamadığından, bu gibi durumlarda eksik bilgiler yüzünden hatalı sonuçlar ortaya çıkabilmektedir<sup>168</sup>.

Derecelendirme sözleşmesinin unsurları incelendiğinde bu sözleşmenin benzer sözleşmelerle tam olarak örtüşmediği görülmektedir. Derecelendirme sözleşmesinin konusu bir iş görme edimi olmasına rağmen diğer iş görme sözleşmeleri ile arasında benzerlikler olduğu gibi önemli farklılıklar da bulunmaktadır. Bu nedenle, derecelendirme sözleşmesini tümüyle belirli bir sözleşme tipinin içerisine sokmak veya karma veya bileşik sözleşme olarak nitelendirmek derecelendirme sözleşmesinin kendisine özgü unsurlarıyla bağdaşmaz. Zira bileşik sözleşmelerde, mahiyetleri bakımından birbirinden bağımsız ve başka tipte birden fazla akit, mahiyetlerine halel gelmeksizin tarafların iradesiyle birbirlerine o suretle bağlanmışlardır ki; bunların her birinin varlığı ve geçerliliği diğerinininkine veya diğerlerinininkine tabidir; bu çeşit akitler birbirlerine karşılıklı borç yükleyen akitlerde edim ve karşı edimin bağlı olduğu gibi bağılıdırlar. Biri geçerli olmazsa veya ortadan kalkarsa, diğeri ya da diğerleri de geçerli olmayacak veya ortadan kalkacaktır<sup>169</sup>. Karma sözleşmeler ise, kanunun çeşitli akit tiplerinde öngördüğü unsurların kanunun öngörmediği bir tarzda bir araya gelmesiyle vücut bulan akitlerdir<sup>170</sup>. Karma sözleşmelerde birden ziyade tipe ait unsurlar bir tek akitte bir araya getirildiği ve ortaya yeni bir tip çıktığı halde, bileşik sözleşmelerde birden ziyade tipin her birinden birer unsur değil, birden fazla bağımsız tipin her birinin tamamı bir araya getirilmiştir<sup>171</sup>. Bu hususların her ikisi de derecelendirme sözleşmesi için geçerli olmadığından, derecelendirme sözleşmesini karma akit veya bileşik akit olarak nitelendirmek mümkün değildir. Dolayısıyla, derecelendirme sözleşmesinin *kendisine özgü yapısı olan (sui generis) bir sözleşme* olarak değerlendirilmesinin uygun olacağını düşünmekteyiz.

Kendisine özgü yapısı olan sözleşmeler, kanunda düzenlenmiş sözleşmelere ilişkin öğeleri tümüyle ya da bir bölümüyle içermezler ve kendisine özgü unsurlardan

<sup>168</sup> Ebenroth/ Koos, a.g.m., s. 485-486.

<sup>169</sup> Tandoğan, H.: Borçlar Hukuku-Özel Borç İlişkileri C. I, (C. I), Ankara 1984, s. 74.

<sup>170</sup> Tandoğan, C. I, s. 67.

<sup>171</sup> Tandoğan, C. I, s. 74.

oluşurlar<sup>172</sup>. Bahse konu sözleşmelerle ilgili olarak taraflar arasında ortaya çıkabilecek sorunların nasıl çözüleceğini cevaplamak zordur. Zira, bu tür sözleşmeler kanunda tümüyle ya da bir bölümü ile düzenlenmediklerinden, taraflar arasında ortaya çıkabilecek sorunlara ilişkin hükümler kanunda açık olarak yer almamaktadır<sup>173</sup>.

## II- Benzer Sözleşmelerle Karşılaştırılması

Konusu bir iş görme edimi olan derecelendirme sözleşmesi ile Türk Borçlar Kanunu'nda düzenlenen hizmet, vekâlet ve eser sözleşmeleri arasında çeşitli benzerlikler bulunmaktadır.

### 1- İş (Hizmet) Sözleşmesi ile Derecelendirme Sözleşmesinin Karşılaştırılması:

Hizmet sözleşmesi, BK'nın 313 ve 355 inci maddeleri arasında düzenlenmiş olup, aynı zamanda 4857 sayılı İş Kanununun 8 vd. maddelerinde de iş sözleşmesine ilişkin ilgili hükümlere yer verilmiştir. İş sözleşmesi, bir tarafın (işçi) bağımlı olarak iş görmeyi, diğer tarafın (işveren) da ücret ödemeyi üstlendiği bir sözleşmedir. Tanımdan da anlaşıldığı üzere iş sözleşmesi, işçinin işverene bağımlılık ilişkisine dayanır. İş sözleşmesini diğer iş görme sözleşmelerinden ayıran unsur bu bağımlılık ilişkisidir. Bağımlılığın iş akdinin bir unsuru olduğu bir Anayasa Mahkemesi kararında da dile getirilmiştir. Bu karara göre; “*Hizmet akdi üç unsuru kapsar: 1. İş unsuru, 2. Ücret unsuru, 3. Bağlılık unsuru. Bu akdi iş görmeye ilişkin diğer akitlerden ayıran bahse konu bağlılık unsurudur. Hizmet akdinde işçi az veya çok işverene bağlıdır. Yani o çalışmasını işverenin gözetimi ve denetimi altında yapar.*”<sup>174</sup>. Gerçekten bir iş sözleşmesinde işin görülmesi süreci içinde işçi işverenin otoritesi altındadır. Ancak bahse konu bu bağımlılık ilişkisini bir ekonomik veya teknik bağımlılık olarak değil kişisel/hukuki bağımlılık olarak açıklamak uygun olur. Çünkü, iş akdinin özünde diğer iş görme sözleşmelerinden farklı olarak bir

<sup>172</sup> Tandoğan, C. I, s. 11.

<sup>173</sup> Zevkliler, A.: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara 2004, s. 38.

<sup>174</sup> AYM, 26-27.9.1967, 336/29, bkz. RG 19.10.1968, S. 13031; Zevkliler, a.g.e., s. 314, 315; Aral, a.g. e., s. 308; Çelik, N.: İş Hukuku Dersleri, İstanbul 2008, s. 77-78; Süzek, S.: İş Hukuku, Ankara 2008, s. 213.

otorite/bağımlılık ilişkisi vardır ve işveren işçinin kişiliği üzerinde başka sözleşmelerde bulunmayan bazı hak ve yetkilere sahiptir<sup>175</sup>. Bu bağlamda işçi, iş görme borcunu işverenin yönetim, gözetim ve denetimi altında yapar. İşte, işçinin işverene bağımlılığı, bir özel hukuk sözleşmesinin tarafları arasında olması gereken eşitliği bozmaktadır.

Bu çerçevede derecelendirme sözleşmesi ile iş sözleşmesi, iş sözleşmesindeki bahse konu bağımlılık ilişkisinden dolayı birbirinden ayrılır. Bu nedenle, derecelendirme sözleşmesine, iş sözleşmesine ilişkin hükümlerin uygulanması mümkün değildir.

## **2- Vekâlet Sözleşmesi ile Derecelendirme Sözleşmesinin Karşılaştırılması:**

Vekâlet sözleşmesi, BK'nın 386 ve 398 inci maddeleri arasında düzenlenmiştir. Vekâlet sözleşmesi vekilin, vekâlet verenin menfaatine ve iradesine uygun bir sonuca yönelen bir iş görme borcu altına girdiği, buna karşılık ancak sözleşme veya teamül olan durumlarda ücrete hak kazandığı sözleşmedir<sup>176</sup>. Buna göre vekâlet sözleşmesi, vekilin başkasının menfaatine ve iradesine uygun olarak iş görme borcu altına girdiği bir sözleşme olarak tanımlanabilir<sup>177</sup>. Vekâlet sözleşmesinde vekil, yüklendiği iş görme edimini özenle yerine getirmekle yükümlü olup, istenen sonucun gerçekleşmemesinden sorumlu değildir<sup>178</sup>. Ayrıca vekil, kural olarak müvekkile karşı bağımsızdır. Vekil, vekâlet verene belirli bir süreyle bağlı olarak çalışmaz. Vekilin çalışması sonucunda mutlaka amaca yönelik bir sonuç yaratması gerekmez. Aksine, vekil için önemli olan kendisine verilen işi görmesidir. Vekil, vekâlet verenin iradesine ve menfaatine uygun bir iş görmeyi borçlanır<sup>179</sup>. Vekil, BK'nın 389 uncu maddesi gereğince, işin görülmesi sırasında vekâlet verenin talimatlarına uygun hareket etmek zorundadır<sup>180</sup>. Ancak bu durum vekilin

---

<sup>175</sup> Süzek, S.: a.g.e., s. 214.

<sup>176</sup> Tandoğan, H.: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri C. II, (C. II), Ankara 1982, s. 182.

<sup>177</sup> Zevkliler, a.g.e., s. 360.

<sup>178</sup> Tandoğan, C. II., a.g.e., s. 364.

<sup>179</sup> Aral, a.g.e., s. 406.

<sup>180</sup> Zevkliler, a.g.e., s. 368.

bağımsızlığını ortadan kaldırmamaktadır. Zira, vekil faaliyetlerini zaman, yer ve iş görme şartları açısından serbestçe düzenler.

BK'nın 386 ncı maddesinin ikinci fıkrası “*Diğer akitler hakkındaki kanuni hükümlere tabi olmayan işlerde dahi, vekâlet hükümleri icra olunur.*” hükmünü haizdir. Bu hükümle vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlerin uygulama alanı oldukça genişletilmiştir. Ancak vekâletin, konusu maddi olmayan sonuçlar meydana getirmek olan iş görme sözleşmelerinin mahiyetine uygun düşmediği ileri sürülmektedir<sup>181</sup>. Bu bağlamda, anılan hükümde sınırlı kapsamda bir talilik söz konusu olup, tarafların hukuken yeterli açıklıkla düzenlemedikleri ve diğer kanuni sözleşme tiplerine veya isimsiz (sui generis) sözleşme kategorisine girip girmedikleri şüpheli olan iş görme edimlerine vekâlete ilişkin hükümler uygulanır. Başka bir ifade ile, kanunda düzenlenen diğer sözleşme tiplerine uymayan ve tarafların açıkça isimsiz bir sözleşme şeklinde düzenlemedikleri iş görme sözleşmeleri vekalet hükümlerine tabi olur<sup>182</sup>. Hatta bu sözleşmelere gerekiyorsa vekâletten başka sözleşmelere ilişkin kurallar kıyas yoluyla uygulanabilir ya da bu sözleşmelere mahiyetleri ile bağdaşan yeni kurallar konulabilir<sup>183</sup>.

Bu çerçevede, BK'nın 386 ncı maddesinin ikinci fıkrası hükmü önemli bir boşluğu dolduran bir hüküm olarak değerlendirilmeli ve vekâlet sözleşmesi diğer iş görme sözleşmelerine oranla genel olarak düşünölmeli, sadece kanunda düzenlenmeyen iş görme sözleşmelerine değil, aynı zamanda kanunda düzenlenen iş görme sözleşmelerine de boşluk doldurucu olarak kıyasen uygulanabilmelidir<sup>184</sup>.

Derecelendirme sözleşmesinin esaslı unsurları, derecelendirme kuruluşları açısından derecelendirme faaliyetinin yürütölmesi ve sonuçlandırılması; müşteri açısından ise derecelendirme yapılabilmesi için gerekli bilgilerin sağlanması ve belirli bir bedelin ödenmesidir. Bu unsurlar esas alınarak derecelendirme sözleşmesi

<sup>181</sup> Çelik, A.: Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğu, Ankara 2005, s. 69.

<sup>182</sup> Aral, a.g.e., s. 410.

<sup>183</sup> Yavuz, C.: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, (Özel Borç İlişkileri), İstanbul 2002, s. 559.

<sup>184</sup> Yavuz, C.: Türk-İsviçre ve Fransız Medeni Hukuklarında Dolaylı Temsil, İstanbul 1983, s. 92; Bilge, N.: Borçlar Hukuku, Özel Borç Münasebetleri, B. 3, Ankara 1971, s. 286 vd.; Kayıhan Ş./ Günerkök, Ö.: “BK 386/II Karşısında İsimsiz İş Görme Sözleşmeleri Yapılabilir Mi?”, Atatürk Üniversitesi Erzincan Hukuk Fakültesi Dergisi, C. II, S. 1, Erzincan 1998, s. 279.

vekâlet akdi olarak nitelendirilebilmektedir<sup>185</sup>. Bir müşterinin devamlı olarak izlenmesi halinde de sürekli bir vekâlet ilişkisi söz konusudur<sup>186</sup>.

Derecelendirme uzmanları ile derece verdikleri işletmeler arasındaki hukuki ilişki, genellikle vekâlet sözleşmesine dayandırılmaktadır. Bu durum, derecelendirme uzmanları ile not verdikleri işletmeler arasındaki hukuki ilişkiler açısından kabul edilebilirse de, derecelendirme kuruluşları ile yatırımcılar arasındaki hukuki ilişkiler açısından kabul edilemez.

Diğer taraftan, derecelendirme sözleşmesi vekâlet sözleşmesinden farklı bazı özellikler taşımaktadır. Vekâlet sözleşmesinde vekil kural olarak bağımsız olmakla beraber söz konusu bağımsızlık sözleşme ile veya müvekkilin sonradan vereceği talimatlarla sınırlandırılabilir. Aynı zamanda vekil, işin görülmesi sırasında sürekli olarak vekâlet verenin menfaatlerini ve iradesini dikkate almak zorundadır. Hâlbuki derecelendirme sözleşmesinde derecelendirme kuruluşunun sahip olması gereken en önemli özellik bağımsızlıktır. Derecelendirme kuruluşları, vekilin aksine, derecelendirme faaliyeti sırasında müşterileri dâhil kimseden talimat almazlar, özel olarak kimsenin menfaatini de gözetemezler. Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme sözleşmesinden doğan en önemli borcu, derecelendirmenin, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ ve Yönetmelikle ayrıntıları belirlenmiş olan derecelendirme ilke ve kurallarına uygun yapılmasıdır.

Derecelendirme sözleşmesi ile vekâlet sözleşmesi arasındaki bir diğer farklılık da, sözleşmenin sonucuna ilişkin hükümlerde kendini göstermektedir. Vekâlet sözleşmesinde vekil, belirli bir sonuç yaratmayı borçlanmamaktadır. Buna rağmen işin görülmesi neticesinde bir sonuç ortaya çıkabilir. Bu durum sözleşmenin vekâlet sözleşmesi olma sonucunu değiştirmez<sup>189</sup>. Vekil, iş görme sonucunda başarılı

---

<sup>185</sup> *Bertschinger, U.*: “Rechtsprobleme rund um Ratings und Ratigagenturen”, Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1999, s. 97.

<sup>186</sup> *Boyacıoğlu, a.g.e.*, s. 61.

<sup>189</sup> *Zevkliler, a.g.e.*, s. 364.

bir sonucun gerçekleşmeme tehlikesini üzerinde taşımaz<sup>190</sup>. Önemli olan, belirli bir sonuca ulaşılabilmesi için gerekli özenin gösterilmesidir. Oysa derecelendirme sözleşmesinde belirli bir sonucun ortaya çıkarılması önemlidir. Derecelendirme sözleşmesi sonucunda gerçekleştirilmesi gereken sonuç, derecelendirme uzmanları tarafından yapılan inceleme ve analizlere göre bir derece verilmesidir.

Vekâlet sözleşmesi ile derecelendirme sözleşmesi arasında yukarıda açıklanan farklılıklar bulunmasına rağmen, bu iki sözleşmenin birbirine benzeyen yönleri de bulunmaktadır. Gerçekten de vekâlet sözleşmesi, iş görme sözleşmeleri arasında güven unsurunun ağır bastığı bir sözleşme türüdür. Vekâlet sözleşmesinin bu özelliği, bir güven müessesesi olarak nitelendirilebilecek olan derecelendirme faaliyetiyle benzerlik göstermektedir.

Sonuç olarak, derecelendirme sözleşmesi ile vekâlet sözleşmesi arasında bir takım benzerlikler bulunsa da, yukarıda belirtilen farklılıklar, derecelendirme sözleşmesine vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlerin uygulanmasına engel olmaktadır.

### **3- Eser (İstisna) Sözleşmesi ile Derecelendirme Sözleşmesinin Karşılaştırılması:**

Eser sözleşmesi, BK'nın 355 ve 371 inci maddeleri arasında düzenlenmiştir. Eser sözleşmesi, 355 inci maddede, "*İstisna bir akittir ki, onunla bir taraf (müteahhit), diğer tarafın (iş sahibi) vermeyi taahhüt eylediği semen mukabilinde bir şey imalini iltizam eder.*" şeklinde tanımlanmıştır. Buna göre eser sözleşmesi ile müteahhit, belirli bir sonucun (eserin) yaratılmasını borçlanmakta, buna karşılık iş sahibi ise ücret ödeme yükümlülüğü altına girmektedir<sup>191</sup>.

Eser sözleşmesinde, vekâlet sözleşmesinin aksine, işin görülmesinden çok ortaya çıkan sonuç önem taşır<sup>192</sup>. Bu nedenle müteahhit, sonucun gerçekleşmemesi tehlikesini üzerinde taşımaktadır. Oysa vekil sonucun gerçekleşmeme tehlikesini

<sup>190</sup> Aral, a.g.e., s. 407.

<sup>191</sup> Zevkliler, a.g.e., s. 325; Aral, a.g.e., s. 326.

<sup>192</sup> Aral, a.g.e., s. 327; Yavuz, Özel Borç İlişkileri, s. 445.

taşımamakta, yalnızca işin görülmesi sırasında göstermesi gereken özeni göstermemesinden sorumlu olmaktadır. Sonuç unsuru, eser sözleşmesini diğer sözleşmelerden ayıran en önemli özelliktir. Eser sözleşmesinin aksine sonuç unsuru, diğer sözleşmeler açısından zorunlu bir unsur değildir.

Doktrinde, eser sözleşmesiyle müteahhidin yerine getirmeyi borçlandığı sonucun mutlaka maddi bir şeyle kendisini göstermesi gerekmediği görüşü hâkimdir<sup>193</sup>. Bu nedenle eser sözleşmesinin konusu maddi varlığa sahip bir sonuç olabileceği gibi, maddi varlığa sahip olmayan bir sonuç da olabilir<sup>194</sup>. Ancak, eser sözleşmesiyle meydana gelen sonucun mutlaka bağımsız bir hukuki varlık olarak bir bütün oluşturması gerekir<sup>195</sup>. Eser sözleşmesine konu olabilecek sonucun bu şekilde gerçekleştirilmesi neticesinde ortaya çıkan sonuçlar da eser sözleşmesinin konusunu oluşturabilmektedir<sup>196</sup>. Buna göre, derece (not) ve mütalaa vermek gibi maddi olmayan sonuçlar da eser sözleşmesine konu olabilirler.

Derecelendirme kuruluşlarının görevi yerine getirmesindeki başarı esası, derecelendirme sözleşmesini eser sözleşmesine yaklaştırmaktadır. Gerçi derecelendirme kuruluşu müşterisine yazılı bir kredibilite raporu ya da başka belgeler sunmaz, yani eserini fiziksel olarak teslim etmez. Ancak bu durum “eser sözleşmesinin” varlığını çürütemez. Zira bir eser sözleşmesinin konusunu maddi olmayan eserlerin meydana getirilmesi de teşkil edebilir. Müşteri ile derecelendirme kuruluşu arasındaki mutabakatın içeriği, derecelendirme faaliyetinin yapılması ve yayınlanmasıdır.

Bu çerçevede, derecelendirme faaliyeti sonucunda, inceleme ve analizlere dayanılarak hazırlanan raporlar uyarınca verilen notlar da eser sözleşmesinin konusunu oluşturabilir. Zira, derecelendirme kuruluşundan istenen yalnızca bir işin görülmesi değil, aynı zamanda belirli bir sonucun da (derecelendirme notunun)

---

<sup>193</sup> Tandoğan, C. II, s. 1; Zevkliler, a.g.e., s. 326; Aral, a.g.e., s. 328; Yavuz, Özel Borç İlişkileri, s. 445.

<sup>194</sup> Tandoğan, C. II, s. 3; Zevkliler, a.g.e., s. 326; Aral, a.g.e., s. 327; Yavuz, Özel Borç İlişkileri, s. 446.

<sup>195</sup> Zevkliler, a.g.e., s. 327.

<sup>196</sup> Zevkliler, a.g.e., s. 325, 326; Yavuz, Özel Borç İlişkileri, s. 447.

meydana getirilmesidir. Dolayısıyla önemli olan, görülen işin sonucunda bir derece verilmesi değil, işin derece verilmek için yapılmasıdır.

Eser sözleşmesi, iş görme sözleşmeleri içerisinde derecelendirme sözleşmesiyle en fazla benzerlik gösteren sözleşmedir. Eser sözleşmesine konu olabilecek sonucun, insan emeğinin ürünü olması, bir bütün görünüşünü arz etmesi ve ekonomik bir değerinin olması gerekir<sup>197</sup>. Derecelendirme faaliyeti sonucunda verilen ve belli bir dereceyi haiz rapor bu şartların tamamını taşımaktadır.

Derecelendirme sözleşmesiyle eser sözleşmesi arasındaki bir diğer benzerlik de bağımsızlık konusunda ortaya çıkmaktadır. Eser sözleşmesi, diğer iş görme sözleşmeleri içerisinde iş gören kişinin bağımsızlığının en fazla olduğu sözleşmedir<sup>198</sup>.

Ancak derecelendirme faaliyetiyle tipik eser sözleşmesi arasında önemli bir fark vardır: Derecelendirme kuruluşunun not verme konusundaki maksadı, sadece müşteri için not vermek değildir; tersine, not vermenin tarafsız bir şekilde gerçekleştirilmesi ve yayınlanması konusunda derecelendirme kuruluşunun da arzusu vardır. Bunun haricinde, derecelendirilmeyi talep eden müşteri, verilecek olan nota herhangi bir etkide bulunamamaktadır.

Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notun yayınlanıp yayınlanmayacağı konusundaki karar da sadece derecelendirme kuruluşuna aittir. İhraççı ise bu duruma hiçbir etki etme imkânına sahip değildir. Dolayısıyla tipik olmayan bir sözleşme ilişkisinin mevcut olduğundan söz edilmelidir. Bu sözleşme ilişkisinde, eser sözleşmelerine özgü unsurlar ağırlıklıdır<sup>199</sup>.

Derecelendirme sözleşmesinde, BK'nın 355 vd. maddelerinde düzenlenen eser sözleşmesinden farklı olarak, derecelendirme kuruluşuna ödenecek ücretin belirtilmesi gerekmektedir. Kanımızca, bu husus derecelendirme sözleşmesinin eser sözleşmesi olarak nitelendirilmesini engellemektedir. Zira eser sözleşmesinde iş

---

<sup>197</sup> *Zevkliler*, a.g.e., s. 326.

<sup>198</sup> *Yavuz*, *Özel Borç İlişkileri*, s. 452.

<sup>199</sup> *Ebenroth/ Koos*, a.g.m., 487.



sahibinin meydana getirilecek eser karşılığı olarak bir ücret ödemeyi taahhüt etmesi yeterli olup, bu miktarın önceden belirlenmesi şart değildir<sup>200</sup>. Sonuç olarak, derecelendirme sözleşmesine en yakın sözleşmenin eser sözleşmesi olmakla birlikte, derecelendirme sözleşmesinde ödenecek ücretin sözleşmede belirtilmesi zorunluluğunun bulunması, derecelendirme sözleşmesine eser sözleşmesine ilişkin kuralların doğrudan uygulanmasını engellediğini düşünmekteyiz.

### III- Değerlendirme

Derecelendirme sözleşmesi bir iş görme edimini içerdiğinden dolayı diğer iş görme sözleşmeleri ile bazı benzerlikler göstermektedir. Ancak, bu sözleşmelerle derecelendirme sözleşmeleri arasında önemli farklılıklar da bulunmaktadır.

Derecelendirme sözleşmesinin benzer sözleşmelerle karşılaştırılması sonucunda, derecelendirme sözleşmesinin bu sözleşmelerden hiçbirisiyle tam olarak örtüşmediği görülmektedir. İş görme sözleşmeleri arasında derecelendirme sözleşmesi ile en çok benzerlik gösteren sözleşmenin eser sözleşmesi olduğu söylenebilir. Her iki sözleşme arasındaki en önemli benzerlik, iki sözleşmeyle de bir sonucun meydana getirilmesinin borçlanılmasıdır.

Bununla birlikte, derecelendirme sözleşmesinin kendine özgü (sui generis) bir sözleşme olduğunu düşünmekteyiz. Zira, benzer hususlar ne kadar fazla olursa olsun, bu sözleşmelerde derecelendirme sözleşmesinin mahiyetiyle bağdaşmayan unsurlar mevcuttur. Bu sebeple, derecelendirme sözleşmesini benzer sözleşmelerin kapsamına sokmak, bu sözleşmenin kendisine özgü mahiyetiyle bağdaşmayacaktır. Zaten derecelendirme sözleşmesinin kendisine özgü yapısı, diğer unsurlarına göre daha ağır basmaktadır. Çünkü derecelendirme sözleşmesi, bir özel hukuk sözleşmesi olmasının yanında kamu hukukuna ilişkin düzenlemelerin de uygulama alanı bulduğu bir sözleşmedir. Bu özellikleri nedeniyle derecelendirme sözleşmesi kendisine özgü unsurları ile değerlendirilmelidir.

---

<sup>200</sup> Aral, a.g.e., s. 333.

## **§ 3 – Derecelendirme Sözleşmesinden Doğan Hak ve Yükümlülükler**

### **I- Derecelendirme Kuruluşunun Hak ve Yükümlülükleri**

#### **1- Derecelendirme Kuruluşunun Hakları**

##### **A- Ücret Talep Etme Hakkı**

Müşteri için bir yükümlülük olan ücret ödeme borcu, derecelendirme kuruluşu için bir haktır. Derecelendirme kuruluşları, talep üzerine yapılan derecelendirme işlemi için ücret talep etme hakkına sahiptirler. Zira, derecelendirme faaliyeti sonucunda derecelendirme kuruluşu ücrete hak kazanır.

##### **B- Bilgi ve Belge Talep Ederek İnceleme Hakkı**

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyetine ilişkin olan tüm bilgi ve belgeleri müşteriden talep ederek inceleyebilir. Bilgi alma ve belgeleri inceleme yetkisi derecelendirme kuruluşları için aynı zamanda bir yükümlülüktür. Müşteriler de derecelendirme kuruluşunun bu taleplerini karşılamakla yükümlüdür. Zira, bu yetkilerin tam olarak kullanılması, derecelendirmenin sağlıklı bir şekilde yürütülebilmesi için zorunludur. Yönetmeliğin 19 uncu maddesi uyarınca, derecelendirme kuruluşu tarafından talep edilen bilgi ve belgeler müşteri tarafından verilmezse derecelendirme kuruluşu, derecelendirme faaliyetinin her aşamasında derecelendirme sözleşmesinden çekilebilir.

#### **2- Derecelendirme Kuruluşunun Yükümlülükleri**

##### **A- Sır Saklama Yükümlülüğü**

Hukukun çeşitli dallarında karşılaşılmakla birlikte, bugüne kadar sır kavramının yasal bir tanımı yapılamamıştır. Sözlük anlamı itibariyle sır, saklanması

gereken bilgi olarak ifade edilmektedir. Sır teşkil eden hususun bir meslek sahibi tarafından, mesleğini icra sırasında öğrenilmesi ise meslek sırrını teşkil eder<sup>201</sup>. Aslında her meslek faaliyetinin kendine özgü bir sır alanı vardır ve mesleki faaliyeti nedeniyle kendisine sır tevdi edilen kişi bu sırrı açıklamamak zorundadır<sup>202</sup>. Meslek sırrının açıklanmaması zorunluluğu kişilerin, güven içinde, korkusuz yaşama hürriyetlerine dayanmaktadır. Zira, sırlarının ifşa edileceği güvensizliği içinde bulunan kişiler, bir meslek ya da sanat mensubuna başvurmakta tereddüt edecek, bunun sonucunda da kamu menfaati tehlikeye düşecektir<sup>203</sup>. Bu bağlamda derecelendirme kuruluşları için düzenlenmiş bulunan “sır saklama yükümlülüğü” ile kastedilenin esas olarak meslek sırrı olduğunu söyleyebiliriz.

Hukukumuzda meslek sırrını açıklamak hem ceza hukuku hem de özel hukuk hükümleriyle müeyyide altına alınmıştır<sup>204</sup>. Nitekim, sırrın ifşa suçu, 5237 sayılı TCK’da ise “Toplum Karşı Suçlar” “Ekonomi, Sanayi ve Ticarete İlişkin Suçlar” başlığı altında düzenlenmiştir. Diğer taraftan, BK’nın 41 ve 49 uncu maddeleri ile MK’nın 24 üncü maddeleri çerçevesinde sırrı ifşa edenin hukuki sorumluluklarına da gidilebilmektedir<sup>205</sup>. Ayrıca, meslek sırrının korunması aynı zamanda “özel yaşamın korunması” bağlamında Anayasa Hukuku yönünden de düzenlenmiştir<sup>206</sup>.

Bu çerçevede, sır saklama yükümlülüğünün sermaye piyasası alanında ve dolayısıyla derecelendirme faaliyetlerinde özel bir önem taşıdığı açıktır. Derecelendirme kuruluşları ile derecelendirilen şirket arasındaki güven ilişkisi en üst noktaya ulaşmakta ve derecelendirme kuruluşu müşterisinin tüm bilgi ve sırlarına ulaşabilme olanağına kavuşmaktadır. Durum böyle olunca sır saklama yükümlülüğü ayrı bir önem kazanmakta ve derecelendirme kuruluşlarının bu yükümlülüğe aykırı davranıp davranmadıkları hususunun daha dikkatli bir şekilde değerlendirilmesi gerekmektedir.

---

<sup>201</sup> Donay, S.: Meslek Sırrının Açıklanması Suçu, İstanbul 1978, s. 7.

<sup>202</sup> Erem, F.: Meslek Sırrı, Ankara 1974, s. 41.

<sup>203</sup> Gözübüyük, A. P.: Türk Ceza Kanunu Gözübüyük Şerhi, C. II, Ankara 1968, s. 375.

<sup>204</sup> Güven, Ç.: Banka ve Müşteri Sırrının Korunması ve Ülke Uygulamaları, BDDK Uzmanlık Tezi, Ankara 2004, s. 6.

<sup>205</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Gözübüyük, A. P., a.g.e., s. 596-600; Donay, a.g.e., s. 18-25.

<sup>206</sup> Donay, a.g.e., s. 11-25.

Sır saklama yükümlülüğü, derecelendirme kuruluşları için düzenlenen önemli yükümlülüklerden bir tanesidir. Derecelendirme kuruluşları, yaptıkları iş dolayısıyla müşterilerinin çok önemli bilgi ve belgelerine ulaşabilecek bir konumdadır. Derecelendirme kuruluşlarının öğrendikleri bu bilgi ve belgeler nedeniyle hem müşterilerine hem de diğer bilgi kullanıcılarına zarar vermelerini engellemek için, bu kuruluşların görevleri sırasında öğrendikleri bilgileri açıklamaları yasaklanmıştır.

Derecelendirme kuruluşlarının sır saklama yükümlülüğü Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 22 nci ve Yönetmeliğin 21 inci maddelerinde düzenlenmiştir. Buna göre, müşteri ile derecelendirme kuruluşu arasında bilgilerin gizliliği konusunda yapılan bir sözleşme veya mevzuatta bir hüküm olmadığı takdirde, derecelendirme kuruluşu bilgilerin gizliliğini sağlayacak süreç ve mekanizmaları geliştirmek zorundadır. Yapılan sözleşmelerde ve mevzuatta aksine bir hüküm olmadıkça, derecelendirme kuruluşu ve çalışanlarının, gizli bilgileri yatırımcılara ve diğer kişilere açıklamaları yasaklanmıştır. Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme sözleşmesinde belirtilen şartlar dışında, gizli bilgileri yalnızca derecelendirme faaliyetleri için kullanmak zorundadırlar. Hatta derecelendirme kuruluşları, kuruluşun ilgili olduğu diğer şirket çalışanlarına dahi gizli bilgileri veremezler.

Bu bağlamda, sır saklama yükümlülüğü, derecelendirme kuruluşunun sır niteliğindeki bilgileri sadece üçüncü kişilerin değil, aynı zamanda bu bilgileri bilmesi gerekmeyen derecelendirme kuruluşunun diğer çalışanlarının da bahse konu bilgileri öğrenmesini önleme yükümlülüğünü kapsamaktadır. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları, müşterileri ile ilgili olanlar dâhil tüm kayıt ve belgelerin çalınma, hırsızlık ve kötüye kullanılmasına karşı her türlü önlemi almak zorundadırlar. Aksi halde, bu tür zararlardan sorumludurlar ve açılacak olan tazminat davasında kusursuzluklarını ispat etmeleri oldukça güçtür.

Ancak, bahse konu düzenlemelerde “sır” kavramı açıklanmamıştır. Sır kavramı, kısaca yukarıda da değinildiği üzere, bir kimsenin özel veya mesleki hayatı ile ilgili olup, maddi varlığa sahip bulunmayan, gizli tutulması gereken ve herkes

tarafından bilinmeyen hususlar olarak tanımlanabilir<sup>207</sup>. Derecelendirme kuruluşları, tüm hal ve koşullara bakarak, özellikle de derecelendirme sözleşmesinin yorumu yoluyla müşterilerinin neyin gizli tutulmasını istediklerini saptayabilmelidirler.

Sır saklama yükümlülüğü, kanuni düzenlemelerle getirilmiş bir yükümlülük olup, bu yükümlülüğün söz konusu olabilmesi için ayrıca tarafların aralarında sözleşme yapmalarına gerek yoktur. Bununla birlikte, taraflar sözleşmeyle bu yükümlülüğü sınırlandıramayacakları gibi ortadan da kaldıramazlar.

Sır saklama yükümlülüğünün kapsamına giren hususlar, yerine getirilen görev nedeniyle öğrenilen ve doğrudan doğruya bu görevle ilgili olan sırlara ilişkindir. Görevle ilgili olarak öğrenilmeyen, özel ilişkiler neticesinde öğrenilen sırların açıklanması bu yükümlülük kapsamında değerlendirilemez<sup>208</sup>.

Sırların belli kişilere açıklanması, sermaye piyasası alanında bazı kişilerin haksız kazanç elde etmelerine neden olabilir. Sermaye piyasasında herkesin gerekli bilgilere zamanında ve eşit ulaşabilmesi ilkesi esastır. Bu ilkeye aykırı davranılması halinde sermaye piyasasının temellerinden birini teşkil eden eşitlik prensibi bozulmuş olur ve bazı kişiler haksız kazanç elde ederken, yatırımcıların büyük çoğunluğu zarara uğrar. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşları ve çalışanları verdikleri derecelendirme hizmeti dolayısıyla öğrendikleri sırları açıklamama yükümlülüklerinin yanında, ayrıca bu sırları kendilerinin ve üçüncü kişilerin menfaatlerine kullanmamakla da yükümlüdürler. Öğrenilen bilgilerden yararlanma, insider-trading (insider işlemleri) olarak ifade edilmektedir<sup>209</sup>. Insider, işletmedeki görevi nedeni ile sır sayılabilecek bilgilere ulaşan ve bu bilgileri kendi veya üçüncü kişi menfaatine kullanabilecek kişileri ifade etmektedir.

Diğer taraftan, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 22 nci maddesinin (7) numaraları fıkrası uyarınca, sır saklama yükümlülüğü sadece görev süresi ile sınırlı

---

<sup>207</sup> Akıntürk, T.: Türk Medeni Hukuku, C. I, İstanbul 1998, s. 393.

<sup>208</sup> Donay, a.g.e., s. 8-9.

<sup>209</sup> Turanboy, a.g.e., s. 31.

bir yükümlülük değildir. Görev süresi bittikten sonra da sır saklama yükümlülüğü devam eder.

Sır saklama yükümlülüğü, derecelendirme kuruluşları açısından sınırlı olarak ele alınmalıdır. Bu noktada belirtmek gerekir ki, kamuyu aydınlatma, derecelendirme faaliyetinin en önemli amacı olduğundan, derecelendirme faaliyeti neticesinde elde edilen verilerin açıklanması derecelendirme faaliyetinin en temel özelliğini arz etmektedir. Bu nedenle, derecelendirme sonucunda bazı bilgiler müşterinin zararına da olsa “kamuya” açıklanabilir. Eğer bu açıklama kamuya değil de, bilgi kullanıcılarından biri veya birkaçına yapılmışsa sır saklama yükümlülüğünün ihlali olarak değerlendirilmelidir.

Derecelendirme kuruluşunun tüm çalışanları ve derecelendirme kuruluşuna dışarıdan hizmet verenlerin, işleri dolayısıyla öğrendikleri sırları açıklamaları ve bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanmaları yasaklanmıştır. Ancak, derecelendirme notu ile ilgili açıklamalar, kamuyu aydınlatma amacıyla mevzuat gereği yapılan ilan ve duyurular, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 22 nci ve Yönetmeliğin 21 inci maddelerinin (4) numaralı fıkraları uyarınca adli veya mevzuatla yetkili ve görevli kılınmış olmak kaydıyla, idari işlemlere ve her türlü inceleme ve soruşturma halleri ile suç oluşturan durumlara ilişkin olarak sır sayılan bilgilerin yetkililere verilmesi sır saklama yükümlülüğüne aykırılık oluşturmaz.

## **B- Mesleki Özen ve Titizlik Gösterme Yükümlülüğü**

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 15 inci, Yönetmeliğin 10 uncu maddesinde düzenlenen mesleki özen ve titizlik gösterme yükümlülüğünün konusunu, derecelendirme kuruluşunun derecelendirme faaliyetinin başarılı olması için işlerin normal akışına göre gerekli girişim ve davranışlarda bulunması ve sonucu engelleyecek davranışlardan kaçınması teşkil eder. Burada kabul edilen özen borcunun niteliği objektiftir. Zira, özen ve titizlik ile, dikkatli ve basiretli bir uzman personelin aynı koşullar altında ayrıntılara vereceği önem, dikkat ve gayret

kastedilmektedir<sup>210</sup>. Bu bağlamda, özellikle derecelendirme kuruluğu yönetim kurulu üyelerinin şirket işlerinde basiretli ve makul bir tacir gibi hareket etmesi gerekmektedir.

### **C- Derecelendirme İlke ve Kurallarına Uygun Davranma Yükümlülüğü**

Yönetmeliğin 20 nci ve Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 15 inci maddesi gereğince derecelendirme kuruluşları, derecelendirme ilke ve kurallarına uygun davranma yükümlülüğü altındadırlar. Anılan Tebliğin 14 üncü maddesi, derecelendirme kuruluşlarının, faaliyetlerini yine Tebliğin 5 inci bölümünde belirlenen ilke ve esaslara uygun bir şekilde yürüteceklerini hüküm altına almıştır.

### **II- Müşterinin Hak ve Yükümlülükleri**

Derecelendirme sözleşmesinin tam iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme olması nedeni ile müşterilerin de bir takım hak ve yükümlülükleri bulunmaktadır.

**1-Müşterinin Hakları:** Müşterinin vermiş olduğu ücret karşılığında işletmesi hakkında derecelendirme işlemi yapılarak hakkında not verilmesini isteme hakkı bulunmaktadır.

**2-Müşterinin Yükümlülükleri:** Derecelendirme kuruluşu ile yapılan derecelendirme sözleşmesi çerçevesinde yapılacak olan derecelendirme faaliyeti dolayısıyla müşterilerin ücret ödeme ve gerekli bilgi ve belgeleri sağlamak yükümlülükleri bulunmaktadır.

### **A- Ücret Ödeme Yükümlülüğü:**

Müşterinin derecelendirme sözleşmesinden doğan yükümlülüklerin başında ücret ödeme borcu gelir. Müşterinin ödeyeceği ücret derecelendirme sözleşmesinde serbestçe kararlaştırılır. Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 12 nci ve Yönetmeliğin 18

---

<sup>210</sup> *Boyacıoğlu*, a.g.e., s. 64; *Sunali*, H./ *Usman*, E.; “Rating: Türkiye’deki Yasal Düzenleme”, *Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi*, Aralık 1998-Ocak 1999, s. 17.

inci maddeleri uyarınca belirlenen ücretin mutlaka sözleşmede gösterilmesi gerekmektedir. Derecelendirme ücretinin, derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığı açısından önem arz etmesi sebebi ile, bu ücretin şarta bağlı olarak veya derecelendirme faaliyeti sonucunda ortaya çıkacak sonuca göre belirlenmesi mümkün değildir. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları bağımsızlık ilkesinin bir gereği olarak çalışanların ücretlerini, bu kişilerin görev aldıkları derecelendirme çalışmalarından elde edilen gelirlerle ilişkilendiremezler.

#### **B- Gerekli Bilgi ve Belgeleri Sağlama Yükümlülüğü:**

Müşteriler derecelendirme kuruluşu tarafından talep edilen derecelendirme ile ilgili tüm bilgi ve belgeleri (gizli olsalar dahi) derecelendirme kuruluşuna vermek zorundadırlar. Aksi halde, Yönetmeliğin 19 uncu uyarınca, derecelendirme kuruluşları gerekli bilgi ve belgeleri edinememeleri nedeni ile derecelendirme faaliyetinden çekilebilirler.

### **§ 4 – Derecelendirme Sözleşmesinin Sona Ermesi**

#### **I- Genel Olarak**

Doktrinde, derecelendirme sözleşmesi vekâlete ilişkin hükümlere tabi olduğundan, hem derecelendirme kuruluşunun hem de müşterinin bir irade beyanıyla her zaman derecelendirme sözleşmesini ortadan kaldıracak şekilde ileri sürülmektedir<sup>214</sup>. Bununla birlikte, sözleşmenin zamansız olarak feshedilmesi sonucu, derecelendirme kuruluşu müşterinin uğradığı zararı gidermekle yükümlüdür. Ayrıca, gerek derecelendirme kuruluşu gerek müşterinin, azil ve istifanın her zaman mümkün olacağı konusundaki haklarından önceden bir sözleşme yapmak suretiyle vazgeçmeleri mümkün değildir<sup>215</sup>.

---

<sup>214</sup> *Bertschinger*, a.g.m., s. 101.

<sup>215</sup> *Bertschinger*, a.g.m., s. 101.



Derecelendirme faaliyetinin haiz olduğu önem nedeniyle, derecelendirme kuruluşlarının müşterileri ile uzun süreli derecelendirme sözleşmesi yapmalarına izin verilmemiştir. Diğer pek çok hususta olduğu gibi sözleşmenin süresi konusunda da emredici düzenlemeler getirilmiştir. Bahse konu sürelerin dolmasıyla derecelendirme sözleşmesi sona erer. Bunun dışında, derecelendirme kuruluşunun sözleşmeden çekilmesi durumunda ve müşterinin derecelendirme sözleşmesini feshetmesi halinde de derecelendirme sözleşmesi sona erer.

## **II- Derecelendirme Sözleşmesinin Sona Erme Sebepleri**

### **1- Sözleşmenin Süresinin Dolmuş Olması:**

Yönetmeliğin 18 inci maddesi uyarınca yetkili derecelendirme kuruluşu bir müşteri ile birbirini izleyen azami dört hesap dönemi (dört takvim yılı) için derecelendirme sözleşmesi imzalayabilir. Derecelendirme sözleşmesinin sona ermesinden sonra derecelendirme kuruluşunun azami görev süresi sona ermişse, aynı müşteriye dört hesap dönemi sonrasında tekrar hizmet verilebilmesi için en az bir hesap döneminin geçmesi gerekir.

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğde ise derecelendirme sözleşmesinin süresine ilişkin açık bir bilgiye yer verilmemiştir. Ancak, anılan Tebliğin 4 üncü maddesinin (4) numaralı fıkrasında talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışmasına ilgili işletmenin birbirini izleyen üç hesap dönemi süresince devam edilebileceği hükmüne yer verilmiştir.

### **2- Derecelendirme Kuruluşunun Çekilmesi:**

Yönetmeliğin 19 uncu maddesinin (1) numaralı fıkrasına göre yetkili derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyetlerinin önemli ölçüde sözleşme hükümlerine aykırı olarak sınırlandırılması, talep edilen bilgi ve belgelerin sağlanamaması, suiistimalden kaynaklanan yanlış bir beyanda bulunulması veya

benzeri durumların gerçekleşmesi ihtimali söz konusu ise derecelendirme faaliyetinin her aşamasında çekilebilir.

### **3- Müşterinin Sözleşmeyi Feshetmesi**

Seri VIII, No:51 sayılı Tebliğ’de, müşterinin derecelendirme sözleşmesini feshetmesine ilişkin doğrudan bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Bununla birlikte müşterinin, kendisine verilen kredi veya kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesini gösteren notunun düşük olduğunu, bu nedenle kendisine haksızlık yapıldığını öne sürerek derecelendirme sözleşmesini feshetmesi mümkündür. Ancak bunun için müşterinin bahse konu olguları ispatlaması gerekmektedir. Örneğin, aynı derecelendirme kuruluşu tarafından kendisine verilen not ile aynı şartlar altında bulunan bir başka şirkete verilen notun farklılık arz etmesi veya bir başka derecelendirme kuruluşunun kendisi için verdiği notun çok daha yüksek olması hallerinin ispat edilmesi durumunda müşterinin sözleşmeyi feshetmesi mümkündür.

Buna karşın, bankalar için Yönetmelik’te özel düzenlemelere yer verilmiştir. Buna göre, Yönetmeliğin 19 uncu maddesinin (2) numaralı fıkrası uyarınca derecelendirme faaliyetinden çekililmesi ya da yetkili derecelendirme kuruluşunca Yönetmeliğin 18 inci maddenin ikinci fıkrasının (ğ) bendi uyarınca, 26 ncı maddede belirlenen usul ve esaslara uygun bir şekilde mesleki sorumluluk sigortasının yaptırılmaması derecelendirme sözleşmesinin feshi sebepleri olarak kabul edilir.

Derecelendirme sözleşmesinin tarafının banka olması ve yetkili derecelendirme kuruluşunun Yönetmeliğin 19 uncu maddesinin (2) numaralı fıkrası kapsamında çekilmesi halinde durum, yetkili derecelendirme kuruluşunca gerekçesi ile birlikte BDDK’ya bildirilir.

Bankanın derecelendirme sözleşmesini feshedebilmesi için derecelendirme sözleşmesine aykırı hareket edilmesi veya derecelendirme faaliyetinin Yönetmelikte belirtilen esaslara göre yapılmaması ve bunlara ilişkin sunulacak kanıtların BDDK tarafından uygun görülmüş olması koşulu aranır. BDDK’nın hangi kanıtları uygun

bulacağı, bir başka ifade ile haklı gerekçelerin neler olabileceği Yönetmelikte belirtilmediği için, bu durum, somut olayın şartlarına göre BDDK tarafından takdir edilecektir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DERECELENDİRME KURULUŞLARININ HUKUKİ ve CEZAI SORUMLULUĞU

#### § 1 – Genel Olarak

Derecelendirme faaliyetleri dolayısıyla derecelendirme kuruluşları ile müşteriler ve üçüncü kişiler arasında ciddi sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Bu sorunlar nedeniyle derecelendirme kuruluşlarının hukuki ve cezai sorumluluğu gündeme gelmektedir.

Türk hukukunda derecelendirme kuruluşlarının hukuki ve cezai sorumluluklarına ilişkin doğrudan bir düzenleme bulunmamakta olup, konu genel hükümlere atıf yapılmak suretiyle düzenlenmiştir. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşlarının bir anonim şirket olarak hukuki ve cezai sorumluluklarının genel hükümlere tabi olduğunu söyleyebiliriz.

Bu bölümde ilk olarak sorumluluk kavramı ve derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğunun önemi üzerinde durulacak, daha sonra derecelendirme kuruluşlarının hukuki ve cezai sorumluluğu incelenecektir.

#### § 2 – Sorumluluk Kavramı

Sorumluluk kavramı kısaca, bir kimsenin başkasına verdiği zararlardan dolayı çeşitli yaptırımlarla karşı karşıya kalması olarak tanımlanabilir. Sorumluluk, genellikle hukuki ve cezai sorumluluk olarak karşımıza çıkar. Özel hukuk alanında borç ve sorumluluk kanundan doğar<sup>216</sup>. Diğer bir deyişle, kanunun açıkça ya da zımnen yer vermediği ve tanımlamadığı hiç bir borç hukuken varsayılmaz<sup>217</sup>.

<sup>216</sup> *Kocayusufoğlu*, N.: Borçlar Hukuku, İstanbul 1985, s. 93.

<sup>217</sup> *Battal*, A.: Bankaların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2001, s. 5.

Hukuki sorumluluk en geniş anlamı ile başkalarına verilen zararların tazminini ifade eder<sup>218</sup>. Bu özelliği nedeni ile sorumluluk hukukuna “*tazminat hukuku*” da denilmektedir<sup>219</sup>. Hukuki sorumluluk özel kişiler arasındaki ilişkileri düzenler ve özel hukuk içinde yer alır. Hukuki sorumluluk kendi içinde sözleşmeden doğan sorumluluk ve sözleşme dışı sorumluluk olarak ikiye ayrılır<sup>220</sup>. Sözleşmeden doğan sorumlulukta zarar veren kişi ile zarar gören kişi arasında zararın meydana gelmesinden önce özel bir hukuki ilişki mevcuttur. Sözleşmeden doğan sorumluluk, sözleşmeden kaynaklanan bir borcun yerine getirilmemesi halinde söz konusu olur<sup>221</sup>. Sözleşme dışı sorumlulukta ise hukuk düzeninin herkese yüklediği genel ve objektif bir yükümlülüğün (ödevin) ihlalden doğan zarardan sorumluluk söz konusudur<sup>222</sup>.

Cezai sorumluluk ise bir kimsenin davranışları ile kamuya zarar vermesi veya zarar tehlikesi yaratması durumunda söz konusu olur. Hukuki sorumluluk ile cezai sorumluluk arasında amaçları bakımından bir farklılık vardır. Hukuki sorumlulukta amaç, meydana gelen zararın giderilmesi iken, cezai sorumlulukta amaç toplumun korunmasıdır. Zira, hukuka aykırı bir fiille başkalarının haklarını ihlal eden failin, bu fiili aynı zamanda toplum menfaat ve düzenini de ihlal ediyorsa onu cezalandırmak yetkisi devlete tanınmıştır<sup>223</sup>.

### **§ 3 – Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğunun Önemi**

Derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu konusu, son yıllarda finans sektörünü önemli ölçüde meşgul eden sorunların başında gelmektedir. Sermaye piyasası mahiyeti itibarıyla riskin mevcudiyetinin esas olduğu bir piyasadır. Bu nedenle, sermaye piyasası ile ilişki içinde olan kişiler, her zaman bu piyasadan zarar görme tehlikesi altındadır. Zarar görme tehlikesi altında olan kişilerin başında da

---

<sup>218</sup> Eren, a.g.e., s. 456; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altın, a.g.e., s. 18.

<sup>219</sup> Eren, a.g.e., s. 456.

<sup>220</sup> Tandoğan, H.: Türk Mesuliyet Hukuku, (Mesuliyet), Ankara 1961, s. 5.

<sup>221</sup> Tandoğan, Mesuliyet, s. 5.

<sup>222</sup> Eren, a.g.e., s. 473; Tandoğan, Mesuliyet, s. 7.

<sup>223</sup> Eren, a.g.e., s. 474.

yatırımcılar bulunmaktadır. Yatırımcılar dışında zarar görme tehlikesi bulunan bir diğer grup ise bilgi kullanıcıları olarak ifade edilebilecek kişilerdir.

Derecelendirme kuruluşlarının sermaye piyasasında yerine getirdikleri faaliyetin önemi oldukça büyüktür. Zira, derecelendirme kuruluşlarınca yerine getirilen faaliyetler, tüm sermaye piyasasını yakından ilgilendirir. Derecelendirme faaliyetinin taşıdığı bu önem dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarına bir takım yükümlülükler ve sorumluluklar yüklenmiştir. Böylelikle, hem derecelendirme faaliyetinin kalitesinin artırılması hem de yatırımcıların daha iyi korunması amaçlanmıştır.

Bu bağlamda derecelendirme kuruluşları, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere, dünyanın birçok ülkesinde sermaye piyasalarının gelişmesi ve güçlenmesi açısından ciddi yarar ve katkılar sağlamıştır ve sağlamaya da devam etmektedirler. Ancak, bu kurumların kontrol edilemeyen güçlerinin suiistimale de açık olduğu kuşkusuzdur. Zira bu kuruluşların hiçbir uluslararası kuruma karşı sorumluluğu bulunmamaktadır. Diğer taraftan bu kuruluşlar adeta bir doğal tekel niteliği taşımaktadır ki bu nitelik derecelendirme sektörünün rekabete açılmasının önündeki en büyük engeldir. Kısaca bu şekilde özetlenen bahse konu sebeplerle derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu konusu büyük önem arz etmektedir.

## **§ 4 – Derecelendirme Kuruluşlarının Hukuki Sorumluluğu**

### **I- Genel Olarak**

Derecelendirme kuruluşlarının hukuki sorumluluğu konusuna ilişkin Türk hukukunda doğrudan bir düzenleme bulunmamakta olup, konu genel hükümlere atıf yapılmak suretiyle düzenlenmiştir. Bu nedenle çalışmamızda sorumluluk konusunun genel esasları Türk hukukundaki düzenlemeler dikkate alınarak incelenecektir.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, derecelendirme faaliyeti sonucunda derecelendirme notu olarak ortaya çıkan görüş, hiçbir zaman bilgi kullanıcıları

açısından mutlak güvenilir bir görüş olarak algılanamaz. Zira derecelendirme kuruluşu derecelendirme notlarının gerçeği yansıttığı konusunda bilgi kullanıcılarına bir garanti vermemekte, sadece derecelendirme faaliyeti sonucunda kendi edinmiş olduğu kanaati bildirmektedir. Dolayısıyla, derecelendirme kuruluşunun sorumluluğu garanti vermek konusunda değil, bir derecelendirme çalışmasında yapılması gerekenleri yapmak konusundadır.

Bu çerçevede, derecelendirme kuruluşlarının hukuki sorumluluğunun, derecelendirme sözleşmesinin ihlalden veya haksız fiilden kaynaklandığı söylenebilir.

## **II- Derecelendirme Kuruluşlarının Hukuki Sorumluluğunun Düzenleniş Şekli**

Derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu konusunda her ülke kendi özelliklerini dikkate alarak çeşitli düzenlemeler yapmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu konusunda en ayrıntılı düzenlemeler sermaye piyasasının ve ticari hayatın gelişmiş olduğu ülkelerde yapılmıştır. Buna karşın ülkemizde ve genel olarak pek çok ülkede derecelendirme ve derecelendirme faaliyetinden doğan sorumluluk konuları yeterli gelişme kaydedememiştir.

Derecelendirme kuruluşları anonim şirket statüsünde olduklarından, TTK'nın yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin hükümleri derecelendirme kuruluşlarının yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları hakkında da uygulama alanı bulacaktır.

Derecelendirme faaliyetinden kaynaklanan zararın giderilmesini teminen, zarar gören müşterilerin veya sözleşmenin tarafı olmayan üçüncü kişilerin tazminat davası açma hakları bulunmaktadır.

## **1- Türk Hukukunda Derecelendirme Kuruluşlarının Hukuki Sorumluluğunun Düzenleniş Şekli**

Türk hukukunda derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu konusu genel olarak düzenlenmiştir. Ancak, yapılan bu düzenlemelerin yetersizliği ve genel hükümlere yapılan atıf nedeniyle, genel hükümlerin derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu konusunda uygulama alanı oldukça genişlemiştir.

Derecelendirme kuruluşlarının kuruluş, faaliyet ve ilke ve kuralları esas olarak BDDK tarafından çıkarılan Yönetmelik ve SPK'nın Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliği ile düzenlenmiş olduğundan, sorumluluk konusu da iki ayrı başlık altında incelenecektir.

### **A- BDDK Yönetmeliği Uyarınca Hukuki Sorumluluk**

Bağımsız denetim, değerlendirme, derecelendirme ve destek hizmeti kuruluşlarının vermiş olduğu hizmetler nedeniyle üçüncü (sözleşme taraflarının dışındaki) kişilerin de zarara uğraması ihtimal dâhilindedir. Bu kişiler bankanın veya 5411 sayılı Bankacılık Kanunu kapsamındaki kuruluşların alacaklıları (özellikle mudiler) olabileceği gibi, banka veya anılan Kanun kapsamındaki kuruluşların hisselerini edinen veya bunlar ile hukuksal ilişkide bulunan diğer kişiler de olabilecektir. Kanun koyucu, 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 33 üncü maddesinde, bağımsız denetim kuruluşlarının üçüncü kişilere verdikleri zararlardan dolayı sorumlu olduklarını ayrıca hükme bağlamış ise de, bu hüküm belirtilen hukuki durumu değiştiren bir düzenleme olmadığı gibi, bağımsız denetim kuruluşlarının objektif (kusursuz) sorumluluğunu öngören bir düzenleme de değildir<sup>224</sup>.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, bağımsız denetim kuruluşları için 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 33 üncü maddesinde öngörülmüş olan sorumluluk kuralına, anılan Kanunun değerlendirme ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin

---

<sup>224</sup> Alici, Y.: Bankacılık Kanunu Şerhi, Ankara 2007, s. 352.



hükümler içeren 34 üncü maddesinde yer verilmemiş olması iki tür hizmet arasında bu yönden bir fark olduğu izlenimi uyandırdığından isabetli olmamıştır<sup>225</sup>.

BDDK'nın Yönetmeliğinde sorumluluğu doğrudan düzenleyen bir maddeye yer verilmemekle birlikte, 26 ve 28 inci maddelerinde mesleki sorumluluk sigortasına ilişkin genel bilgilere yer verildiği görülmektedir. Anılan Yönetmelikte, derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerinden doğan sorumluluğa ilişkin genel bir maddeye yer verilmeyişinin bir eksiklik teşkil ettiğini düşünmekteyiz. Zira, mesleki sorumluluk sigortasına ilişkin hükümlerin işletilebilmesi için öncelikle sorumluluğa ilişkin düzenlemelerin uygulama alanı bulması gerekmektedir. Her ne kadar bu yönde bir düzenlemeye yer verilmemesi derecelendirme kuruluşlarının haksız fiil sorumluluklarını ortadan kaldırmasa da, bağımsız denetim kuruluşlarının hukuki sorumluluklarına ilişkin 5411 sayılı Bankacılık Kanununda yer verilen düzenlemeye benzer bir hükmün anılan Yasaya ve Yönetmeliğe eklenmesinin bahse konu eksikliği gidermesi bakımından yararlı olacağı kanaatindeyiz.

#### **B- SPK'nın Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliği Uyarınca Hukuki Sorumluluk**

5411 sayılı Bankacılık Kanunundaki bahse konu eksikliğe benzer bir şekilde, 2499 sayılı SerPK'nın 16 ncı maddesinde bağımsız denetim kuruluşlarının, denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan hukuken sorumlu olduklarına ilişkin açık bir düzenlemeye yer verilmiş olmasına rağmen, 2499 sayılı SerPK'da derecelendirme kuruluşlarının sorumluluklarına ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Her ne kadar ilgili yasada sorumluluğa ilişkin bir düzenleme bulunmasa da, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğde derecelendirme faaliyetinden kaynaklanan sorumluluk konusu, BDDK tarafından çıkarılan Yönetmeliğin aksine özel olarak aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir:

*“MADDE 27 – (1) Derecelendirme faaliyetinin bu Tebliğde belirtilen ilke, esas ve usullere uygun olarak yapılmamasından dolayı, müşteriler ve üçüncü şahısların*

---

<sup>225</sup> Battal, Şerh, Ankara 2006, s. 178.

*uğrayabilecekleri zararlardan, genel hükümler saklı kalmak kaydıyla, derecelendirme kuruluşu ile birlikte ilgili derecelendirme uzmanları ve derecelendirme komitesi üyeleri müteselsilen sorumludur.*

*(2) Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları, gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetlerinden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptırırlar.*

*(3) Derecelendirme kuruluşunun ortakları, yöneticileri, derecelendirme komitesi üyeleri, kontrolör ile derecelendirme uzmanları ve diğer çalışanlarının cezai sorumlulukları saklıdır.”*

Görüldüğü üzere, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ ile derecelendirme faaliyeti nedeniyle doğan zararlardan kimlerin sorumlu olacağı, kimlere karşı ve hangi sebeplerden sorumlu olunacağı diğer düzenlemelere göre ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir. Buna göre, müşterilere ve üçüncü kişilere karşı derecelendirme kuruluşu ile birlikte ilgili derecelendirme uzmanları ve derecelendirme komitesi üyeleri birlikte sorumludur.

Derecelendirme kuruluşlarının, müşterilere ve üçüncü kişilere karşı hukuki sorumluluğuna yol açan nedenlerin başında derecelendirmenin, derecelendirme ilke ve kurallarına uygun olarak yapılmaması gelir. Müşteri kavramı, üçüncü kişi kavramına göre daha belirli olup, genel olarak ihraççı anlamında kullanılmaktadır. Ancak, üçüncü kişi kavramı müşteri kavramı kadar açık değildir. Çalışmamızda bilgi kullanıcıları olarak ifade edilen kişiler (müşteriler dışında) üçüncü kişi olarak ifade edilmektedir. Bilgi kullanıcıları, müşteriye ait mali tablo ve raporlarla ilgilenen ve bunları karar alma süreçlerinde kullanan herkesi ifade etmektedir.

Müşterilere karşı sorumluluğun dışında başta yatırımcılar olmak üzere diğer bilgi kullanıcılarının haklarını tehlikeye düşürmemek amacıyla, üçüncü kişilere karşı sorumluluktan da bahsedebiliriz. Derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluğu müşterilere karşı sorumlulukta olduğu gibi derecelendirmenin, derecelendirme ilke ve kurallarına uygun yapılmamasından kaynaklanır. Derecelendirme ilke ve kurallarına aykırılık ise, derecelendirme kuruluşunun kasıtlı

davranışlarından, gerekli mesleki özeni göstermemesinden veya gerekli mesleki yeterlilik ve tecrübeye sahip olmamasından kaynaklanabilir.

## **2- Zorunlu Sorumluluk Sigortası ile İlgili Genel Bilgiler ve İkincil Düzenlemelerde Yer Alan Zorunlu Mesleki Sorumluluk Sigortası Şartının Sözleşme Özgürlüğü Çerçevesinde Değerlendirilmesi**

### **A- Zorunlu Sorumluluk Sigortaları ve Mesleki Sorumluluk Sigortaları**

Günümüzde teknolojinin gelişmesi ve bu teknolojik gelişmelere bağlı olarak meydana gelebilecek olası tehlikelerin varlığı sorumluluk hukuku ve sorumluluk sigortasının gelişmesine sebep olmuştur. Sorumluluk sigortası, önceden kararlaştırılmış belirli bir prim karşılığında kişinin tazmin etmekle yükümlü olacağı zararları güvence altına almasını sağlayan bir sigorta türüdür. Bir başka tanıma göre sorumluluk sigortası, sigorta ettireni sigorta poliçesinde belirtilen sıfatı dolayısıyla üçüncü şahıslara verdiği zararlardan doğan tazminat taleplerinden muaf kılmak amacıyla geliştirilmiş bir sigorta türüdür.

Zorunlu sorumluluk sigortası da, en yalın hali ile sigortalının üçüncü şahıslara vereceği zararlar sonucu karşılaşacağı tazminat taleplerini karşılamak üzere yapılan sigortadır. Bu sigorta ile sigorta ettiren, üstlendiği sorumluluk neticesinde meydana gelme olasılığı bulunan “zararı karşılama” ya da “tazminat ödeme” riskini belirli bir prim karşılığında sigorta şirketine devretmektedir<sup>226</sup>.

Zorunlu sorumluluk sigortasında sigorta ettiren, kanundan doğabilecek bir sorumluluğunu sigorta ettirmek zorunda bırakılmaktadır. Sigorta ettiren, zorunlu olarak bir sorumluluk sigortası sözleşmesi yapmak zorunda bırakılsa da bu durum - ihtiyari- sorumluluk sigortalarına ait ilke ve kuralların burada uygulanmayacağı anlamına gelmez. Aralarındaki tek fark, bu ikincilerin kanun gereğince yapılmasının zorunlu olmasından ibarettir.

---

<sup>226</sup> Çipil, M.: Dünyada Zorunlu Sigorta Uygulamaları ve Türkiye Örneklerinin İncelenmesi, Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi, Ankara 2003, s. 7.

Mesleki sorumluluk sigortası ise, serbest meslek faaliyetlerinden doğan sorumluluğun sigortası olup<sup>227</sup>, serbest meslek faaliyeti ile uğraşanların bu faaliyetlerinin icrası sırasında üçüncü kişilere vermiş oldukları zararlar dolayısıyla kendilerine yöneltilen tazminat taleplerini güvence altına almayı amaçlayan bir sigorta türüdür. Bu sigorta türünde sigortacı, sigorta ettirenin üçüncü kişilere ödemek zorunda olduğu tazminat riskini üstlenir. (Örneğin, sigorta şirketi derecelendirme kuruluşunun bankaya verdiği zarar nedeniyle ödemek zorunda olduğu tazminat riskini üstlenir.) Böylece sigorta ettiren tazminat sorumluluğu nedeniyle malvarlığında meydana gelebilecek olan azalmayı teminat altına almış olur. Bu sigortanın sigorta ettiren tarafından zarara uğratılan üçüncü kişilerle ilgisi yoktur<sup>228</sup>.

#### **B- Zorunlu Sorumluluk Sigortalarının Anayasa'nın 48 inci maddesindeki Sözleşme Özgürlüğü Karşısındaki Durumu:**

5684 sayılı Sigortacılık Kanununun 12 nci maddesi, zorunlu sigortalardan kanundan doğabileceğini açık bir şekilde hükme bağlamıştır<sup>229</sup>. Bu husus, Anayasa'nın 13 üncü maddesindeki “*Temel hak ve hürriyetler, özlerine dokunulmaksızın... ancak kanunla sınırlanabilir...*” hükmü ile bir arada düşünüldüğünde, zorunlu sigorta olan -mesleki- sorumluluk sigortalarının ancak bir kanun hükmü ile getirilebileceği sonucuna ulaşılmaktadır<sup>230</sup>. Zira, zorunlu sigorta ihdas etmenin, Anayasa'nın 48 inci maddesinde düzenlenen “sözleşme hürriyeti” ilkesine bir sınırlama getirdiği açıktır<sup>231</sup>.

<sup>227</sup> Şenocak, K.: Mesleki Sorumluluk Sigortası, Ankara 2000, s. 1.

<sup>228</sup> Bozer, A.: Sigorta Hukuku, Genel Hükümler - Bazı Sigorta Türleri, Ankara 2004, s. 18.

<sup>229</sup> Anılan Kanunun 12 nci maddesinin (1) numaralı fıkrası: “*Sigorta tarifeleri, sigortacılık esasına ve genel kabul görmüş aktüeryal tekniklere uygun olarak sigorta şirketleri tarafından serbestçe belirlenir. Ancak, bu Kanuna ve diğer kanunlara göre ihdas edilen zorunlu sigortalardan teminat tutarları ile tarife ve talimatları Bakan tarafından tespit olunur ve Resmî Gazetede yayımlanır.*” hükmünü haizdir.

<sup>230</sup> Bozkurt, T.: “Haklarında Özel Bir Sınırlama Nedeni Öngörülmemiş Temel Hak ve Hürriyetlerin Sınırlanması Sorunsalı: Özellikle Sözleşme Hürriyeti Açısından Durum”, AnKBd., Ankara 2008, S. 1, s. 135.

<sup>231</sup> Bu yönde bkz. Çipil, a.g.e., s. 20. Yazar, kamu yararı gözetilen kanun koyucunun, özel bir sigorta türü olan zorunlu sigortalarda, sözleşme kurma zorunluluğu ile bu özgürlüğe müdahale ettiğini ifade ettikten sonra, bu zorunlu uygulamanın Anayasa'ya aykırı görünse bile söz konusu Kanunun madde gerekçesinde sözleşme hürriyetinin ancak kamu yararı amacıyla sınırlanabileceğini belirtmiştir.

### a) Sözleşme Hürriyeti Kavramı:

Sözleşme hürriyeti ilkesinin temel dayanağı BK'nın bir sözleşmenin içeriğinin, kanunun gösterdiği sınırlar içerisinde, serbestçe tayin olunabileceğine dair 19 uncu maddesi hükmüdür. Bu anlayışa göre, bireyler irade özgürlüğüne sahiptir ve borç ilişkisini serbestçe kurabilir<sup>232</sup>. Sözleşme hürriyeti; sözleşmenin diğer tarafını seçme, sözleşmeyi ortadan kaldırma veya içeriğini düzenleme, şekil serbestisi ve nihayet sözleşmeyi kurma veya kurmama özgürlüklerini de kapsamaktadır<sup>233</sup>. Burada sözleşme özgürlüğü ilkesi açısından bizim için önemli olan husus sözleşme yapma yapmama özgürlüğüdür<sup>234</sup>. Ancak sözleşme özgürlüğünün bu boyutunun mutlak olmadığı da ifade edilmektedir. Böylece bazen kanunlardan, bazen hukuki işlemde, bazen de fiili tekel olma yüzünden bireyler sözleşme yapmak zorunda bırakılabilmektedir<sup>235</sup>. Görüldüğü gibi, sözleşme özgürlüğünün sınırları sadece BK'nın 19 ve 20 nci maddelerinde sayılanlardan ibaret olmayıp, kanundan doğan sözleşme yapma zorunlulukları da sözleşme özgürlüğünün sınırlarından birisini oluşturmaktadır<sup>236</sup>.

### b) Anayasa'nın 48 inci maddesi ve Sözleşme Hürriyetine Bir Sınırlama Getirilip Getirilemeyeceği Sorunu:

Bilindiği üzere, 2001 Anayasa değişiklikleri ile genel sınırlama nedenleri kaldırılmıştır. Bu çerçevede, temel hak ve hürriyetler “*yalnızca ilgili maddelerde belirtilen*” nedenlere dayanılarak ve hakkın özüne dokunmamak suretiyle, “*ancak kanunla*” yapılabilecek, bu durumda dahi yapılan sınırlamalar hiçbir koşulda Anayasa'nın sözüne ve ruhuna, demokratik toplum düzeninin ve laik Cumhuriyetin gereklerine aykırı olamayacaktır.

---

<sup>232</sup> Eren, a.g.e., s. 275; İnceoğlu, M. M.: “Sözleşme Yapma Zorunluluğu ve Tüketicinin Korunması Hakkında Kanunun 5. Maddesinin Bu Açıdan Değerlendirilmesi”, M. Kemal Oğuzman'a Armağan, İstanbul 2000, s. 391.

<sup>233</sup> Oğuzman, M. K./ Öz, M. T.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2005, s. 19 vd.; Eren, a.g.e., s. 279 vd.; Kılıçoğlu, a.g.e., s. 149.

<sup>234</sup> Oğuzman/ Öz, a.g.e., s. 144.

<sup>235</sup> Eren, a.g.e., s. 281 vd.; İnceoğlu, a.g.m., s. 399.

<sup>236</sup> Gürzumar, O. B.: Zorunlu Unsur Doktrinine Dayalı Sözleşme Yapma Yükümlülüğü, Ankara 2006, s. 42.

Sorun teşkil eden husus ise, Anayasa'nın 48 inci maddesinde düzenlenen "sözleşme özgürlüğü" ilkesine ilişkin olarak özel bir sınırlama getirilmemiş olmasıdır. Doktrinde, bu durum karşısında yasa koyucunun sözleşme özgürlüğü ilkesine bir sınırlama getirip getiremeyeceği, şayet getirirse Anayasa'nın 13 üncü maddesine aykırılık oluşabileceği hususu tartışılmaktadır.

Anayasa'nın 48 inci maddesinde her ne kadar özel bir sınırlama nedeni öngörülme de, bu temel hakkın bir sınırının olmadığı iddiası<sup>237</sup>, lâfzî yoruma dayanmaktadır. Ancak bu şekilde katı lâfzî yorum metodunun benimsenmesi özel hukuka ilişkin yüzlerce kanun maddesinin bir anda Anayasa'ya aykırı olduğu iddiasını gündeme getirebilecektir.

Konumuz bakımından önemli olan nokta şudur: Zorunlu sigortalılarla sözleşme yapma zorunluluğu öngörülmekte, bu şekilde bir sözleşmenin kurulmasının zorunlu kılınması Anayasa ile güvence altına alınmış bir temel hak ve hürriyet olan sözleşme özgürlüğü ilkesini sınırlandırmaktadır. Sigorta sözleşmesi yapma zorunluluğu öngörülmesinin sebebi, özellikle zarar gören üçüncü kişilerin zararlarının karşılanmasıdır. Bu nedenle üçüncü kişilerin sorumluluk sigortalarından yararlanması bu sigorta çeşidinin sosyal bir amaca hizmet ettiğinin de bir göstergesidir<sup>238</sup>. Dolayısıyla, bu şekilde sosyal bir boyut arz eden zorunlu sigorta modelinin, Anayasa'nın 13 üncü maddesindeki koşulları taşımak şartıyla, Anayasa'ya aykırı olmadığını düşünmekteyiz.

Ancak, 5684 sayılı Kanunun 12 nci maddesindeki ifade ile Anayasa'nın 13 üncü maddesi birlikte düşünüldüğünde zorunlu sigortalar kanundan doğmaktadır. Dolayısıyla, bir temel hak ve hürriyeti sınırlandıran kanun olmadıkça, o temel hak ve

---

<sup>237</sup> Gözler, K.: "3 Ekim 2001 tarihli Anayasa Değişikliği: Bir Abesle İştigal Örneği", Anayasa Yargısı 19, (Anayasa Mahkemesi'nin 40. Kuruluş Yıldönümü Nedeniyle düzenlenen Sempozyum, Antalya 2002), s. 352 vd.

<sup>238</sup> Bozer, A.: "Sosyal ve Özel Sigortalar Arasındaki Münasebetler", AÜSBFD 1962, Nejat Bengül'e Armağan Sayısı, C. XVII, S. 2, s. 35.

hürriyetin tüzük, yönetmelik veya tebliğ gibi düzenleyici işlemlerle sınırlandırılması, hatta düzenlenmesi mümkün değildir<sup>239</sup>.

**c) Konunun 5411 ve 2499 sayılı Kanun Açısından Değerlendirilmesi:**

Derecelendirme kuruluşları faaliyetleri nedeniyle verdikleri zararlardan dolayı genel hükümlere göre sorumludurlar. Kanun koyucu bununla yetinmeyerek derecelendirme kuruluşların faaliyetleri nedeniyle doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptırmalarını öngörmüştür<sup>240</sup>.

5411 sayılı Bankacılık Kanununun 36. maddesinde, derecelendirme kuruluşlarının, verdikleri hizmetlerden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla sorumluluk sigortası yaptırma zorunluluğunun hükme bağlandığı görülmektedir. Bahse konu düzenlemeye 4389 sayılı Bankalar Kanununda yer verilmediğinden, anılan madde ile bu konudaki boşluk giderilmiştir. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşları da, anılan maddeye dayanan Yönetmeliğin 26 ncı maddesi gereğince mesleki sorumluluk sigortası yaptırmak zorundadırlar. Dolayısıyla, sözleşme özgürlüğü bir kanun maddesi ile sınırlanmış olduğundan, Yönetmelik açısından Anayasa'ya aykırılık söz konusu değildir.

Ancak, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ açısından bir Anayasa'ya aykırılık sorunu bulunduğunu açıkça ifade edebiliriz. Zira, anılan Tebliğin “Başvuru koşulları” başlıklı 9 uncu maddesinde, derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Türkiye’de kurulacak derecelendirme kuruluşlarının Hazine Müsteşarlığı ve Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanlık tarafından belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde, gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetlerine ilişkin olarak mesleki sorumluluk sigortası yaptıracaklarını taahhüt etmeleri hükme bağlanmıştır. Benzer şekilde Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin “Kurula Bildirim ve Kamuya Açıklama” başlıklı 26 ncı maddesinde de, Türkiye’de kurulan derecelendirme

<sup>239</sup> Çeliktaş, İ.: “Aracı Kurumların Faaliyet İzni Alabilmeleri İçin Öngörülen Mecburi Sigortanın Sözleşme Özgürlüğü Açısından Değerlendirilmesi”, Ünal Tekinalp’e Armağan C. I, İstanbul 2003, s. 931.

<sup>240</sup> Alicı, a.g.e., s. 352.

kuruluşlarının, yetkilendirildikten sonra bu Tebliğ kapsamında yaptırılması zorunlu olan mesleki sorumluluk sigortası poliçelerini en geç altı iş günü içerisinde SPK'ya göndermelerinin zorunlu olduğu, yine anılan Tebliğin "Derecelendirme faaliyetinden doğan sorumluluk" başlıklı 27 nci maddesinde de SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşlarının, gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetlerinden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptıracakları hükme bağlanmıştır.

Ancak, 2499 sayılı Kanunda, 5411 sayılı Kanunun 36 ncı maddesindeki düzenlemeye benzer bir hükme yer verilmediği görülmektedir. Bu yönde bir hüküm olmadan, tebliğ ile düzenleme yapılması yukarıda açıklanan gerekçelerle hukuka açıkça aykırı olduğundan, ilgili kuruluşların Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin bu hükümlerini idari yargıda iptal davası açarak iptal ettirmeleri ve bu koşuldan arî olarak faaliyete geçmeleri mümkündür. Bu bağlamda, 2499 sayılı SerPK'ya bu yönde bir hükmün eklenmesinin uygun olacağını düşünmekteyiz.

Diğer taraftan, uygulamada derecelendirme kuruluşlarının mesleki sorumluluk sigortasını Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin ilgili hükümlerinin zorlaması ile değil, menfaatlerini korumak amacıyla ve kendi istekleri doğrultusunda yaptırdıkları görülmektedir. Bu nedenle, sözleşme yapma özgürlüğünün ihlaline dayanarak idari yargıda anılan Tebliğin ilgili hükmünün iptalinin talep edilmesinin düşük bir olasılık olduğunu düşünmekteyiz.

Bununla birlikte, ülkemizde kurulu olan sigorta şirketleri bünyesinde gerek Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğde, gerekse Yönetmelikte belirtilen mesleki sorumluluk sigortasına ilişkin olarak oluşturulmuş özel bir ürün bulunmamakta olup, derecelendirme faaliyetinden doğabilecek zararlar nedeniyle oluşması muhtemel riskin büyüklüğünün ve buna bağlı olarak da sigorta priminin nasıl hesaplanacağı konularında boşluk bulunmaktadır.



### **3- Yabancı Hukuklarda Derecelendirme Kuruluşlarının Hukuki Sorumluluğunun Düzenleniş Şekli**

Öncelikle belirtmek gerekir ki, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde derecelendirme müessesinin de geliştiği görülmektedir. Örneğin, ABD’de bu sektör çok gelişmiştir, bu nedenle dünyada derecelendirmeye ilişkin düzenlemelerde esas olarak ABD hukuku dikkate alınmaktadır. Avrupa’da ise bu kurum pek gelişmemiştir, nitekim Avrupa ülkelerinde derecelendirmenin zorunlu tutulmaması ve derecelendirme kuruluşlarının sayısal azlığı gibi nedenlerle derecelendirme konusunda yeterli düzenlemeler bulunmamaktadır. Bu nedenlerle derecelendirme kuruluşlarının sorumluluklarına ilişkin kaynak sıkıntısı ülkemizde olduğu gibi aynı şekilde Avrupa ülkelerinde de yaşanmaktadır. Bu bağlamda, konuya ilişkin kaynakların yetersiz olması nedeniyle, bu başlık altında derecelendirme kuruluşlarının hukuki sorumluluklarına ilişkin edinebildiğimiz İsviçre, Belçika ve ABD hukukları hakkında genel bilgilere yer verilebilmiştir.

#### **A- İsviçre Hukuku Uyarınca Hukuki Sorumluluk**

Derecelendirmelerin İsviçre mali piyasa katılımcıları için hisse çıkaran kurumların değerlendirilmesi üzerinde önemli bir etkisinin bulunmasına karşın derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan harici kredi derecelendirmeleri olgusu, İsviçre’de yasal bir sorun olarak görülmemektedir. Bunun başlıca nedeni, şu anda İsviçre yasaları çerçevesinde sadece birkaç küçük ve uzmanlaşmış kredi derecelendirme kuruluşunun bulunması ve hisse ihraç edenler için kredi derecelendirmesinden geçmeleri konusunda fiili bir yükümlülüğün bulunmamasıdır.

Bu nedenle, derecelendirme kuruluşlarının herhangi bir denetim organına kayıt olmaları gerekli değildir ve bunların faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler bulunmamaktadır. Ayrıca, derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu ve kontrolü konusunda şu an için hiçbir özel düzenleme bulunmamaktadır.

İsviçre’de faaliyet gösteren bir derecelendirme kuruluşunun müşterilerine karşı gerekli özeni gösterme ve sadakat yükümlülüğü bulunmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının, bir derecelendirme işlemi sırasında yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde, ihmalden dolayı karşı tarafın maruz kaldığı veya kalabileceği her türlü zarar konusunda sorumluluğu gündeme gelmektedir. Bununla birlikte, derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu, yasadaki amir hükümlerin ihlal edilmemesi koşulu ile akdi sınırlandırmalara tabi olabilir<sup>241</sup>.

Derecelendirme kuruluşlarının haksız fiillerinden kaynaklanan sorumluluk meselesi de hisse senedi çıkarma izahnamesi, yayınlama usulü ve piyasa katılımcılarının yükümlülüklerinin belirli şartlara tabi olduğu SWX İsviçre Menkul Kıymetler Borsasındaki kayıt usulü çerçevesinde önem taşımaktadır. Belirli koşullarda derecelendirme duyurusu yapan bir derecelendirme kuruluşu, hisse senedi ihraç eden şirket hakkındaki verilerin toplanması veya analiz edilmesinde mesleki hatalar yapması durumunda yatırımcıların maruz kaldığı zarardan sorumlu tutulabilmektedir<sup>242</sup>.

İsviçre’de bugüne kadar derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğuna ilişkin herhangi bir cezai, idari veya adli karar verilmemiştir. Bu bağlamda, genel hukuk ilkelerinin, derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu konusunda nasıl uygulanacağı da belirsizliğini korumaktadır.

## **B- Belçika Hukuku Uyarınca Hukuki Sorumluluk**

Diğer ülkelerde olduğu gibi, Belçika’da da son dönemlerde derecelendirme kuruluşlarının düzenlenmesi ve sorumluluklarına gösterilen ilgi Enron skandalı ile hız kazanmıştır.

Belçika hukuku çerçevesinde derecelendirme kuruluşlarının durumu incelendiğinde, bu ülkede de Türkiye’de olduğu gibi derecelendirme konusundaki

---

<sup>241</sup> *Trindade, R. T./ Senn, M.*: Control and Liability of Rating Agencies in Switzerland, Cenevre 2006, s. 24.

<sup>242</sup> *Trindade/ Senn, a.g.e.*, s. 25.

düzenlemelerin az olduğu görülmektedir. Belçika'daki şirketlerin ve kurumlara dayalı finansman sisteminin göreceli olarak küçük hacmi ile birlikte bu durum, çok az sayıda Belçika şirketinin kredi derecelendirmesi almasına neden olmuştur. Ancak, yakın tarihteki mali mevzuatta harici kredi derecelendirmelerinin daha fazla kullanılması ve bunlara itimat edilmesi konusunda daha belirgin bir eğilim bulunmaktadır. Kuşkusuz Basel II, bunun en bilinen örneğidir. Kredi derecelendirme faaliyeti veya kredi derecelendirme kuruluşları konusunda doğrudan bir düzenleme bulunmamasına veya düşünülmemesine karşın Sermaye Şartı Yönergesi (Capital Requirement Directive), kredi derecelendirme kuruluşlarının tanınması konusunda çeşitli AB ülkelerindeki ulusal makamlar arasında eşgüdümlü bir danışma sürecini öngörmektedir. Burada belirlenen sürece ilişkin usulün ayrıntılı olarak açıklanması ve derecelendirme kuruluşlarının tanınmasına ilişkin maddi kriterler, bu tanımaya ilişkin açıklanmış veya yayınlanmış bir usul veya kriter olmadan tanınmış kredi kuruluşları tarafından yayınlanmış derecelendirmelere dayalı olan yönetmeliklerin bulunması şeklindeki mevcut Belçika uygulaması ile karşılaştırıldığında açık bir ilerlemeyi yansıtmaktadır<sup>243</sup>.

Belçika yasaları kredi derecelendirme kuruluşlarının sorumlu tutulması konusunda, bir kredi derecelendirme kuruluşunun dikkatli veya özenli davranmamasının yol açtığı zarar ve ziyan konusunda fiilen sorumlu olduğunun ilan edilmesine ilişkin olarak ABD yasalarına göre daha gerçekçi imkânlar sunmaktadır. Bu nedenle anayasal ifade özgürlüğü garantilerinin, ilgili sorumluluk standardını değiştirdiği kabul edilmemektedir ve bir basamaklı sorumluluk sistemi şeklinde basın özgürlüğü garantisi, kredi derecelendirmeleri için geçerli değildir.

Genel olarak Belçika sorumluluk standardı ve bunun mahkemeler tarafından uygulanması, talepte bulunanlar açısından oldukça elverişlidir. Belçika'da bir kredi derecelendirme kuruluşunun sorumluluğuna ilişkin ulaşabildiğimiz bir yargı kararı olmamasına rağmen, Belçika yargı organlarının dikkat veya özen göstermemesi nedeniyle bir derecelendirme kuruluşunun, derece verilen işletmenin kredi itibarını

---

<sup>243</sup> *Wymeersch, E./ Kruithof, M.*: Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law, Brüksel 2006, s. 51.

yanlış yansıtması durumunda not verilen kuruluşun ve/veya yatırımcıların maruz kaldığı zarar nedeniyle sorumlu tutulması mümkün bulunmaktadır.

Ancak aynı zamanda Belçika yasaları, sorumluluktan kurtulma hükümleri açısından hoşgörülüdür. Bu durumda, bir kredi derecelendirme kuruluşunun, sorumluluğu reddetme konusundaki beyanlarının - kasıtlı veya ceza gerektiren haller dışında - geçerli ve bağlayıcı bulunması halinde sorumluluktan kurtulma olasılığı yüksektir<sup>244</sup>.

## C- ABD Hukuku Uyarınca Hukuki Sorumluluk

### a) Genel Olarak

ABD’de derecelendirme kuruluşları, Birinci Anayasa Değişikliğinde öngörülen “ifade özgürlüğü” ile korunmaktadır<sup>245</sup>. Bu sebeple yasal açıdan, yayınlanmış derecelendirme görüşleri, gazete makaleleri ile aynı konumda görülmektedir. Derecelendirme kuruluşları, kusur halinde değil sadece dikkatsizlik durumunda sorumlu tutulabilmektedir<sup>246</sup>. Bunun sağladığı yüksek düzeydeki koruma, yatırımcıların veya kredi alanların, kredi derecelendirme kuruluşlarına karşı mahkemelerde iddialarını kanıtlamaları hususunda büyük bir engel teşkil etmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarına yönelik olası yasal kontrolün yanı sıra, mahkemeler vasıtasıyla gerçekleştirilecek sorumluluk, derecelendirme kuruluşlarının yanlış davranışlarını kontrol etmenin bir aracını sağlayabilir. Fakat bu seçenek de, ispat zorluğu nedeniyle sınırlı bir seçenek olarak kalmaktadır<sup>247</sup>.

ABD’de derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları analizin kalitesi, her hangi bir hata için yasal sorumluluk kabul etmeme çabaları nedeniyle düşmüştür. Menkul

---

<sup>244</sup> *Wymeersch/ Kruithof*, a.g.e., s. 26.

<sup>245</sup> *Roussesau*, S.: *Enhancing The Accountability Of Credit Rating Agencies: The Case For A Disclosure-Based Approach*, Université de Montréal, Montreal 2005, s. 36.

<sup>246</sup> *Kerwer*, D.: *Standardising as Governance: The Case of Credit Rating Agencies*, Bonn 2001, s. 21-22.

<sup>247</sup> *White*, a.g.e., s. 23.

kıymetleştirme yapılandırmalarına yoğun ve kritik bir şekilde katılımlarına rağmen, derecelendirme kuruluşları sadece “düşünce” ifade ettiklerini iddia etmektedirler. Anayasal hak olan serbest konuşma hakkının kendileri aleyhinde eksik veya dikkatsiz de olabilen düşüncelere güvenen yatırımcıların zararları hakkında dava açılmasını engelleyeceği konusunda ısrar etmektedirler. Bu savunma için bir temel oluşturmak amacıyla, derecelendirme sözleşmelerinde ve raporlarında sorumluluk almayı ısrarla reddetmekte ve sadece “fikir” sunduklarını ve de kimsenin yatırım kararları alırken derecelendirmelere güvenmemesi gerektiğini belirtmektedirler<sup>248</sup>.

Derecelendirme kuruluşlarına ilişkin olası sorumluluk halleri, şunlar olabilir<sup>249</sup>:

- i) İhraççının, borcunun yanlış analizi nedeniyle şöhretine leke sürüldüğü iddiası,
- ii) Yatırımcının, derecelendirme kuruluşunun ihmalkâr yanlış beyanı nedeniyle özen görevinin ihlali şeklinde haksız fiil iddiasında bulunması,
- iii) İhraççının, bir sözleşmeye kasdi müdahale şeklinde haksız fiil oluşturan, talep edilmemiş yanlış derecelendirme iddiası,
- iv) İhraççının talep edilmemiş derecelendirme sonucunda rekabet üzerinde izin verilemez kısıtlamalara dayanan özel anti tröst ihlali iddiası.

Bununla birlikte, ABD’de derecelendirme kuruluşlarına karşı açılan tazminat davaları, derecelendirme kuruluşlarının aşağıdaki iki gerekçeye dayanarak kendilerini başarılı bir şekilde savunmaları nedeniyle istenen sonuçları vermemiştir<sup>250</sup>:

- Kredi derecelendirmeleri, ABD’de Birinci Anayasa Değişikliği ile koruması altında bulunan ifadeleri oluşturmaktadır, ve

---

<sup>248</sup> Partnoy, F.: Rethinking regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective, San Diego School of Law, San Diego 2009, s. 13.

<sup>249</sup> Pinto, a.g.e., s. 14.

<sup>250</sup> Levich, R. M./ Majnoni, G./ Reinhart, C.: Ratings, Rating Agencies and the Financial Global System, New York 2002, s. 79.

- Derecelendirme kuruluşlarının görüşleri menkul kıymetlerin satın alınması, satılması veya elde tutulması konusunda bir tavsiye oluşturmadığından sorumluluklarından da bahsedilemez.

Derecelendirme kuruluşlarına karşı açılan davalarda yukarıda yer verilen argümanlar dolayısıyla davacıların karşılaştıkları güçlükler, derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğuna hükmedilmesinin önündeki en büyük engel olmuştur. Zira burada önemli olan husus, kredi derecelendirme raporlarının görüş olarak mı, yoksa olgu olarak mı değerlendirildiğidir. Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirmelerinin sadece görüşler olduğunu ve bu nedenle Birinci Anayasa Değişikliği altında korunduğunu iddia etmektedirler. Ancak, Birinci Değişiklik korumasını aşmaya yeterli olabilecek yanlış olgusal savlar bulunabilir. Eğer alacak talebinin dayanağı görüşlerden ziyade yanlış olgular ise, o zaman sorumluluk mümkündür. Bir başka ifadeyle, derecelendirme kuruluşunun raporu bir görüş olarak değil de, olgusal olarak görülebilirse (yanlış olguları bilerek rapor etmek veya yanlış olduğu bilinen olgulara dayanan bir görüş gibi) o zaman, sorumluluk doğabilir. Fakat bu durumun ispatı zordur. Bu nedenle, derecelendirme kuruluşları kendi raporlarında yer alan hatalar için, Birinci Anayasa Değişikliği tarafından genellikle korunmuşlardır; çünkü derecelendirme raporları ya görüşler olarak dikkate alınmakta, ya da olgusal olsa dahi kötü niyetin ispatlanma olanağı hemen hemen imkânsız bulunmaktadır<sup>251</sup>.

Ayrıca, derecelendirme kuruluşları, iş hayatında ABD mali sisteminin getirdiği birçok sınırlamanın da dışında kalmaktadırlar. Örneğin New York borsası gibi pek çok mali kurum yönetim kurullarında manipülasyona neden olması muhtemel kişilere yer verilmezken, Moody's'in yöneticileri, aynı zamanda müşterileri konumundaki şirketlerin de yönetim kurullarındaki görevlerini devam ettirmektedirler. Konuya ilişkin olarak derecelendirme kuruluşları, bu konuda potansiyel ihtilaflara engel olmak için üzerlerine düşen görevi yerine getirdiklerini iddia etmektedirler<sup>252</sup>.

---

<sup>251</sup> *Schwarz*, S. L.: The Role of Rating Agencies in Global Market Regulation, Portland Oregon 2001, s. 95.

<sup>252</sup> *Karaca*, a.g.m., s. 11.

Sonuç olarak, ABD’de derecelendirme kuruluşlarının önemli konumu mevzuatın açık bir gereği olmayıp, daha ziyade onların yasal ruhsatlarının ve piyasanın onların hizmetlerine güvenmesinin bir ürünüdür. Bu çerçevede derecelendirme kuruluşları, itibarlarının, olası problemleri sınırlandırmanın bir aracı olarak işlev gördüğünü iddia etmektedirler. Ancak daha önce yaşanan krizlerde ve özellikle son yaşanan küresel ekonomik krizde derecelendirme kuruluşlarının görevlerini tam olarak da yerine getirdikleri söylenemez.

#### **b) Amerikan Mahkemelerinde Derecelendirme Kuruluşları**

Sub-prime mortgage krizine rağmen, derecelendirme kuruluşlarının rolüne ilişkin geniş kapsamlı sorular ilk kez ortaya çıkmamıştır. Enron’un çöküşünden ve Moody’s ile S&P’nin Enron’un iflasından kısa zaman öncesine kadar “yatırım kategorisi” derecelendirmesi yaptığının ortaya çıkmasından sonra Senato, SEC’in NRSRO’lar üzerindeki denetimi ile ilgili oturum düzenlemiştir. Nihayetinde, Senato 2006 yılında Kredi Derecelendirme Reform Kanununu çıkararak, derecelendirme şirketlerinin NRSRO’lara kayıt olmadan önce belli başlı kriterleri yerine getirmesini zorunlu kılmıştır. Bunların arasında kamuya açıklanmayan bilgilerin kötüye kullanılmasını engellemek için derecelendirme kuruluşlarına politika ve usuller oluşturmayı, çıkar çatışmalarını açıklamayı ve idare etmeyi, haksız ve zorlayıcı uygulamalardan uzak durmayı zorunlu kılan kurallar mevcuttur.

Bu yeni yasaya yansıtılan meselelere rağmen, NRSRO’lar büyük ölçüde sorumluluktan muaf tutulmuşlardır. Özellikle de sigortacılara ve muhasebecilere yanlış kayıt bildirimini yaptıklarında katı hukuki sorumluluklar getiren 1933 Menkul Kıymetler Kanununun 11 inci maddesi altındaki potansiyel sorumluluğun dışında tutulmuşlardır.

Derecelendirme kuruluşlarının aleyhindeki hukuki davalar genel olarak iki şekilde ortaya çıkmıştır. Bazı davalarda NRSRO’lar derecelendirilen kuruluşlar

tarafından dava edilmiştir. Bazılarında ise doğrudan yatırımcılar tarafından dava edilmişlerdir. Her iki durumda da dava açanlar başarılı olamamıştır<sup>253</sup>.

Örneğin, 2007 yılında sonuçlanan Compuware Corp. - Moody's Investor Servs. Inc. davasında<sup>254</sup>, derecelendirilen Compuware Şirketi, Moody's aleyhine Michigan Doğu Bölgesi Mahkemesinde, şirketin finansal geleceği ile ilgili olumsuz rapor vererek sözleşme ihlali, iftira, dolandırıcılık ve Yatırım Danışmanları Kanununun ihlali iddialarıyla dava açmıştır. Bölge mahkemesi iddiaların tamamını reddetmiş, ABD Temyiz Mahkemesi Altıncı Dairesi de bu kararı onaylamıştır. Temyiz Mahkemesi Compuware şirketinin iftira iddiasıyla ilgili olarak, bir kamu kurumu olan Compuware'in, dolayısıyla Moody's'in "derecelendirme işlevini yetkin bir şekilde yerine getirmesi şeklindeki sözleşme görevini ileri sürerek kasıtlı, taksirle ya da ihmalle" davrandığını ispatlamak zorunda olduğu kararına varmıştır.

ABD Temyiz Mahkemesi Onuncu Dairesi Jefferson Country Sch. Dist.- Moody's Investor's Servs., Inc. davasında<sup>255</sup> da benzer bir sonuca varmıştır. Bu davada bir bölge okulu, Moody's'in bölge okulu tahvilleri ile ilgili olumsuz derecelendirmelerinin esasen yanlış olduğunu iddia ederek, iftira, sözleşme ve iş ilişkilerine haksız müdahale iddialarını ileri sürmüştür. Bölge mahkemesi, bölge okulunun iddialarını reddetmiştir. Temyizde Onuncu Daire Moody's'in ifadelerinin İlk Anayasa Değişikliği tarafından korunan fikirleri teşkil ettiği sonucuna varmıştır.

Bireysel olarak yatırımcıların açtığı davaların sonuçları da aynı olmuştur. 2005 yılında, Enron yatırımcıları Teksas Güney Bölgesi Mahkemesinde çeşitli derecelendirme kuruluşları aleyhinde şirketin iflasından önce Enron yatırım derecelendirmelerini düşürmedikleri için ihmal nedeniyle yanlış açıklamada bulunma ve haksız ticaret uygulamaları iddialarıyla dava açmışlardır. Ancak Bölge

---

<sup>253</sup> Jonattan S. S./ Stephan M. J.: "Rating Agencies: Civil Liability Past and Future", [http://www.maglaw.com/publications/data/00144/\\_res/id=sa\\_File1/07011070002Morvillo.pdf](http://www.maglaw.com/publications/data/00144/_res/id=sa_File1/07011070002Morvillo.pdf), 15.05.2009.

<sup>254</sup> Söz konusu davaya ilişkin ayrıntılı bilgi için Bkz., <http://www.scribd.com/doc/265860/COMPUWARE-CORPORATION-v-MOODYS-INVESTORS-SERVICES>, 06.11.2009.

<sup>255</sup> Söz konusu davaya ilişkin ayrıntılı bilgi için Bkz., <http://ca10.washburnlaw.edu/cases/1999/05/97-1157.htm> 06.11.2009.



Mahkemesi bu iddiaları reddetmiş, bu konudaki derecelendirmelerin Birinci Anayasa Değişiklikleri tarafından korunduğuna ve davacıların fiilen kötülük yapma kastını savunamadıklarına karar vermiştir.

Aynı şekilde, Quinn - McGraw - Hill Cos. davasında<sup>256</sup> da, Illinois bankalarının hissedarlarının büyük kısmı S&P'nin ana kuruluşu olan McGraw-Hill'e karşı, S&P'nin teminatlı mortgage senetleri (CMO) ile ilgili derecelendirmeleri nedeniyle dava açmışlardır. Bankalar, bir borsacının S&P'nin tahvillere "A" derecesi vereceğini garanti etmesinin ardından CMO'lara yatırım yapmışlardı. S&P ilk başta bu dereceyi vermiş, fakat sonradan bunu "CCC"ye düşürmüştür. Bu da hem bankaların hem de davacıların büyük maddi zarara uğramasına neden olmuştur. Bölge mahkemesi davacının ihmal nedeniyle yanlış açıklamada bulunma ve sözleşme ihlali iddialarını reddetmiş, Yedinci Daire de bunu onaylayarak davacının S&P ve sağlayıcı arasındaki sözleşmede üçüncü faydalanıcı olduğu şeklindeki iddiasını uygun görmemiştir. Yedinci Daire ayrıca davacının haksız fiil iddiasını da reddetmiş, S&P'nin derecelendirmelerini iddia edildiği üzere dayanak noktası olması şeklindeki itirazını ise S&P'nin yapmış olduğu derecelendirmelerinin "*her hangi bir tahvilin alımı, satımı veya elde tutulması ile ilgili tavsiye vermediği ve her an değiştirilebilir veya geri çekilebilir olduğu*" şeklindeki itirazlar ışığında mantıklı bulmamıştır.

### **III- Derecelendirme Kuruluşlarının Sözleşme Görüşmelerinden Doğan Sorumluluğu (Culpa In Contrahendo Sorumluluğu)**

Sözleşme görüşmelerinden doğan sorumluluk (*culpa in contrahendo*), sözleşmenin kurulmasından önceki safhada görüşmecilerden birinin veya yardımcılarının, diğer görüşmeciye veya onun koruma alanında bulunan kişilere, aralarında dürüstlük kuralına dayalı olarak kurulmuş bulunan sözleşme benzeri güven ilişkisine aykırı davranarak vermiş olduğu zarardan sorumluluktur<sup>257</sup>. Sözleşme bir süreç olup, sözleşmenin kurulmasından önce de tarafların sözleşmenin

<sup>256</sup> Söz konusu davaya ilişkin ayrıntılı bilgi için Bkz., <http://openjurist.org/168/f3d/331/quinn-v-mcgraw-hill-companies-inc> 06.11.2009.

<sup>257</sup> Eren, a.g.e., s. 1116.

içeriği, şartları, içerdiği hak ve yükümlülükler üzerinde birbirleriyle görüşmeleri esnasında aralarında oluşan ve oluşması gereken güven ilişkisinin korunması gerekir. Buradan hareketle, görüşmeler esnasında görüşmecilerin birbirlerini sözleşmenin içeriği, karşı tarafı, karşı tarafın nitelikleri ve sözleşmenin diğer esaslı unsurları konusunda aydınlatması MK'nın 2 nci maddesi anlamında dürüstlük kuralının bir gereğidir. İşte, görüşmecilerin dürüstlük kuralına aykırı olarak birbirlerini yanlış bilgilendirmeleri halinde, karşı tarafın bundan ötürü uğrayacağı zarardan da güven sorumluluğunun bir alt türü olan *culpa in contrahendo*'dan dolayı sorumluluğu söz konusu olacaktır.

Bilgi vermeden doğan sorumluluk, sözleşmenin kurulma sürecinde, kurulacak sözleşme taraflarından biri tarafından yanlış bilgiler verilmesinden kaynaklanmaktadır. İşte bu durumda, sözleşme öncesi görüşmelerde bilgi verme yükümlülüğünün ihlali söz konusu olup, yanlış bilgi veren tarafın sözleşme öncesi görüşmelerdeki kusuru (*culpa in contrahendo*) dolayısıyla sorumluluğunun bulunduğu kabul edilmektedir<sup>258</sup>.

Hukuk sujeleri arasında, henüz bir sözleşme ilişkisi bulunmamakla birlikte, yoğunluğu açısından tesadüfen meydana gelmiş olan karşılaşmaların ötesine giden özel ilişkilerin söz konusu olduğu durumlara 'özel bağlantı' adı verilmektedir. Özel bağlantının söz konusu olduğu durumlarda sözleşmenin varlığından söz edilemese de özel bağlantıdan kaynaklanan yükümler, hem sözleşme öncesi hem de sözleşme sonrasında sözleşmenin geçerliliğine bağlı olmaksızın gündeme gelirler. İşte bu ilişki dolayısıyla, tarafların birbirlerinin hukukî değerlerine özel olarak etki etme imkânına sahip oldukları söylenebilir.

Derecelendirme sözleşmesinin kurulmasından önceki aşamada, müşteri ile derecelendirme kuruluşu çalışanı arasında yapılan görüşmelerde de anılan imkân gündeme gelmektedir. Tarafların birbirlerinin menfaat alanına etki etme imkânının fazla olduğu durumlarda ise, birbirlerine karşı güven ilkesinden hareketle daha fazla özen göstermeleri gereği ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak, özel bağlantı içinde

---

<sup>258</sup> Kırcı, Ç.: Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiyeye Karşı Sorumluluk, Ankara 2004, s. 6.

bulunan taraf (müşteri), diğer tarafın ona isnat edilebilen, güven yaratan davranışına göre (gerçekle bağdaşmayan ilan ve reklâmların kullanıldığı görüşmelerde aldığı bilgilere dayanarak) hareket ederse, bu güveninin korunmasını dürüstlük kuralına; bir başka deyişle MK.'nın 2 nci maddesine göre isteyebilecektir. Zira özel bağlantının bulunması durumunda, bir kişi, diğerinin kendisi tarafından kontrol edilen bir alana girmesine veya kararlarını oluşturmasına sebep olursa, hukukî ve malvarlığı değerlerinin karşılıklı olarak birbirinin etkisine açılması sonucu, yaratılan güvenin boşa çıkmamasını sağlamalıdır<sup>259</sup>.

Türk Hukukunda, culpa in contrahendodan doğan sorumluluk, sözleşme öncesi safhada dürüstlük kuralından kaynaklanan yükümleri kapsayan bir borç ilişkisi olarak değerlendirilmektedir. Zira sözleşme görüşmelerine başlamak bir güven ilişkisi oluşturur. Bahse konu ilişki taraflara dürüstlük kuralı gereğince bazı yükümlülükler yükler. Haklar kullanılırken ve borçlar yerine getirilirken dürüstlük kuralına uygun davranılmalıdır. Hukuk düzenimizin temel ilkelerinden olan dürüstlük kuralının bir sonucu olarak güvenin korunması, sorumluluğu kuran bir unsurdur. Taraflar arasında hukuki özel bir bağlantı ve bundan kaynaklanan bir güven oluşursa, taraf iradesi ve bilincinden bağımsız olarak taraflar, kanundan kaynaklanan bu koruma yükümleri ile yükümlüdürler. Görüşme ilişkisinde dürüstlük kuralının yüklediği koruma yükümlerinin ihlali, culpa in contrahendodan sorumluluğuna yol açar<sup>260</sup>.

Culpa in contrahendodan doğan sorumluluk uyarınca, sözleşme tarafı veya görüşme tarafı olmasa bile, görüşme tarafının arkasında yere alıp, kendisi için güven sağlayan kişileri de kapsayacak şekilde genişletilmesi mümkündür. İşte bu durum üçüncü kişilerin culpa in contrahendodan doğan sorumluluğu olarak nitelendirilir. Derecelendirme kuruluşu ile doğrudan doğruya temas halinde olmasa bile, üçüncü kişilerin tasarruflarında esas alınmasına elverişli, ona yönelik olarak veridiği bilgiler, üçüncü kişiye karşı güven oluşturuyor ise, derecelendirme kuruluşu ile üçüncü kişi arasında bir güven ilişkisi kurulur. O halde bilgi verenlerin sorumluluğunun üçüncü

---

<sup>259</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 119.

<sup>260</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 142-143.

kişinin culpa in contrahendodan doğan sorumluluk anlamında bir güven sorumluluğu olduğu söylenebilir.

Bu çerçevede, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 24 üncü ve Yönetmeliğin 17 nci maddelerinde derecelendirme kuruluşlarının tabi oldukları reklâm ve ilan esasları düzenlenmiştir. Bu düzenleme uyarınca, yetkili derecelendirme kuruluşları her türlü yazılı, sesli ve görüntülü basın-yayın organı ile bilgi işlem ortamında verilen ilanları ile ilgili olarak, reklâm ve ilanlarda kullanılan ifade ve sayısal verilerde; müşterileri yanıltıcı ve aldatıcı, bilgi ve tecrübe noksanlıklarını istismar edici ifadelerle yer vermemek, abartılı şekilde yazı, görüntü ve resimler ile ölçeklerde farklılık yaratmak suretiyle görsel olarak müşteriyi yanıltıcı grafik ve şekiller kullanmamak, objektiflikten uzak bilgi vermemek ve asgari gerekliliği olan bilgileri gizlememek konusundaki yükümlülüklerine tabidirler.

SPK tarafından reklâm ve ilanlara ilişkin olarak öngörülen ilkelerin tümünün, taraflar arasında sözleşme akdedilmesinden önceki aşamaya ilişkin olarak, yatırımcıların yanıltılmasını ve sermaye piyasaları ile ilgili tecrübesizliklerinin aleyhlerine sonuç doğurmasını önlemeye yönelik olduğu görülmektedir. Anılan ilkelere aykırılık, yetkili derecelendirme kuruluşu açısından Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ düzenlemelerine aykırılığın sonucu olarak, hakkında idari para cezası uygulanmasına sebebiyet vermesinin yanında, yatırımcıya karşı sözleşmenin kurulmasından önceki görüşme aşamasında, yatırımcıyı sözleşme yapmaya ikna etmek üzere kullanılması halinde, sözleşme görüşmelerinden doğan sorumluluğunu da gündeme getirebilecektir.

#### **IV- Sözleşme Sorumluluğu**

Sözleşme sorumluluğu (akdi sorumluluk) borçlunun, taraf olduğu sözleşmeden doğan borç ilişkisinde sözleşmeye aykırı davranarak diğer tarafa vermiş olduğu zararları tazmin etmekle yükümlü olmasını ifade eder<sup>261</sup>.

---

<sup>261</sup> *Akıntürk*, Borçlar, s. 77.

Derecelendirme kuruluşunun derecelendirme sözleşmesinden kaynaklanan en temel borcu, derecelendirme faaliyetini, bir başka deyişle derecelendirme sözleşmesinden kaynaklanan ana edimini, sözleşmede belirtilen koşullara uygun şekilde ifa etmektir. Derecelendirme kuruluşuna sözleşme ile verilen bu yükümlülük aynı zamanda, onun aktif bir şekilde bu borcu ifa etmesi gereğini de bünyesinde barındırmaktadır.

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 15 inci ve Yönetmeliğin 6 vd. maddelerinde düzenlemiş bulunan derecelendirme faaliyetine ilişkin ilkeler temel olarak özen gösterme yükümlülüğü kapsamında değerlendirilebilir nitelik taşısalar da, anılan hükümlerin sözleşmenin bir parçası haline gelmesinden ötürü, bu ilkeler aynı zamanda derecelendirme kuruluşunun, borcu sözleşmeye uygun olarak ifa etmesi yükümlülüğü kapsamında da değerlendirilebilir. Derecelendirme faaliyetinin icrasından kaynaklanan sözleşme sorumluluğu temel olarak özen yükümlülüğünün yerine getirilmemesi ile yine bu kapsamda değerlendirilebilecek olan çıkar çatışmalarının önlenmemesinden ve etik değerlere uygun davranılmamasından kaynaklanabilecektir<sup>262</sup>.

#### **V- Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumlu Oldukları Kişiler**

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirmenin, derecelendirme ilke ve kurallarına uygun yapılmaması nedeniyle müşterilerin ve üçüncü kişilerin uğradıkları zararlardan sorumludurlar.

Müşteriler, derecelendirme sözleşmesinin tarafı olmaları nedeni ile her zaman derecelendirme faaliyetinden zarar görme tehlikesi ile karşı karşıyadırlar. Bu nedenle, her ne kadar derecelendirme faaliyetinde asıl amaç yatırımcıların korunması ise de, derecelendirme faaliyeti ile müşteriler de korunmaktadırlar. Zira, müşterilerin haklarının ihlal edilmesi aynı zamanda yatırımcıların da zarara uğramalarına sebep olur. Dolayısıyla müşterilerin haklarının korunması bir anlamda yatırımcıların korunması amacına da hizmet etmektedir.

---

<sup>262</sup> Gemici, İ. A.: Portföy Yönetim Sözleşmesi ve Hukuki Sorumluluk, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2005, s. 34.

Müşterilere karşı sorumluluğun dışında başta yatırımcılar olmak üzere diğer bilgi kullanıcılarının haklarını tehlikeye düşürmemek amacıyla, üçüncü kişilere karşı sorumluluktan da bahsedebiliriz. Müşteriler dışındaki kişiler “üçüncü kişi” kavramıyla ifade edilmekte olup, derecelendirmeye ilişkin Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ ve BDDK tarafından çıkarılan Yönetmelikte üçüncü kişi kavramı tanımlanmamıştır. Derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluğu müşterilere karşı sorumlulukta olduğu gibi derecelendirmenin, derecelendirme ilke ve kurallarına uygun yapılmamasından kaynaklanır. Derecelendirme ilke ve kurallarına aykırılık ise, derecelendirme kuruluşunun kasıtlı davranışlarından, gerekli mesleki özeni göstermemesinden veya gerekli mesleki yeterlilik ve tecrübeye sahip olmamasından kaynaklanabilir.

## **VI- Sorumluluğun Hukuki Niteliği**

Derecelendirme kuruluşlarının hukuki sorumluluğu, derecelendirme sözleşmesinin ihlalden veya haksız fiilden ya da her ikisinden kaynaklanabilmektedir. Sorumluluğun sözleşmenin ihlaline dayandığı durumlarda sözleşmeden doğan sorumluluk, haksız fiile dayandığı durumlarda ise haksız fiil sorumluluğu gündeme gelecektir. Sorumluluğun hem haksız fiile hem de sözleşmeye dayandığı durumlarda ise sorumluluğun yarışması söz konusu olur<sup>263</sup>.

Sorumluluğun yarışmasından söz edebilmek için, önce müşterilere ve üçüncü kişilere karşı sorumluluk ayrımı yapılmalıdır. Zira, sorumluluğun yarışması sadece müşterilere karşı sorumluluk açısından geçerlidir. Üçüncü kişilerle derecelendirme kuruluşu arasında bir sözleşme ilişkisi olmadığından, bu kişilere karşı sözleşmeden doğan sorumluluktan bahsedilemez. Sorumluluğun yarışması durumunda zarar gören müşteri her iki sorumluluğa dayanarak iki defa tazminat isteyemez<sup>264</sup>.

Derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğunun hukuki niteliğini tespit etmek pek çok açıdan yararlıdır. Zira ispat yükü, sorumluluğun kapsamı, zamanaşımını,

---

<sup>263</sup> Çamoğlu, E.: Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, İstanbul 1972, s. 98.

<sup>264</sup> Çamoğlu, a.g.e., s. 101.

sorumluluktan kurtulma şartları ve görevli mahkemenin tespiti, sorumluluğun hukuki niteliğine göre değişiklik gösterir<sup>265</sup>. Sorumluluğun yarışması halinde hangi sorumluluğa dayanılarak talepte bulunulacağı konusunda doktrinde iki ayrı görüş bulunmaktadır. Birinci görüşe göre, sözleşmeden doğan sorumluluk sözleşme dışı sorumluluğu bertaraf eder. Bu nedenle, sözleşmeden doğan sorumluluğa dayanabilen kimse artık haksız fiil sorumluluğuna dayanamaz. Ancak, sözleşmenin ihlali nedeniyle dava açma imkânı ortadan kalkmışsa haksız fiile dayanarak dava açılabilir. Türk-İsviçre hukukunda da hâkim olan ikinci görüşe göre, sorumluluğun yarışması halinde zarar gören müşteri bu iki sorumluluktan istediğine dayanabilir<sup>266</sup>.

## **1- Müşterilere Karşı Sorumluluğun Hukuki Niteliği**

Müşterilere karşı sorumluluk, genel olarak ya sözleşmeden ya da haksız fiilden kaynaklanabilir. Bu bağlamda konunun iki başlık altında incelenmesi mümkündür.

### **A- Derecelendirme Kuruluşu ile Müşteri Arasında Derecelendirme Sözleşmesinin Bulunması Halinde Sorumluluğun Hukuki Niteliği**

Sözleşme sorumluluğu, borçlunun, taraf olduğu sözleşmeden doğan borç ilişkisinde sözleşmeye aykırı davranarak diğer tarafa vermiş olduğu zararları tazmin etmekle yükümlü olmasıdır.

Türk Borçlar Kanununa göre sözleşme sorumluluğundan bahsedebilmek için öncelikle borçlunun borca aykırı hareket etmesi ile sözleşmenin ihlal edilmesi gerekmektedir. İkinci şart olarak, derecelendirme sözleşmesinin ihlali sonucunda bir zararın ortaya çıkması gerekmektedir. Bu zarar maddi (para/müşteri kaybı) olabileceği gibi manevi bir zarar (itibar kaybı) da olabilir. Bir diğer şart ise sözleşmenin ihlali ile zarar arasında uygun illiyet bağının varlığı şartıdır. Buna göre, sözleşmenin ihlali, olayların normal akışına ve genel hayat tecrübelerine göre somut

---

<sup>265</sup> Çamoğlu, a.g.e., s. 98.

<sup>266</sup> Bu konudaki görüşler konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, a.g.e., s. 981; Çamoğlu, a.g.e., s. 102.

olayda gerçekleşen türden bir zararı meydana getirmeye mahiyeti itibariyle elverişli olmalıdır. BK'nın 96 ncı maddesi uyarınca sözleşme sorumluluğunun son şartı da kusur şartıdır.

Sözleşmeden doğan sorumlulukta, BK'nın 125 inci maddesi uyarınca 10 yıllık zamanaşımı süresi bulunmaktadır ve zamanaşımı borca aykırılığın vukuu bulunduğu tarihten itibaren işlemeye başlamaktadır.

Derecelendirme faaliyeti, derecelendirme kuruluşu ile müşteri arasında yapılan derecelendirme sözleşmesi çerçevesinde yürütülür. Derecelendirme kuruluşlarının müşterilere karşı sorumluluğunun temel sebebi derecelendirme sözleşmesinin ihlal edilmesi olup sorumluluk, derecelendirmenin gerçeğe aykırı olması halinde ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, bu sorumluluğun hukuki niteliği “sözleşmeden doğan sorumluluk” olarak nitelendirilir. Bunun dışında derecelendirme kuruluşunun, derecelendirmenin ilanı konusunda hak sahibi olmamasına rağmen, salt derecelendirmenin kamuya açıklanması dolayısıyla müşterinin uğradığı zarardan sorumlu tutulmasını gerektiren haller de söz konusu olabilir. Bu durumlarda ise, ilan edilen derecenin gerçeğe aykırı olması şart değildir<sup>267</sup>.

## **B- Derecelendirme Kuruluşu ile Müşteri Arasında Derecelendirme Sözleşmesinin Bulunmaması Halinde Sorumluluğun Hukuki Niteliği**

Derecelendirme kuruluşlarının, sözleşmenin ihlali dışında kalan sebeplerle de müşterilere karşı sorumlu olmaları mümkündür. Derecelendirme kuruluşu ile müşteri arasında sözleşmeden doğan bir hukuki ilişki bulunmadığı hallerde haksız fiil sorumluluğu gündeme gelebilir. Bu tür sorumlulukta, derecelendirme kuruluşu, müşterilere herhangi bir üçüncü kişi olarak zarar vermektedirler ve sözleşmenin ihlali söz konusu olmadığından müşteri, zararını haksız fiil sorumluluğu çerçevesinde talep edebilir.

---

<sup>267</sup> *Ebenroth/ Koos, a.g.m., s. 489.*



Buna göre, verilen derecenin keyfi ve taraflı olması ya da ihraççıya kasten zarar verilmesinin amaçlandığı durumlarda, ihraççının menfaati diğer menfaatlere üstün tutulmalı ve haksız fiil sorumluluğuna ilişkin kurallar işletilebilmelidir<sup>272</sup>.

## **2- Üçüncü Kişilere Karşı Sorumluluğun Hukuki Niteliği**

Sözleşmelerde ve sözleşmesel sorumlulukta dava hakları, sözleşmenin nisbiliği ilkesi uyarınca sözleşmenin taraflarına özgülenmiştir. Buna göre sözleşmeye taraf olmayanlar, sözleşmenin ihlali dolayısıyla uğradıkları zararı isteyemezler. Bu durumda derecelendirme kuruluşu ile aralarında hiçbir hukuki ilişki bulunmayan üçüncü kişilerin nasıl ve hangi ilkelerle korunacağı açıklığa kavuşturulmalıdır.

Üçüncü kişilere karşı sorumluluk, derecelendirme kuruluşunun açıkladığı bilgilere (notlara) güvenerek hareket eden üçüncü kişilerin uğramış oldukları zararlardan kaynaklanan sorumluluktur. Bu nedenle buradaki sorumluluğun hukuki niteliği “*bilgi verenlerin üçüncü kişilere karşı sorumluluğu*”nun hukuki niteliği konusunda ileri sürülen görüşler çerçevesinde incelenecektir.

### **A- Haksız Fiil Sorumluluğu Görüşü**

#### **a) Genel Olarak Haksız Fiil Sorumluluğu**

Haksız fiil sorumluluğu sözleşme dışı sorumluluktur. Sözleşme dışı sorumlulukta; hukuk düzeninin herkese yüklediği genel ve objektif bir ödevin ihlali nedeniyle ortaya çıkan zarardan doğan sorumluluk söz konusu olmaktadır. BK'nın 41 inci maddesi uyarınca haksız fiil nedeniyle dava açılmak istenildiğinde, işlenen fiilin hukuka (veya ahlaka) aykırı olması, failin kusurlu olması, yani hukuk düzeninin kurallarına bilerek yahut dikkatsizlik veya ihmal sebebiyle aykırı hareket etmesi,

---

<sup>272</sup> Ebenroth/ Koos, a.g.m., s. 493, 495.

haksız fiil sonucunda bir zararın meydana gelmesi ve hukuka aykırı fiil ile zarar arasında bir nedensellik bağının bulunması gerekmektedir<sup>273</sup>.

Haksız fiil sorumluluğunun kurucu unsurlarından birisi olan hukuka aykırılık unsurunu açıklayan iki teori bulunmaktadır. Subjektif teoriye göre, zarar verici fiil, ancak failin böyle bir fiili işlemeye yetkili olmaması halinde hukuka aykırıdır. Fiile hukuka aykırılık vasfını verdiren, failin başkasına zarar verme hakkının bulunmamasıdır. Fail, kendi yetki alanı içerisinde kaldığı sürece, davranışlarıyla başkasına zarar vermiş olsa bile, bu davranış hukuka aykırı olmaz. Türk/İsviçre hukukunda hâkim olan objektif teoriye göre ise zarar verici davranışın hukuka aykırılığı, yalnız bu davranışın kendisine, niteliğine göre değerlendirilemez. Hukuka aykırılığın belirlenmesinde zarar verme olgusu değil, failin davranışı esas alınmalıdır. Bu nedenle bir davranış, ancak başkalarının hak ve menfaatlerini koruyan objektif bir hukuk normuyla, yani genel bir davranış kuralıyla çatıştığı zaman, hukuka aykırılık teşkil eder<sup>274</sup>. Bu teoriye göre haksız fiilden doğan zararın tazmin edilebilmesi, genel veya özel bir davranış normunun varlığına bağlıdır<sup>275</sup>. Davranış kuralları, yazılı hukukta yer alabileceği gibi yazılı olmayan hukukta da yer alabilir. Yazılı hukuk kuralları kanun, tüzük, yönetmelik ve tebliğlerdir. Yazılı olmayan hukuk kuralları ise örf adet hukukuna dayanan kurallar ile hukukun genel ilkelerine dayanan kurallardır.

Diğer taraftan, Türk hukukunda kural olarak sadece haksız fiilden doğrudan doğruya zarar görenler tazminat isteyebilirler. Dolayısıyla zarar gören kişilerin ise tazminat talebinde bulunamayacakları kabul edilmektedir. Bir başka ifadeyle, zarar gören kişilerin zararıyla haksız fiil arasında uygun illiyet bağı olmasına rağmen bu kişiler, ihlal edilen kuralın koruma alanına girmediklerinden tazminat talebinde bulunamazlar<sup>276</sup>. Bu nedenle, zarar gören üçüncü kişilerin tazminat talebinde bulunabilmeleri için mutlaka ihlal edilen kuralın koruma alanı içinde bulunmaları gerekmektedir.

---

<sup>273</sup> Eren, a.g.e., s. 480; Tandoğan, Mesuliyet, s. 11; Reisoğlu, Borçlar, a.g.e., s. 131.

<sup>274</sup> Eren, a.g.e., s. 568.

<sup>275</sup> Kırca, a.g.e., s. 18; Ayrıntılı Bilgi için bkz. Kaneti, S.: Haksız Fiilde Hukuka Aykırılık Unsuru, İstanbul 2007, s. 82 vd.

<sup>276</sup> Tandoğan, H.: Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, (Üçüncü Şahıs), Ankara 1963, s. 11.

Haksız fiil nedeniyle zarar gören üçüncü kişiler, failin ve zararın öğrenildiği tarihten itibaren bir sene ve herhalde fiilin vukuundan itibaren on sene içinde maddi ve manevi tazminat davası açabileceklerdir. Ayrıca, BK'nın 60 ıncı maddesi gereğince, haksız fiil, ceza kanununca da suç sayılmakta ve bu suç BK'da öngörülen zamanaşımından uzun bir zamanaşımına tabi ise, bu durumda tazminat davaları da ceza zamanaşımına tabi olmaktadır.

Kusur, illiyet bağı ve zarar konusunda müşteriye karşı sorumlulukta belirtilen hususlar burada da geçerlidir. Ancak, üçüncü kişilere karşı sorumluluk haksız fiile dayandığından burada kusurun varlığını zarar gören üçüncü kişiler ispat etmek zorundadır<sup>277</sup>.

#### **b) Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Haksız Fiil Sorumluluğu Görüşü**

Derecelendirme kuruluşu ile üçüncü kişiler arasında herhangi bir sözleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Bu itibarla, üçüncü kişilerin müşteri ile derecelendirme kuruluşu arasında imzalanan derecelendirme sözleşmesine dayanarak derecelendirme kuruluşundan talepte bulunması mümkün değildir.

Haksız fiil sorumluluğu görüşü, saf malvarlığı zararlarının kanunda özel bir koruma normu olmasa bile kabul edileceğini savunur; öyle ki, bir kişinin mesleki yükümlülüklerine aykırılık, genel davranış kurallarına aykırılık oluşturduğundan haksız fiildir. Bu görüşe göre, mesleğin genel hükümlerine aykırı davranan, yani kusurlu olarak görevini yerine getirmeyen bilgi veren, üçüncü kişiye karşı haksız fiil hükümlerine göre sorumlu olur<sup>278</sup>.

Ancak, haksız fiil sorumluluğu başkalarının hukuki değerlerine (şahsa veya eşyaya verilen mutlak hak ihlali) zarar vermeme kuralının ihlali sonucunda ortaya çıkmaktadır. Burada kişinin herkese karşı mal ve kişi varlığının korunacağı

---

<sup>277</sup> Tandoğan, Mesuliyet, s. 62.

<sup>278</sup> Kırcı, a.g.e., s. 39-42.

konusunda beslediği güven sarsılmaktadır<sup>279</sup>. Bilgi vermeden doğan zarar ise ne kişiye ne de mala verilen zarar olup, sadece malvarlığına verilen zarar olarak ifade edilen “saf malvarlığı zararı”dır. Saf malvarlığı zararının bulunduğu durumlarda mutlak haklar ihlal edilmiş olmadığından, hukuka aykırılığın gerçekleşmesi için, özel olarak sadece söz konusu olayda meydana gelen zararlardan korunmak amacıyla çıkarılmış bir normun ihlal edilmiş olması gerekir. Bir başka deyişle, bilgi vermeden dolayı meydana gelen zararların tazmini amacıyla “haksız fiil sorumluluğu”na başvurabilmek için, objektif hukuka aykırılık teorisi uyarınca, saf malvarlığı zararı halinde meydana gelen bir zarardan kişileri korumak amacıyla çıkarılmış bir koruma normunun bulunması gerekmektedir<sup>280</sup>.

Derecelendirme faaliyetinden zarar gören üçüncü kişiler, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 27 nci maddesi ile koruma alanı içerisine dâhil edilmişlerdir. Bu itibarla, derecelendirme faaliyetinden zarar gören üçüncü kişilerin, zararlarını haksız fiil sorumluluğu çerçevesinde derecelendirme kuruluşlarından talep etmeleri mümkündür. Kaldı ki, derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluğu sözleşmenin ihlalden değil, herkes için uyulması zorunlu kurallara uyulmamasından kaynaklanmaktadır.

Bu çerçevede, objektif hukuka aykırılık teorisine göre derecelendirme faaliyetinden zarar gören üçüncü kişilerin Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 27 nci maddesi ile koruma alanı içerisine dâhil olduklarından bahisle bu kişilerin doğan zararlarını haksız fiil sorumluluğu çerçevesinde derecelendirme kuruluşlarından talep etmeleri söz konusu olabilir. Ancak, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin “Dayanak” başlıklı 2 nci maddesine göre anılan Tebliğ, 2499 sayılı SerPK’nın 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (n) bendi ve 39 uncu maddeleri çerçevesinde derecelendirme faaliyeti yapacak kuruluşların, kuruluş, faaliyet ve denetlenmeleri düzenlenmektedir. Bahse konu Kanunun “Diğer Sermaye Piyasası Kurumları” başlıklı 39 uncu maddesinde derecelendirme kuruluşlarının da sermaye piyasası kurumlarından biri

---

<sup>279</sup> Kırca, a.g.e., s. 35.

<sup>280</sup> Kırca, a.g.e., s. 132.

<sup>284</sup> Tekinalp, Ü.: Ünal Tekinalp’in Banka Hukukunun Esasları, B. 2, İstanbul 2009, s. 364.

olduğu düzenlemesine; “Görev ve Yetkiler” başlıklı 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (n) bendinde ise SPK’nın “*Sermaye piyasası araçlarının takası, saklanması ile sermaye piyasası kurumlarının ve sermaye piyasası araçlarının derecelendirilmesini düzenlemek ve denetlemek*”le görevli olduğu hükme bağlanmıştır. Ancak, bu görev ve yetkiler arasında derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğunu belirleme yetkisine yer verilmemiştir.

Oysa ki bağımsız denetim kuruluşlarının hukuki sorumlulukları 2499 sayılı Kanunun 16 ncı maddesinin (4) numaralı fıkrasında, “*denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan hukuken sorumludurlar.*” şeklinde açıkça hükme bağlanmıştır. Bu itibarla, derecelendirme kuruluşları bakımından SPK’ya kanunla verilmiş bir yetki bulunmamasına rağmen, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğın 27 nci maddesinde derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluğu düzenlenmiştir. Bir başka ifade ile SPK yetkisi olmadığı halde anılan Tebliğ ile derecelendirme kuruluşlarına sorumluluk yüklemiş bulunmaktadır. Bu nedenle, SPK’nın Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğindeki bu hüküm, derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilerin uğramış oldukları zararlardan haksız fiil sorumluluğuna neden olacak şekilde bir koruma normu olarak kabul edilemeyecektir. Bu durumda, üçüncü kişiler açısından geçerli (yasal dayanağı olmaması sebebiyle) bir koruma normu bulunmadığından BK’nın 41 inci maddesi anlamında haksız fiil sorumluluğuna ilişkin kurallar uygulanamayacaktır.

Sonuç olarak, bilgi vermeden dolayı üçüncü kişilere karşı verilen zararlar için objektif teori esas alındığında haksız fiil sorumluluğu görüşü kabul edilmemektedir. Konu derecelendirme kuruluşları açısından değerlendirilecek olursa, üçüncü kişilerin derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları derecelere güvenerek hareket etmeleri sonucu uğramış oldukları zararlarını tazmin edebilmek amacıyla haksız fiil sorumluluğu görüşüne dayanabilmeleri için, yasa koyucu tarafından 2499 sayılı SerPK’da yapılacak değişikliklerle SPK’ya, tıpkı anılan Kanunun 16 ncı maddesinde düzenlenmiş olan bağımsız denetim kuruluşlarının hukuki sorumluluğunu belirleme yetkisi gibi, derecelendirme kuruluşlarının da sorumluluğunu belirleme görev ve

yetkisi verilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır. Böylelikle, hem Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ yasal dayanağa kavuşmuş olacak hem de yapılacak düzenleme üçüncü kişilerin malvarlığını koruma amacı güdeceğinden bu norm özel bir koruma normu olarak nitelendirilebilecektir. Dolayısıyla da, üçüncü kişiler uğramış oldukları zararlardan dolayı derecelendirme kuruluşlarına karşı haksız fiil sorumluluğuna dayanabileceklerdir.

Son olarak, BK'nın 41 inci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, bilgi veya görüş veren derecelendirme kuruluşu ahlaka aykırı bir kasıt ile, üçüncü kişiyi zarara uğratmak maksadı güderek bilgi veya görüş vermiş ise, ihlal edilen değer ve meydana gelen zararın türüne bakılmaksızın haksız fiil hükümleri uyarınca zarar tazmin edilecektir. Ancak, bahse konu hususların ispatı güç olduğundan bu hükmün uygulanmasına genellikle başvurulmaz.

Bu çerçevede, mer'i mevzuat uyarınca yukarıda açıklanan gerekçelerle haksız fiil sorumluluğuna dayanarak uğranılan zararların tazmini imkânı bulunmamaktadır. Bu nedenle, derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluklarının belirlenmesi ve uğranılan zararların tazmini amacıyla açılacak davalarda dayanak teşkil etmesi bakımından, teoride yer verilen ve genel olarak bilgi verenlerin üçüncü kişilere karşı sorumluluklarını belirleyen görüşlerin incelenmesinde fayda bulunmaktadır.

## **B- Üçüncü Kişileri Koruma Etkili Sözleşme Görüşü**

Üçüncü kişileri koruma etkili sözleşme görüşünün temeli Alman hukukuna dayanmaktadır. Bu görüş, üçüncü kişi lehine sözleşme kavramının, bazı şartların varlığı halinde borçludan asli edimin ifasını istemek hakkını haiz olmayan üçüncü kişiyi de kapsayacak kadar genişletilmesinden doğmuştur<sup>284</sup>.

Alman hukukunda müşteri ile derecelendirme kuruluşu arasındaki sözleşmenin üçüncü kişileri koruma etkili sözleşme kavramı çerçevesinde değerlendirilmesi suretiyle üçüncü kişilerin (yatırımcıların) korunması yoluna

gidilebileceği ileri sürülmektedir<sup>285</sup>. Böylece sözleşmeden doğan sorumlulukla haksız fiil sorumluluğu arasındaki boşluğun, üçüncü kişinin hatalı bilgilendirme nedeniyle malvarlıksal bir zarara uğraması durumuyla sınırlı olarak doldurulması amaçlanmaktadır<sup>286</sup>.

Bu görüşün ortaya çıkış nedeni, sözleşmenin taraflarına belirli ölçüde yakın olmakla birlikte, sözleşmeye doğrudan doğruya dahil olmayan, bir başka deyişle ne sözleşmenin tarafı ne de kendi lehine üçüncü kişi yararına sözleşme yapılmış olan kişilerin haksız fiil sorumluluğunun sözleşme sorumluluğuna oranla elverişsiz sonuçlarına tabi tutulmasına engel olmaktır<sup>287</sup>. Bu tür sözleşmelerde borç ilişkisinin koruma alanı taraflarla sınırlı kalmamakta, tarafların koruma alanı içinde yer alan kişiler de sözleşmeye taraf olmasalar bile sözleşmenin koruma alanından yararlanmaktadır<sup>288</sup>.

Üçüncü kişileri koruma etkili sözleşmelerden doğan borç ilişkileri edim yükümlerinden bağımsız, tali borç ilişkileridir. Bunların doğması için mutlaka temel, asli nitelikte bir borç ilişkisinin mevcut olması gerekir. Aslında, üçüncü kişilere karşı koruma yükümlerinin kaynağını da bu asli borç ilişkisi oluşturmaktadır. Bu şekilde asli borç ilişkisinin tarafı olmayan üçüncü kişiler, asli borç ilişkisinin uzantısı olan tali borç ilişkisi şeklinde asli borç ilişkisinin kapsamına girmektedir. Bu nedenle, üçüncü kişileri koruma etkili sözleşmenin taraflarından her biri diğer tarafın koruma alanı içerisinde yer alan kişilere karşı da koruma yükümlerine uymak zorundadır. Dolayısıyla bu tür borç ilişkileri asli borç ilişkisinden farklı olarak borçlu ile sözleşmeye taraf olmayan üçüncü kişiler arasında doğmaktadır<sup>289</sup>.

Üçüncü kişileri koruma etkili sözleşme, Alman yargısı tarafından kabul edilmiş bir kurum olup, edimin gerektirdiği tehlikelere en az alacaklı kadar yakın olan üçüncü kişilerin, borçlunun edim veya koruma yükümlerine aykırı davranması

---

<sup>285</sup> *Ebenroth/ Koos*, a.g.m., s. 497; *Ebenroth/ Daum*, a.g.m., s. 14.

<sup>286</sup> *Ebenroth/ Daum*, a.g.m., s. 13-14.

<sup>287</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 70.

<sup>288</sup> *Eren*, a.g.e., s. 1140.

<sup>289</sup> *Eren*, a.g.e., s. 42; *Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop*, a.g.e., s. 102; *Tandoğan, Üçüncü Şahıs*, s. 165.

sonucu zarar görmesi halinde, sözleşmenin koruma alanına dâhil edilmesi ve böylece sözleşme hükümlerine dayanılarak zararın tazminine ilişkindir. Üçüncü kişinin sözleşmenin koruma alanına dâhil edilmesi için, kural olarak üçüncü kişinin edim ile yakınlık içerisinde olması dışında borçlunun, üçüncü kişinin zarar görebileceğini öngörmesi ve alacaklının üçüncü kişinin koruma ve bakımı ile yükümlü olması şartları aranmaktadır. Ancak Alman Federal Mahkemesi, alacaklının üçüncü kişinin koruma ve bakımı ile yükümlü olması şartını aramaktan vazgeçmiş; üçüncü kişi, alacaklının bakım ve koruması altında bulunmasa bile üçüncü kişiyi koruma etkili sözleşmeyi uygulamıştır. Federal Mahkemeye göre, tarafların bu konuda irade açıklamaları veya iradeyi gösteren davranışları bulunmasa da, sadece objektif menfaatler gereği üçüncü kişi yararına koruma yükümü zımnen kabul edilebilir ve sözleşmenin amacına göre dürüstlük kuralı da dikkate alınarak sözleşme tamamlanır<sup>290</sup>.

Bilgi verenlerin üçüncü kişiye karşı sorumluluğunda üçüncü kişileri koruma etkili sözleşme görüşüne dayanmak için, öngörülebilirlik ve edimle temas şartları yanında, alacaklının üçüncü kişi ile en azından benzer menfaatlere sahip olması gerekir<sup>291</sup>. Örneğin, B'ye ait taşınmazı satın almak isteyen A, taşınmazın değerinin tespiti için bir değerlendirme şirketi ile anlaşmış ve şirket taşınmazın değerini belirlemiştir. Ancak, A, fiyatı beğenmeyerek taşınmazı almaktan vazgeçmiştir. Daha sonra C, A'nın talebi üzerine değeri belirlenen B'ye ait taşınmazı almaya karar vermiştir. Bu durumda bilgi veren konumunda olan değerlendirme şirketi verdiği bilginin üçüncü kişiler tarafından da kullanılabileceğini öngörmekte, değerlendirme şirketinin kendisiyle sözleşme imzalayan A ile menfaatleri birbirine benzemektedir. Bu durumda, üçüncü kişileri koruma etkili sözleşme görüşüne dayanılarak uğranılan zarar tazmin edilebilecektir. Buna karşın, menfaatlerin zıt olduğu durumlarda, üçüncü kişileri koruma etkili sözleşme görüşüne dayanılamayacaktır. Örneğin, taşınmaz maliki B ile değerlendirme şirketinin yaptığı sözleşme sonucunda ortaya çıkan bilgilerin, yine malik B tarafından alıcı C'ye sunulması halinde, taşınmaz maliki ile alıcının menfaatleri birbirine zıt olduğundan üçüncü kişileri koruma etkili sözleşme görüşüne dayanılarak uğranılan zarar tazmin edilemeyecektir. Zira, üçüncü kişileri

---

<sup>290</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 220-221.

<sup>291</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 222.



koruma etkili sözleşme görüşündeki adalet ve dürüstlük düşüncesi, alacaklının koruması altında olan veya en azından onunla benzer menfaatlere sahip olanlar için geçerlidir. Buna karşılık, mâkul ve dürüst bir kişiden, sözleşme yaptığı kişiyle zıt menfaatlere sahip bir kişiye karşı da özenli davranması beklenemez<sup>292</sup>.

Ancak, üçüncü kişileri koruma etkili sözleşme görüşündeki sözleşmenin tamamlanması görüşü bir varsayım olduğu için eleştirilmektedir. Gerçekten de tarafların hukuki durumları hakkında hiçbir şey konuşmadığı veya düşünmediği üçüncü kişileri sözleşmenin tamamlanması ile sözleşmeye dâhil etmek, bir varsayım olup, sözleşme hukukunun niteliği ve fonksiyonunun değiştirilmesine, sözleşmenin yorumu ve tamamlanmasının kontrol edilememesine yol açar; dolayısıyla bu görüş kabul edilmemektedir<sup>293</sup>.

Bu itibarla üçüncü kişilerin, bilgi veren derecelendirme kuruluşu ile arasında bir sözleşme olmadığı için sözleşmeye aykırılığa dayanarak zararını talep etmesi mümkün değildir. Aynı şekilde üçüncü kişiler, Tebliğ'in yasal dayanağı bulunmadığı için özel koruma normu ihlalden bahsedilemeyecek olması sebebiyle haksız fiil sorumluluğuna dayanarak da zararlarını tazmin edemeyeceklerdir.

Bu durumda ortada bir boşluk bulunmaktadır ve bu boşluk da hâkimin hukuk yaratması yolu ile doldurulacaktır. Hâkim hukuk yaratırken bahse konu boşluğu doktrinde ele alınan görüşlerden faydalanarak dolduracaktır. Bu görüşler arasında önem taşıyan iki görüş ise mesleki sorumluluk ve güven sorumluluğu görüşleridir.

### **C- Mesleki Sorumluluk Görüşü**

Bilgi verenlerin sorumluluğunu mesleki sorumluluk olarak kabul eden görüş, sorumluluğun asıl sebebini, bilgi verenin belirli bir mesleki konumda bulunması,

---

<sup>292</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 222.

<sup>293</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 221.

<sup>298</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 128.

belirli bir mesleğin mensubu olması olarak kabul eder. Bu görüşü kabul edenlere göre, mesleki sorumluluk ne haksız fiil ne de sözleşme sorumluluğudur. Sorumluluğun söz konusu olabilmesi için, bilgi verenin “mesleki bir rol” üstlenmiş olması gerekir. Bu durum mesleki rolü, sorumluluğun asıl sebebi yapmaktadır<sup>298</sup>.

Mesleki rol, bilgi verenin yaptığı işte üçüncü kişilere oranla profesyonel olması dolayısıyla önem taşımaktadır. Bilgi vermeden dolayı sorumluluktan bahsedebilmek için mesleki rol önemli, ancak hiçbir zaman vazgeçilemez bir ilke değildir. Zira, bir kimsenin mesleki konumuna ilişkin olmadan verdiği bilgi, güven sağlamış olsa bile sorumluluk doğurmayacaktır<sup>299</sup>. Örneğin, bir yatırım danışmanı, bir tanıdığına aralarındaki dostluğa dayanarak ücretsiz bir öneride bulunursa, buradaki kusurundan dolayı sorumlu tutulamaz<sup>300</sup>. Çünkü burada bir hatır ilişkisi söz konusu olup, mesleki anlamda bir yükümlülüğün bahsedilemez.

Bu çerçevede, derecelendirme kuruluşunun müşterisinin borçlarını zamanında ödeyebilme yeteneği hakkında vereceği görüşten dolayı üçüncü kişilerin uğrayacağı zararların tazmini “mesleki sorumluluk görüşü” ne dayanılarak talep edilebilir. Zira, derecelendirme kuruluşları da kendi alanlarında mesleki anlamda profesyonel kuruluşlar olup, verecekleri notlar şirketlerin hatta ülkelerin sermaye tedarik maliyetlerini büyük ölçüde etkilemektedir. Derecelendirme kuruluşları tarafından açıklanan notlara göre hareket eden üçüncü kişiler de, bu notlara güvenerek kararlarını vermektedir.

Ancak, mesleki konum ve buna bağlı olan otorite, en önemli güven yaratan olgulardır. Dolayısıyla, belli bir mesleğe sahip olma veya profesyonellik, yükümlülüğü kuran değil; yükümlülüğü kuvvetlendiren, arttıran bir unsurdur. Bilgi vermeden dolayı sorumlu olan kişiler genellikle belirli bir mesleki konumda bulunuyor olsalar da, onların sorumluluğunun sebebi, sadece mesleki yükümlerine aykırılık değil, bu konumları dolayısıyla üçüncü kişilerde güven yaratmaları

---

<sup>299</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 131.

<sup>300</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 131.

dolayısıyla<sup>301</sup>. Bu nedenlerle mesleki sorumluluk görüşünün doktrinde kabul edilmediği söylenebilir.

#### **D- Güven Sorumluluğu Görüşü**

Güven sorumluluğu, bir hukuk sujesinin, *culpa in contrehondo* kurumundakine benzer nitelikte özel bir hukuki ilişkinin söz konusu olduğu hallerde, karşı taraf nezdinde uyandırdığı ve hakkaniyete aykırı bir şekilde boşa çıkardığı güvenden doğan zararın giderilmesine yönelik sorumluluğudur<sup>302</sup>.

Bilgi verenlerin üçüncü kişiye karşı sorumluluğunu güven sorumluluğu olarak kabul eden bu görüşe göre, hukuki işlem alanında, davranışlarıyla güven sağlayan bilgi veren ile üçüncü kişi arasında meydana gelen edim yükümünden bağımsız kanuni borç ilişkisinin ihlali, üçüncü kişide bu sebeple oluşan güven zararlarının tazmini sorumluluğuna yol açar<sup>303</sup>. Güven sorumluluğu kavramı, *culpa in contrehondo* sorumluluğunun içeriğinin tartışılması sonucu ortaya çıkmış olup<sup>304</sup>, bireylerin ilişkilerini düzenlemek adına meydana gelmiş bir hukuk ilkesidir ve bu ilke sadece borçlar hukukunda değil, diğer hukuk dallarında da söz konusudur<sup>305</sup>. Güven sorumluluğu, güven sağlanması ile meydana gelen güven ilişkisi veya edim yükümlerinden bağımsız borç ilişkisinin ihlali sonucunda oluşan bir sorumluluktur. Bu itibarla güven sorumluluğu, haksız fiil ve sözleşme sorumluluğunun kapsamına girmeyen, anılan iki sorumluluk türü arasında yer alan, kendine özgü, ayrı bir sorumluluk kategorisi oluşturmaktadır<sup>306</sup>.

İsviçre Hukuku'nda, güven sorumluluğunun temelinde, dürüstlük temelinden kaynaklanan yükümlülüklerle aykırı davranılması bulunmakta olup, başka hukuki

---

<sup>301</sup> Kırca, a.g.e., s. 131.

<sup>302</sup> Yılmaz, A.: "İsviçre Federal Mahkemesinin Swissair Kararı", Batider 2009, C. XXV, S. 2, s. 429

<sup>303</sup> Kırca, a.g.e., s.111.

<sup>304</sup> Oğuztürk (Kalkan), B.: Güven Sorumluluğu, İstanbul 2008, s. 113.

<sup>305</sup> Oğuztürk, a.g.e., s. 120.

<sup>306</sup> Yılmaz, a.g.m., s. 430.

kurumların uygulama alanlarına giren durumlar da, arada bir güven ilişkisi olması nedeniyle, özellikle Federal Mahkeme kararlarında<sup>307</sup> geniş anlamda güven sorumluluğu kapsamında yer almıştır<sup>308</sup>. İsviçre Hukuku'nda, sözleşmenin tarafı olmayan üçüncü kişilerin sözleşmesel zararlarının giderilmesi noktasında kanunda haksız fiil ve sözleşme hükümleri kapsamında genel bir kanuni düzenleme bulunmamaktadır. Bu anlamda meydana gelen boşluk, İsviçre doktrininde, sözleşme ve haksız fiil sorumluluğu arasında kalan üçüncü bir sorumluluk tipi olarak “güven sorumluluğu”nun boşluk dolduran bir sorumluluk kaynağı olarak tanımlanmasına yol açmıştır<sup>309</sup>.

Alman Hukukunda, 01.01.2002 tarihinde yürürlüğe giren Borçlar Hukukunu Modernleştirme Kanunu (Schuldrechtsmodernisierungsgesetz - Reform Kanunu), Borçlar hukuku alanında köklü değişiklikler getirmiştir. Bu bağlamda, güven sorumluluğuna ilişkin olarak BGB'nin (Bürgerliches Gesetzbuch - Alman Medeni Kanunu) borç ilişkilerine ilişkin 311 inci maddesinin (3) numaralı fıkrası olan “..borç ilişkisi, sözleşmenin tarafı olmayan kişiler ile de kurulabilir. Bu borç ilişkisi, üçüncü kişinin, özellikle karşı tarafa önemli ölçüde bir güven vererek, sözleşme müzakerelerini ve sözleşmenin meydana gelmesini ciddi derecede etkilemiş olduğu durumlarda söz konusu olur.” hükmünün konuya ilişkin yasal dayanak teşkil ettiği belirtilmektedir<sup>310</sup>. Bu itibarla, Alman hukukunda taraflar arasında “özel bir ilişkinin var olduğu” durumlarda, kanundan doğan bir güven ilişkisi şeklinde gelişen bir özel ilişki sebebiyle güven sorumluluğundan bahsetmek mümkündür<sup>311</sup>.

Güven sorumluluğunun gerçekleşmesi için, bilgi verenin üçüncü kişiye karşı sanki sözleşme tarafı imiş gibi, güven uyandıracak davranışlarda bulunması ve üçüncü kişinin buna inanması gerekmektedir. Ayrıca, bilgi verenin sorumluluğunun kabul edilebilmesi için bilgi verenin vermiş olduğu bilgilerin üçüncü kişilerin tasarruflarında etkili olacağını öngörmesi, bir başka ifadeyle bu durumu bilmesi veya

---

<sup>307</sup> İsviçre Hukuku'nda Swissair kararı bir dönüm noktasıdır. Bu kararla Federal Mahkeme ilk kez güven sorumluluğunu, sözleşme ve haksız fiil sorumlulukları kapsamına girmeyen, kendine özgü bir sorumluluk kaynağı olarak kabul etmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Yılmaz*, a.g.m., s. 438 vd.

<sup>308</sup> *Oğuztürk*, a.g.e., s. 225.

<sup>309</sup> *Oğuztürk*, a.g.e., s. 221.

<sup>310</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 174; *Oğuztürk*, a.g.e., s. 225.

<sup>311</sup> *Oğuztürk*, a.g.e., s. 225.

bilmesinin gerekmesi şartı da gerçekleşmelidir. Bunun dışında tarafların birbirlerinin menfaat alanına etki etme imkânının fazla olması durumunda özel bağlantı söz konusu olup, birbirlerine karşı güven ilkesi dolayısıyla daha yüksek bir özen göstermeleri gerekir<sup>312</sup>.

Doktrinde güven sorumluluğu, ne sözleşme ne de haksız fiil sorumluluğu olup, culpa in contrahendodan doğan sorumluluğu kapsamına alan genel bir sorumluluk olarak kabul edilmektedir<sup>313</sup>. Culpa in contrahendodan doğan sorumluluk ise, edim yükümlerinden bağımsız kanuni borç ilişkisine dayanmaktadır ve bu sorumlulukta da sözleşme görüşmelerinde olduğu gibi sadece güven yaratılması ile özel bağlantı meydana gelir. Üçüncü kişilerin culpa in contrahendodan sorumlu tutulduğu vakıaların özelliği, zarar gören kimse ile sorumluluk süjesi arasında doğrudan sözleşme görüşmeleri ilişkisinin bulunmaması, onun yerini, sorumluluk süjesinin yarattığı "özel derecedeki kişisel güvenin" almasıdır. Bu bağlamda, bilgi vermeden kaynaklanan sorumluluk da güven sorumluluğunun bir türüdür. Zira bilgi veren, mesleki sıfatı, özel ve teknik bilgisi dolayısıyla kendisi için özel olarak güven sağlayan kişidir. Bilgi veren ile verdiği bilgilere güvenerek tasarruflarda bulunan üçüncü kişi arasında özel bir bağlantı meydana gelir. Bu bağlantının dürüstlük kuralına aykırı bir şekilde ihlali, sözleşme hükümlerinin uygulandığı bir sorumluluğa sebep olur. İsviçre Federal Mahkemesi bu gibi durumlarda güven sorumluluğunu uygulamıştır<sup>315</sup>.

Güven sorumluluğu kurumunun Türk Hukuku'nda, Alman veya İsviçre hukuklarında olduğu gibi, özel bir kanuni düzenlemesi bulunmamaktadır. Ancak, güven sorumluluğu görüşünün pozitif hukukta özellikle kendi kusuruyla hataya düşenin sorumluluğu (BK m. 26), yetkisiz temsilcinin sorumluluğu (BK m. 39) veya verdiği yetki belgesini geri almakta ihmalkâr davranan temsil olunanın sorumluluğuna (BK m. 36/II) ilişkin düzenlemeler esas alınınca kanun koyucunun değerlerine yabancı olmadığını söyleyebiliriz. Örneğin, BK'nın 39 uncu maddesine göre

---

<sup>312</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 117-121.

<sup>313</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 150.

<sup>315</sup> *Oğuztürk*, a.g.e., s. 218.

sözleşmenin kurulmasına yanlış bir görünüm yaratarak, bir başka deyişle kendisi için güven sağlayarak sebep olan kişi, kendisi sözleşmenin tarafı olmasa veya olmayacak olsa bile bundan sorumlu tutulmaktadır. O halde, sözleşmenin kurulmasında vermiş olduğu bilginin bir üçüncü şahsın tasarruflarında etki edeceğini öngörerek güven sağlayan bir kişinin bundan sorumlu olmasını kabul etmek, pozitif hukukun değerlerine aykırılık oluşturmaz<sup>316</sup>. Hukuki işlem kurma amacıyla birbirleri ile temasta bulunan kişiler arasında, dürüstlük kuralı esas alınarak hâkimin hukuk yaratması sonucu kabul edilen “kanuni” borç ilişkisi bulunmaktadır ve bu ilişkinin tarafları edimle değil, dürüstlük kuralından (MK m. 2/1) kaynaklanan koruma yükümleri ile yükümlüdürler<sup>317</sup>.

Bununla birlikte Türk Ticaret Kanunu Tasarısında güven sorumluluğuna ilişkin olarak bir maddeye yer verildiği görülmektedir. Anılan Tasarının “Güvenden Doğan Sorumluluk” başlıklı 209 uncu maddesi; “*Hâkim şirket, topluluk itibarının, topluma ve tüketiciye güven veren bir düzeye ulaştığı hallerde, bu itibarın kullanılmasının uyandırdığı güvenden sorumludur.*” hükmünü haizdir. Söz konusu maddenin gerekçesinde hükmün amacının, şirketler topluluğu bağlamında hâkim şirketin toplumda veya daha dar bir çevre olan tüketicide yarattığı güveni kullandığı takdirde bu kullanmanın sonuçlarını yüklenmesini sağlamak olduğu belirtilmiştir.

Buna karşın Oğuztürk, Türk-İsviçre Hukuku’nda BGB 311, 3 kuralına benzer bir hüküm bulunmadığı için, BK m. 36/II’de düzenlenen kuralı genişleterek yorumlamakta çok dikkatli davranılması gerektiğini; bilgi ve görüş verme dolayısıyla üçüncü kişiye karşı sorumluluğun söz konusu olabilmesi ve bunun güven sorumluluğu olarak adlandırılabilmesi için kanun koyucunun devreye girmesi gerektiğini ve konuya ilişkin kanuni bir düzenlemeye ihtiyaç bulunduğunu belirtmektedir<sup>318</sup>. Yazar, hukukumuzda, BGB 311, 3 gibi bir kural olmadığı için, dar anlamda BK m. 36/II’ye de dâhil edilemeyen bilgi ve kanaat açıklaması hallerinde, güven sorumluluğu sonucuna varılmasının mümkün olmadığını, zira sorumluluk

---

<sup>316</sup> Kırca, a.g.e., s. 133.

<sup>317</sup> Kırca, a.g.e., s. 224.

<sup>318</sup> Oğuztürk, a.g.e., s. 259-260.

hukuku alanında kanun boşluğu doldurulmasına da imkân bulunmadığını ifade etmektedir<sup>319</sup>.

## **E- Değerlendirme**

Derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlara haklı olarak güvenen üçüncü kişilerin bu güveninin boşa çıkması sonucu uğradığı zararların tazmini gerekmektedir. Ancak yukarıda ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, bilgi veren konumunda olan derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluğunun hukuki niteliği tartışmalıdır.

Bu bağlamda, üçüncü kişilerin bilgi veren derecelendirme kuruluşu ile arasında bir sözleşme olmadığı için sözleşmeye aykırılığa dayanarak zararını talep etmesi mümkün değildir. Aynı şekilde üçüncü kişiler, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ'in yasal dayanağı bulunmadığı için özel koruma normu ihlalden bahsedilemeyecek olması sebebiyle haksız fiil sorumluluğuna dayanarak da zararlarını tazmin edemeyeceklerdir. Bu durumda kanun koyucunun düzenlemediği bir boşluk söz konusudur ve bu boşluk hâkimin hukuk yaratması ile doldurulur. Hakimin hukuk yaratması için önce pozitif hukukun değerlerine başvurması gerekir. Bir başka deyişle hakim, benzer duruma benzer çözüm getiren bir kural bulunup bulunmadığını araştırmalıdır<sup>320</sup>. Hâkimin hukuk yaratmasını kabul eden bu görüş, hukuk yaratırken kanaatimizce güven sorumluluğu görüşüne dayanarak zararlarının tazminine karar verebilir. Zira güven sorumluluğu görüşü pozitif hukukun değerlerine aykırılık oluşturmaz. BK 26, 36/II ve 39'daki hükümler dikkate alındığında güven sorumluluğu görüşünün kanun koyucunun değerlerine yabancı olmadığı görülmektedir.

## **VII- Sorumluluğun Şartları**

Derecelendirme kuruluşlarının müşterilere ve üçüncü kişilere karşı sorumluluğunun söz konusu olabilmesi için bir takım şartların gerçekleşmesi

---

<sup>319</sup> *Oğuztürk*, a.g.e., s. 258.

<sup>320</sup> *Kırca*, a.g.e., s. 124.

gerekmektedir. Bu şartlar, derecelendirme kuruluşunun sorumluluğunun hukuki niteliğine göre değişmektedir.

## **1- Müşterilere Karşı Sorumluluğun Şartları**

Derecelendirme kuruluşlarının müşterilere karşı sözleşmeden doğan sorumluluğundan bahsedebilmek için aşağıdaki şartların gerçekleşmesi gerekmektedir.

### **A- Derecelendirme Sözleşmesinin Varlığı**

Türk Hukuku'nda derecelendirme faaliyeti mutlaka bir sözleşme çerçevesinde yerine getirilir. Derecelendirme kuruluşları ile müşteriler arasında yapılan bu sözleşme, derecelendirme sözleşmesidir. Dolayısıyla taraflar arasında geçerli bir derecelendirme sözleşmesi bulunmuyorsa sözleşmeden doğan sorumluluktan bahsedilemez.

Derecelendirme sözleşmesi, tarafların sorumlulukları açısından oldukça önemlidir. Zira Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 12 ve Yönetmeliğin 18 inci maddelerinde derecelendirme sözleşmesinde bulunması zorunlu unsurlar arasında “tarafların hak ve yükümlülükleri” de sayılmıştır. Bu nedenle, tarafların birbirlerine karşı sorumluluklarının belirlenmesinde derecelendirme sözleşmesi önemli bir rol oynamaktadır.

### **B- Derecelendirme Sözleşmesinin İhlali**

Derecelendirme kuruluşlarının sözleşmeden doğan sorumluluğunun söz konusu olabilmesi için derecelendirme sözleşmesinin varlığı tek başına yeterli



değildir. Derecelendirme sözleşmesinin, derecelendirme kuruluşu tarafından ihlal edilmesi de gerekmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarının gerek sözleşmede gerekse mevzuatta getirilen yükümlülükleri eksiksiz olarak yerine getirmesi gerekir. Bu nedenle taraflar özel olarak kararlaştırmaları bile mevzuatta belirtilen ve sözleşmede bulunması gereken hususlara aykırılık da derecelendirme sözleşmesinin ihlali sonucunu doğurur. Dolayısıyla, derecelendirme kuruluşlarının hem sözleşmede kararlaştırılan hem de mevzuatla getirilen yükümlülükleri eskizsiz olarak yerine getirmeleri gerekir. Aksi halde, yani yükümlülüklerini hiç veya gereği gibi ifa etmemeleri halinde derecelendirme kuruluşlarının meydana gelen zarardan sorumluluğu söz konusu olacaktır. Örneğin, derecelendirme kuruluşu, haksız olarak düşük not vermişse veya aynı şartlar altında bulunan bir başka müşterisi için farklı bir not vermişse, bu durumda derecelendirme sözleşmesinin ihlal edildiği iddia edilebilir.

### **C- Derecelendirme Sözleşmesinin İhlali Sonucunda Bir Zararın Doğması**

Sorumluluk hukukunun başlıca amacı cezalandırmak değil, ortaya çıkan zararı karşılamak, denkleştirmek ve tazmin ettirmek olduğundan, sözleşmenin ihlali sonucunda bir zararın doğmuş olması gerekmektedir. Zarar, geniş anlamda, bir kişinin malvarlığında (maddi zarar) veya şahıs varlığında (manevi zarar) iradesi dışında meydana gelen eksilmedir. Dar anlamda zarar ise, maddi zarar olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşlarının müşterilere karşı sözleşmeden doğan sorumluluğundan söz edebilmek için müşterinin bir zararının bulunması gerekmektedir. Müşterinin bir zararı yoksa derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğundan bahsedilemez. Çünkü zarar, sorumluluğun, dolayısıyla tazminat borcunun temel şartıdır. Zararın olmadığı yerde hukuki sorumluluktan da söz edilemez<sup>321</sup>.

Derecelendirme sözleşmesinin ihlali sonucunda müşterilerin malvarlığında meydana gelebilecek zarar manevi zarardan ziyade maddi zarardır. Zira,

---

<sup>321</sup> Eren, a.g.e., s. 487.

derecelendirme sonucu müşterilerin manevi zarara uğramaları ancak akdi sorumluluk nedeniyle şahsi hakların zarar görmüş olması halinde gündeme gelebilir.

Diğer taraftan, müşterilerin maddi zararının söz konusu olabilmesi için öncelikle malvarlıklarında bir eksilmenin olması gerekir. Ekonomik değer taşıyan her türlü eksilme zarar kapsamına girer<sup>322</sup>. Malvarlığındaki eksilme, aktif değerlerin azalması şeklinde olabileceği gibi pasiflerin artması şeklinde de olabilir<sup>323</sup>. Ayrıca, malvarlığındaki azalmanın müşterilerin iradesi dışında gerçekleşmesi gerekir<sup>324</sup>.

Müşterilerin malvarlıklarındaki eksilme, fiili zarar ve yoksun kalınan kâr şeklinde de ortaya çıkabilir<sup>325</sup>. Malvarlığının mevcut net durumunda zarar görenin iradesi dışında meydana gelen fiili azalmaya “fiili zarar” adı verilir. Fiili zarar, sözleşmenin ihlali neticesinde malvarlığının aktifinin azalması ya da pasifinin artması şeklinde meydana gelebilir<sup>326</sup>. Yoksun kalınan kâr ise, olayların normal akışına, genel hayat tecrübelerine göre malvarlığında meydana gelebilecek artışların zarar verici fiil nedeniyle kısmen veya tamamen önlenmesi sonucu meydana gelen azalmadır. Yoksun kalınan kârın zarar olarak kabul edilmesine somut olayın şartlarına göre hâkim karar verir. Hâkim, durumun olağan gidişatını ve müşterinin aldığı tedbirleri değerlendirir, sözleşmenin ihlali nedeniyle elde edilmesi muhtemel bir kârın elde edilemediği kanaatine varırsa yoksun kalınan kârı, zarar olarak göz önünde bulundurur<sup>327</sup>. Örneğin, derecelendirme notunun zamanında hazırlanamaması nedeniyle kârlı bir satış işleminin yapılamaması halinde elde edilmesi kuvvetle muhtemel olan kârın, müşterinin zararı olarak dikkate alınması mümkündür.

Zarar ve miktarı her türlü delil ile ispat edilebilmektedir. Ancak özellikle manevi tazminat davalarında zararın gerçek miktarının ispatı zor olduğundan bu durumda hâkim, olayın özelliğini dikkate alarak uygun bir tazminat belirler.

---

<sup>322</sup> Eren, a.g.e., s. 488.

<sup>323</sup> Eren, a.g.e., s. 489; Tandoğan, Mesuliyet, s. 64.

<sup>324</sup> Eren, a.g.e., s. 492; Tandoğan, Mesuliyet, s. 68.

<sup>325</sup> Eren, a.g.e., s. 493; Tandoğan, Mesuliyet, s. 64; Reisoğlu, Borçlar, a.g.e., s. 138; Akıntürk, Borçlar, s. 81-82.

<sup>326</sup> Eren, a.g.e., s. 493; Tandoğan, Mesuliyet, s. 64.

<sup>327</sup> Tandoğan, Mesuliyet, s. 66.

Borçlunun tazminata mahkûm edilebilmesi için kural olarak alacaklının borca aykırılık nedeniyle zarara uğradığını ispat etmesi gerekmektedir. Zararın miktarının ispatı her zaman mümkün olmayabilir. Bu durumda, BK'nın 98 inci maddesinin ikinci fıkrasındaki “*Haksız fiillerden mütevellit mesuliyete müteallik hükümler, kıyasen akde muhalif hareketlere de tatbik olunur.*” hükmüne göre, yapılan atıf çerçevesinde tazminat için hâkimin uygun bir miktarı tayin etmesi istenebilir.

#### **D- Derecelendirme Kuruluşunun Kusurlu Olması**

BK'nın 96 ncı maddesi uyarınca sorumluluğun söz konusu olabilmesi için kural olarak borçlunun kusurunun bulunması gerekmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının müşterilere karşı sorumluluğu da kusur sorumluluğudur. Ancak bu husus mutlak değildir. Örneğin, derecelendirme kuruluşlarının yardımcı şahıslardan dolayı sorumluluğu kusura dayanmaz. Burada sorumluluk yardımcı kişinin değil, borçlunun farazi kusuruna dayanır<sup>328</sup>. Yardımcı kişinin zarar verici davranışında bizzat borçlu bulunmuş olsaydı, bu davranış onun için kusurlu sayılacak idiyse, borçlunun farazi kusuru gerçekleşmiş olur.

Kusur en genel anlamı ile hukuk düzeni tarafından kınanan davranışları ifade eder<sup>329</sup>. Kusurun hukuk düzenince kınanmasının sebebi, kişinin başka şekilde davranması mümkün ve zorunluyken somut olaydaki gibi davranmasıdır<sup>330</sup>. Hukuk sistemimiz iki tür kusur kabul etmiş olup bunlar kast ve ihmaldir. Kast; hukuk kurallarına bilerek aykırı hareket etme arzusudur<sup>331</sup>. İhmal ise, kişinin gerekli dikkat ve özeni göstermemesi ve gerekli tedbirleri almaması suretiyle hukuk düzeninin kurallarına aykırı hareket etmesidir<sup>332</sup>. İhmal de, ağır ve hafif ihmal olarak ikiye ayrılmaktadır. Ağır ihmal, gösterilmesi gereken en düşük özen ve dikkatin gösterilmemesini, hafif ihmal ise dikkatli ve basiretli bir kimsenin göstereceği dikkat ve özenin gösterilmemesini ifade eder. Bu ayrım sorumluluğun doğumu ile ilgili değil, tazminat miktarının tayini ile ilgilidir. Gerekli özenin gösterilip gösterilmediği hususunda iki kriter vardır. Bunlardan birincisi, borçlunun kendi işlerinde göstermeyi

<sup>328</sup> Eren, a.g.e., s. 1071.

<sup>329</sup> Reisoğlu, Borçlar, a.g.e., s. 138; Tandoğan, Mesuliyet, s. 45.

<sup>330</sup> Eren, a.g.e., s. 461.

<sup>331</sup> Akıntürk, Borçlar, s. 81; Tandoğan, Mesuliyet, s. 46.

<sup>332</sup> Tandoğan, Mesuliyet, s. 48; Akıntürk, Borçlar, s. 81.

adet edindiği özen kriteridir. İkincisi ise, mâkul ve dürüst bir borçlunun benzer işlerde göstereceği özen kriteridir. Birinci halde gösterilecek özen derecesi sübjektif, özel ve somut bir kritere göre belirleneceği için, bu halde kusur sübjektif bir nitelik taşır. İkinci halde ise gösterilecek özen derecesi objektif, genel ve soyut bir niteliğe bürünür. Bu takdirde de objektif kusur söz konusu olur<sup>333</sup>.

Yönetmeliğin 10 uncu maddesinin (2) numaralı fıkrasında yetkili derecelendirme kuruluşlarının görevlendirdiği derecelendirme komitesi üyelerinin ve derecelendirme uzmanlarının, derecelendirme görevinin planlanması, yürütölüp sonuçlandırılması ve derecelendirme notunun verilmesi safhalarında gerekli mesleki özen ve titizliği göstermek zorunda oldukları ifade edildikten sonra, bu kişilerin göstereceği özen ve titizliğin, dikkatli ve basiretli bir derecelendirme komitesi üyesi ya da derecelendirme uzmanının aynı koşullar altında ayrıntılara ve bulgulara vereceği önemi, göstereceği dikkat ve gayreti ifade ettiği hükme bağlanmıştır.

Bu çerçevede, derecelendirme uzmanlarının göstermeleri gereken özenin bulunduğu çevre ve konumda, ortalama, mâkul ve dürüst bir derecelendirme uzmanının göstermesi gereken özen olduğu söylenebilir. Dolayısıyla objektif kusur söz konusudur. Buna göre, basiretli bir derecelendirme uzmanının aynı şartlarda göstereceği dikkat ve özenin gösterilmemesi hafif ihmali, normal bir insanın göstereceği dikkat ve özenin gösterilmemesi ise derecelendirme uzmanının ağır ihmali teşkil eder.

Sözleşmeden doğan sorumlulukta kusur, karine olarak kabul edilmiş, borçlunun kusursuzluğunu ispat etmesi gerektiği düzenlenmiştir. Dolayısıyla, müşterilerin derecelendirme kuruluşunun kusurunu ispatlamaları gerekmemektedir. Bir başka ifade ile derecelendirme kuruluşunun, BK'nın 96 ncı maddesi gereğince kendisinin kusurlu olmadığını ispatlaması gerekmektedir. Bu çerçevede, derecelendirme kuruluşunun, borcun ifa edilmemesinin fevkalade halden, mücbir sebepten veya müşteriden kaynaklandığını ispat ederek veya mesleki faaliyetini icra ederken gerekli bütün özeni gösterdiğini kanıtlayarak sorumluluktan kurtulması mümkündür.

---

<sup>333</sup> Eren, a.g.e., s. 1050.

Diğer taraftan, örneğin müşterinin talebi dışında derecelendirme yapılması veya gerçeğe aykırı bir derecenin ilan edilmesi hallerinde müşteri ile derecelendirme kuruluşu arasında bir derecelendirme sözleşmesi bulunmadığından derecelendirme kuruluşunun haksız fiil sorumluluğu gündeme gelmektedir. Bu durumda, müşterilere zarar veren fiilin derecelendirme faaliyeti dışında işlenmesi ve derecelendirme sözleşmesinin ihlali niteliği taşımaması gerekmektedir.

## 2- Üçüncü Kişilere Karşı Sorumluluğun Şartları

Türk hukukunda derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlar nedeniyle üçüncü kişilere karşı verilen zararlar için objektif teori esas alındığında haksız fiil sorumluluğu görüşüne dayanılamayacağı hususu yukarıda açıklanmıştır<sup>334</sup>. Bu bağlamda, üçüncü kişilerin derecelendirme kuruluşlarınca verilen notlara güvenerek hareket etmeleri sonucu uğramış oldukları zararlarını tazmin edebilmek amacıyla haksız fiil sorumluluğu görüşüne dayanabilmeleri için, yasa koyucu tarafından 2499 sayılı SerPK’da değişiklik yapılarak SPK’ya, derecelendirme kuruluşlarının da sorumluluğunu belirleme görev ve yetkisi verilmelidir. Böylelikle, hem Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ sorumluluk konusuna ilişkin olarak yasal dayanağa kavuşmuş olacak hem de yapılacak düzenleme, üçüncü kişilerin malvarlığını koruma amacı güdeceğinden bu norm özel bir koruma normu olarak nitelendirilebilecektir. Dolayısıyla da, üçüncü kişiler uğramış oldukları zararlardan dolayı derecelendirme kuruluşlarına karşı haksız fiil sorumluluğuna dayanabileceklerdir.

Bu bağlamda, mevcut durum itibari ile bir kanun boşluğu söz konusudur ve bu boşluk hâkimin hukuk yaratması yolu ile doldurulmalıdır. Hâkim hukuk yaratırken benzer duruma benzer çözüm getiren bir kural bulunup bulunmadığını araştırır. Bu noktada hâkim hukuk yaratırken kanaatimizce güven sorumluluğu görüşüne göre hareket ederek üçüncü kişilerin uğradığı zararların derecelendirme kuruluşlarından tazmin edilmesine karar verebilir. Zira, yukarıda da açıklandığı üzere, derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluğu “*güven*

<sup>334</sup> Ayrıntılı bilgi için Bkz. 3. Bölüm § 4 / VI / 2 / A / b (Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Haksız Fiil Sorumluluğu Görüşü).

*sorumluluğu*” kavramı çerçevesinde değerlendirilebilir. Buna göre, bahse konu sorumluluğa ilişkin şartlar ise şunlardır:

#### **A- Özel Şartlar**

**a) Özel Bir Hukuki Bağlantı:** Bilgi veren olarak derecelendirme kuruluşunun üçüncü kişiye karşı güven sorumluluğunun gerçekleşmesi için, derecelendirme kuruluşu ile üçüncü kişi arasında özel bir hukuki bağlantının bulunması gerekir. Derecelendirme kuruluşu ile üçüncü kişi arasında özel hukuki bağlantı ise, derecelendirme kuruluşunun özel ölçüde güven uyandıran bir davranışta bulunması ve üçüncü kişinin de bu davranışa haklı olarak güvenmesi ile gerçekleşir<sup>335</sup>.

**b) Koruma Yükümünün İhlali:** Derecelendirme kuruluşunun güven sağlaması ve üçüncü kişinin güven duyması ile aralarında edim yükümlerinden bağımsız borç ilişkisi meydana gelir. Dürüstlük kuralı, bu hukuki ilişkide tarafları birbirlerine karşı özen ve koruma ile yükümlü kılar. Kendilerine düşen koruma yükümlerini ihlal eden taraflar, bundan doğan zararı tazmin etmekte sorumludurlar. Taraflara düşen koruma yükümleri, hem varlığı, hem de kapsam ve içeriği açısından taraf iradelerinden bağımsızdır<sup>336</sup>. Çünkü koruma yükümlülüğü MK’nın 2 nci maddesinde yer alan dürüstlük kuralına dayanmaktadır.

**c) Zarar Görenin Bilgiyi Tasarruflarında Kullanması:** Güven, güvenen kişinin davranışlarını etkilediği için korunmaktadır. Bu nedenle güven sorumluluğunun söz konusu olması için, güvenin güvenen kişi tarafından “tasarruflarında” veya “güven yatırımlarında” somutlaşması gerekir. Kullanılmayan, tasarruflarla somutlaştırılmayan güven korunmaz<sup>337</sup>.

---

<sup>335</sup> Kırca, a.g.e., s. 187.

<sup>336</sup> Kırca, a.g.e., s. 194.

<sup>337</sup> Kırca, a.g.e., s. 196.

## B- Diğer Şartlar

a) **Kusur:** Derecelendirme kuruluşunun sorumluluğu için, onun koruma yükümlerini kusurlu olarak ihlal etmesi gerekir. Bu durumda her türlü kusur, sorumluluk için yeterlidir. Kusur konusunda objektifleştirilmiş kusur esas alınır. Burada ölçü bulunduğu çevre ve konumda, ortalama, makul ve dürüst bir derecelendirme uzmanının göstermesi gereken özendir. Kusuru belirlerken, bilgi verenin mesleki konumu dolayısıyla uyması gereken koruma yükümleri dikkate alınır<sup>338</sup>.

b) **Zarar:** Derecelendirme kuruluşunun sorumluluğu için üçüncü kişinin bir zarara uğraması gerekmektedir. Zarar malvarlığında oluşan bir azalma veya eksilmedir. Derecelendirme kuruluşu ile üçüncü kişi arasında bir sözleşme bulunmadığı için tarafların birbirlerine karşı bağımsız edim yükümleri bulunmamaktadır. Dolayısıyla müspet ve menfi zarardan bahsedilemez.

c) **Uygun İlliyet Bağı:** Gerçekleşen sonuç, olayların normal akışına ve hayat tecrübelerine göre, mahiyeti ve ana temayülü itibariyle meydana getirmeye genel olarak elverişli olan zorunlu şartla söz konusu sonuç arasındaki bağı uygun illiyet bağı denir<sup>340</sup>. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu konusunda derecelendirme kuruluşunun koruma yükümlerini ihlal eden davranışı ile üçüncü kişinin malvarlığını olumsuz etkileyen tasarrufları arasında uygun illiyet bağı mevcut olmalıdır.

## VIII- Sorumluluk Halleri

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyeti sırasında önceden belirlenmiş bir takım ilke ve kurallara uygun davranmak zorundadırlar. Derecelendirme ilke ve kuralları genel olarak IOSCO tarafından “*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*” adı altında düzenlenmiştir. Üç büyük

---

<sup>338</sup> Kırca, a.g.e., s. 204.

<sup>340</sup> Eren, a.g.e., s. 492-493.

derecelendirme kuruluğu da IOSCO'nun bu ilke ve kurallarını esas alarak kendi "Code of Conduct" larını oluşturmuşlardır. Bunun dışında özellikle bankaların derecelendirilmesi bakımından Basel II ile bir takım önemli dzenlemelere yer verilmiştir. Türk hukukunda derecelendirmeye ilişkin ilke ve kurallar ise SPK ve BDDK tarafından ilan edilmektedir. Derecelendirme ile ilgili çevrelerin bu ilke ve kurallara uymaları zorunludur.

Müşterilere ve üçüncü kişilere karşı derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğunu gerektiren sebepler aslında tek bir sebepten, derecelendirmenin derecelendirme ilke ve kurallarına uygun yapılmamasından kaynaklanır.

## **IX- Sorumluluktan Kurtulma Halleri**

Derecelendirme kuruluşlarının gerek müşterilere, gerekse üçüncü kişilere karşı bir takım hususların gerçekleştiğini ileri sürerek sorumluluktan kurtulabilmeleri mümkündür.

Derecelendirme kuruluşları kendilerine karşı açılan sorumluluk davalarında sorumluluktan kurtulabilmek için müşterilere ve üçüncü kişilere karşı çeşitli iddialar ileri sürebilirler. Bu iddiaları şu Şekilde özetlemek mümkündür:

### **1- Müşterilere Karşı Sorumluluktan Kurtulma Halleri:**

#### **A- Derecelendirme Yükümlülüğünün Bulunmadığı İddiası:**

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme yükümlülüğünün bulunmadığını ileri sürerek, müşteri ile aralarındaki anlaşmada açık veya örtülü olarak kendisine bir not verme görevi yüklenmediğini, yapılan işin bir inceleme olduğunu iddia edebilir. Derecelendirme kuruluşunun bu iddiasını ispat edebilmesi için en önemli dayanağı müşteri ile arasında imzalanan derecelendirme sözleşmesidir. Zira, sözleşme metinleri açılan davalarda derecelendirme kuruluşlarını sorumluluktan kurtaran en önemli delildir.



## **B- Derecelendirmenin İlke ve Kurallarına Uygun Yapıldığı İddiası:**

Derecelendirme kuruluşlarının hem müşterilere hem de üçüncü kişilere karşı sorumluluğunun doğumuna sebep olan en önemli husus, derecelendirmenin genel kabul görmüş derecelendirme ilke ve kurallarına aykırı olarak yapılmış olmasıdır. Eğer derecelendirme faaliyeti derecelendirme ilke ve kurallarına uygun olarak yapılmış ve bunun sonucunda bir not verilmiş ise, müşterinin bir zararı doğmuş olsa bile derecelendirme kuruluşunun sorumluluğundan bahsedilemez. Çünkü, derecelendirme kuruluşunun sorumluluğu onun kusurlu olmasına, kusurlu olması ise derecelendirme faaliyetinin derecelendirme ilke ve kurallarına uygun yapılmamasına bağlıdır. Derecelendirme kuruluşu, derecelendirme ilke ve kurallarına uygun olarak dürüst ve basiretli hareket ederse, kusur söz konusu olmayacağından sorumluluk da söz konusu olmayacaktır.

## **C- Zararın Oluşumunda Müşterinin de Kusurunun Bulunduğu İddiası:**

Derecelendirme kuruluşlarının sorumluluktan kurtulabilmek için iddia edebileceği üçüncü husus ise, meydana gelen zararın müşterinin kusuruna dayandığı iddiasıdır. Gerçekten de müşterinin kendi fiilleriyle tazminata sebep olan zararı meydana getirmesi durumunda derecelendirme kuruluşunun oluşan zarardan sorumluluğu söz konusu olmayacaktır. Benzer şekilde müşterinin, derecelendirme kuruluşunun meydana gelen zararın sebeplerini ortaya çıkarmasını engelleyecek şekilde derecelendirme faaliyetinin yürütülmesine müdahale etmesi halinde oluşan zarardan derecelendirme kuruluşu sorumlu olmayacaktır. Bu durumda müşteri, zararın oluşumuna kendi fiiliyle sebep olduğundan maruz kaldığı zarara katlanmak zorundadır.

## **D- İlliyet Bağının Yokluğu İddiası:**

Müşterinin uğradığı zarardan dolayı derecelendirme kuruluşunun sorumlu tutulabilmesi için müşterinin, derecelendirme kuruluşunun özen yükümlülüğünü ihlal etmesiyle kendi uğradığı zarar arasındaki illiyet bağını ispatlaması gerekmektedir.

Aksi halde, sorumluluktan bahsedilemeyecektir. Ancak, bu konunun ispat edilebilmesi oldukça güçtür.

## **2- Üçüncü Kişilere Karşı Sorumluluktan Kurtulma Halleri:**

Derecelendirme kuruluşlarının müşteriye karşı sorumluluktan kurtulmalarını sağlayan hallerden üçüncüsü olan “Zararın oluşumunda müşterinin de kusurunun bulunduğu iddiası” dışındakiler, üçüncü kişilere karşı sorumluluktan kurtulma durumunda da geçerlidir. Zira üçüncü kişiler, verilen derecelendirme notlarının yanıltıcı olmasına katkı sağlayacak konumda değildirler. Derecelendirme kuruluşları, koruma yükümlerini ihlal eden davranış ile üçüncü kişinin malvarlığını olumsuz etkileyen tasarrufları arasında uygun illiyet bağının mevcut olmadığını ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilirler. Mesela, derecelendirme kuruluşu, not verdiği işletmeye kredi veren bankanın bu krediyi verilen nota güvenerek değil, müşteri (işletme) ile aralarındaki özel ilişkiye dayanarak verdiğini ispatlayarak verdiğini ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilir. Ancak bu durumun ispatı da güçtür.

Diğer taraftan, derecelendirme kuruluşu derecelendirme sözleşmesinde, üçüncü kişilere karşı sorumluluğunu sınırlandıracak hükümlere yer verebilir. Örneğin derecelendirme kuruluşu, derecelendirme faaliyeti sırasında derecelendirilen kuruluş tarafından verilen bilgi ve belgelere dayanılarak derece verildiğini, söz konusu bilgilerin ise kontrol edilmediğini belirtmek suretiyle sorumluluğunu sınırlandırabilir.

## **X- Yardımcı Şahıslardan Dolayı Sorumluluk**

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyetlerini çalıştırdıkları yardımcı şahıslar (kontrolör, derecelendirme uzmanı ve diğer çalışanları) vasıtasıyla yerine getirirler. Derecelendirme kuruluşlarının yardımcı şahıslardan dolayı

sorumluluklarına ilişkin özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu çerçevede derecelendirme kuruluşları anonim şirket, dolayısıyla özel hukuk tüzel kişisi olmaları sebebiyle, hem TTK'nın 138 inci ve MK'nın 50 nci maddeleri uyarınca organlarının fiillerinden, hem de BK'nın 55 ve 100 üncü maddeleri uyarınca çalıştırdıkları kişilerin sebep olduğu zararlardan sorumludur.

Derecelendirme kuruluşlarının çalıştırdıkları kişilerin işe alınması ile mesleki eğitim ve yeterliliklerinin sağlanması hususlarında Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ ve Yönetmelikte belirlenmiş olan bir takım yükümlülükleri bulunmaktadır. Dolayısıyla derecelendirme kuruluşları çalıştırdıkları kişilerin mesleki yeterliliğe sahip olmaları için kendilerine verilen yükümlülükleri yerine getirmek zorundadır.

Derecelendirme kuruluşlarının müşterilere karşı yardımcı şahıslardan dolayı sorumluluğu BK'nın 100 üncü maddesine dayanır. Anılan maddeye göre, adam çalıştıran ile zarar gören müşteri arasında bir borç ilişkisinin varlığı gereklidir. Dolayısıyla derecelendirme kuruluşu ile müşteri arasında derecelendirme sözleşmesinden kaynaklanan bir borç ilişkisi söz konusu olduğundan sorumluluk BK'nın 100 üncü maddesine dayanır. Anılan maddede, adam çalıştıranın sorumluluktan kurtulabilmesi için kurtuluş beyyinesi getirme imkânı verilmediğinden, derecelendirme kuruluşunun kurtuluş beyyinesi getirerek sorumluluktan kurtulması mümkün değildir. Ayrıca, derecelendirme kuruluşunun yardımcı kişilerden dolayı sorumluluğu kusura dayanmaz. Derecelendirme kuruluşunun sorumluluğunun söz konusu olabilmesi için ne derecelendirme kuruluşunun ne de yardımcı şahısların kusurlu olmaları gerekir.

Derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluğu ise BK'nın 55 inci maddesine dayanmaktadır. Zira, derecelendirme kuruluşu ile zarar gören üçüncü kişiler arasında bir borç ilişkisi bulunmamaktadır. BK 55'teki düzenlemeyi, BK 100'den farklı kılan nokta da, arada borç ilişkisinin bulunmayışıdır. Borç ilişkisi olmadığı için de, adam çalıştıranın kurtuluş beyyinesi getirme imkânı tanınmıştır. Buna göre, durumun gerektirdiği tüm dikkat ve özeni ispatlayan derecelendirme kuruluşunun, sorumluluktan kurtulması mümkündür.

Derecelendirme kuruluşlarının adam çalıştıran olarak sorumlu tutulabilmesi bir takım şartların varlığına bağlıdır. Derecelendirme kuruluşu ile çalıştırdığı kişi arasında istihdam ilişkisinin varlığı gerekir<sup>341</sup>. Ayrıca, üçüncü kişiye verilen zararın işin görülmesi sırasında ve işle ilgili olarak verilmiş bulunması gerekmektedir. Son olarak istihdam eden kurtuluş kanıtı getirmemiş olmalıdır.

İstihdam eden müstahdem ilişkisinin olmadığı durumlara ilişkin bir noktanın altının çizilmesinde fayda bulunmaktadır. Bu durumlarda, BK'nın 55 inci maddesi hükmünün uygulanması söz konusu olmayacaktır. Zira, derecelendirme kuruluşunun organları, tüzel kişilerin müstahdemleri değil, bizzat tüzel kişinin iradesini temsil eden kişiler olduklarından tüzel kişinin organlarının görevlerini ifa ederken vermiş olduğu zararlardan sorumluluğu BK'nın 55 inci maddesi hükmüne değil<sup>342</sup>, MK'nın 50 nci maddesi hükmüne dayanır<sup>343</sup>.

## **XI- Mesleki Sorumluluk Sigortası**

Derecelendirme kuruluşlarının mesleki sorumluluk sigortası yaptırılmaları, yukarıda da belirtildiği üzere, mevzuat gereğince zorunlu tutulmaktadır. Zorunlu sorumluluk sigortalarının amacı, sigortalıların fiil ve davranışları veya araç ve işletmeleri yüzünden mağdur olan kişilerin fazla bir zahmet ve hukuki sorunla karşılaşmadan tazminat alacaklarına kavuşmalarıdır. Yani mesleki sorumluluk sigortasında teknik olarak sigorta himayesinden istifade eden kişiler, zahiren sanki bu sigortaların sigortalılarıyla gibi gözükse de; asıl korunmak istenen kişiler, sigortalıların zarar vermiş olduğu mağdurlardır<sup>344</sup>. Bu bağlamda, mesleki sorumluluk sigortasında derecelendirme kuruluşları sigorta ettiren konumda iken, müşteriler ise sigortalı konumundadırlar.

---

<sup>341</sup> Tandoğan, Mesuliyet, s. 109; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, a.g.e., s. 503.

<sup>342</sup> Kılıçoğlu, a.g.e., s. 208.

<sup>343</sup> MK'nın 50 nci maddesi: “ Tüzel kişinin iradesi, organları aracılığıyla açıklanır. Organlar, hukukî işlemleri ve diğer bütün fiilleriyle tüzel kişiyi borç altına sokarlar. Organlar, kusurlarından dolayı ayrıca kişisel olarak sorumludurlar.” hükmünü amirdir.

<sup>344</sup> Can, M.: Mesleki Sorumluluk Sigortası Genel Şartlarına Genel Bir Bakış, Ankara 2006, s. 11.

Bu çerçevede, Yönetmeliğin 26 ve Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 27 nci maddelerinde, derecelendirme kuruluşlarının mesleki sorumluluk sigortası yaptırmaları zorunlu kılınmıştır. Yönetmeliğin “Mesleki Sorumluluk Sigortası” başlıklı 26 ncı maddesi:

*“(1) Sigorta teminatı müşteri ile imzalanan derecelendirme sözleşmesinde öngörülen tutarın iki katından az olmamak üzere 5 inci maddede belirtilen derecelendirme faaliyetleri kapsamında verilecek derecelendirme notları nedeniyle oluşabilecek zararların tazminini teminen Kanununun 36 ncı maddesi uyarınca, derecelendirme kuruluşları derecelendirme sözleşmesinin imzalandığı tarihten itibaren yedi gün içinde genel şartları Hazine Müsteşarlığınca belirlenen mesleki sorumluluk sigortası yaptırırlar.*

*(2) Mesleki sorumluluk sigortası yaptırılacak sigorta şirketi, derecelendirme sözleşmesi yapılan müşteri ya da müşterinin doğrudan ya da dolaylı olarak kontrol ettiği iştiraki veya bağlı ortaklığı olamaz.*

*(3) Birinci fıkra kapsamındaki mesleki sorumluluk sigortasına esas matrah, Kurulca uygun görülmesi halinde, yetkili derecelendirme kuruluşunun geçmiş yıla ilişkin ciro tutarından az olmamak üzere yönetim kurulunca kabul edilen cari yıla ilişkin bütçelenen ciro tutarının asgari iki katı esas alınarak belirlenir.” hükmünü amirdir.*

Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 27 nci maddesinin (2) numaralı fıkrası ise:

*“Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları, gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetlerinden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptırırlar.” şeklinde düzenlenmiştir.*

Derecelendirme faaliyeti çoğu zaman hukuki sorumluluğu da beraberinde getirir. Bu sorumluluğun tek başına derecelendirme kuruluşlarına yüklenmesi sermaye piyasasında olumsuz bazı sonuçlara yol açarak piyasaların risk altına girmesine sebep olabilir. Bu nedenle hukuki sorumluluğun derecelendirme

kuruluşları ile birlikte piyasanın diğer kuruluşları arasında paylaşılması gerekir. Sigorta müessesesi de bu amaca hizmet eden araçlardan bir tanesidir. Ancak, sigorta müessesesi bu amacın gerçekleştirilmesi açısından tek başına yeterli değildir. Zira sigorta şirketleri derecelendirme faaliyetlerini “yüksek risk” kapsamında değerlendirmekte ve bu konuda isteksiz davranmaktadırlar. Bu nedenle sigorta müessesesinin dışında sorumluluğu paylaşmak amacıyla, derecelendirme kuruluşlarının kendi aralarında kuracakları fon sayesinde sorunun aşılabileceğini düşünmekteyiz.

Son yıllarda yaşanan ekonomik krizler dolayısıyla yeni bazı kurumlar gündeme gelmiştir. Bu kurumlardan birisi olan monoline sigortalar, derecelendirme konusu ile doğrudan bağlantılı olduğu için konu hakkında kısaca bilgi verilmesinde fayda bulunmaktadır.

Monoline sigorta şirketleri, hükümetler ve belediyeler tarafından ihraç edilen bonoları ve özel sektör tahvil ve borçlanmalarını temerrüde karşı sigortalayan sigorta şirketleridir<sup>345</sup>. Monoline sigortalar özellikle bankaların dışarıdan aldıkları kredilerin maliyetinin düşük olmasında önemli rol oynamaktadır. Zira bir bankanın aldığı krediye ödediği faiz, uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından ona verilen dereceye bağlıdır. Tahvil ihraç edenler veya bankalar gibi, dışarıdan borçlananlar kredi derecelendirme notlarını takviye etmek için monoline sigorta şirketlerine başvururlar. Bu nedenle söz konusu derece notu ne kadar yüksek olursa, ödenecek olan kredi faizi de o kadar düşük olur.

Genel olarak derecelendirme kuruluşlarınca (S&P ve Fitch) verilen en iyi derece notu AAA'dır. Ancak, Türkiye’de AAA derecelendirme notuna sahip olan herhangi bir banka bulunmamaktadır. Bunun nedeni ise şudur: Ülke limiti kuralı gereği bir kurumun kredi derecelendirme notu, içinde faaliyet gösterdiği ülkenin kredi notunun üstünde olamaz. Bu bağlamda, Türkiye'nin kredi notu düşük olduğu için Türk bankalarının da kredi notu düşüktür. Dolayısıyla bankalar bu aleyhte durumu lehe çevirmek için aldıkları kredileri monoline sigorta şirketlerine sigorta

---

<sup>345</sup>Münir, M.: “Monoline Sigorta Mı? O da nereden Çıktı?”, <http://www.milliyet.com.tr/2008/01/25/yazar/munir.html> 25.01.2008.

ettirmek suretiyle bir monoline sigorta şirketinin garantisi altına girerler. Bu durumda bir anlamda monoline sigorta şirketinin derecesini, sigorta bedeli karşılığında ödünç olarak kullanırlar. Zira, monoline sigorta şirketlerinin derecelendirmesi AAA olduğundan, bankaların yabancı ülkelerden kredi (özellikle sendikasyon kredisi) bulabilmeleri hem kolaylaşır hem de maliyeti düşer.

## **XII- Hukuki Sorumluluğun Sınırlandırılması**

Derecelendirmeye ilişkin mevzuat incelendiğinde, derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğunun sınırlandırılmasına ilişkin bir düzenleme bulunmadığı görülmektedir. Bu nedenle, derecelendirme sözleşmesiyle veya ayrı bir sözleşmeyle derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu sınırlandırmaları mümkün değildir. Dolayısıyla derecelendirme kuruluşları verdikleri tüm zararlardan sorumlu olacaklardır.

Sorumluluğun sınırlandırılması dışında derecelendirme kuruluşu ile müşteri arasında bir sorumsuzluk anlaşması yapıp yapılamayacağı hususu ise BK'nın 99 uncu maddesi kapsamında değerlendirilebilir. Sözleşmenin ihlalden doğan zararın gerçekleşmesinden önce alacaklı ve borçlu arasında açık veya kapalı olarak yapılan ve ileride alacaklı lehine ortaya çıkma ihtimali bulunan tazminat talebinin doğmasına tamamen veya kısmen engel olan, bağımsız olarak veya asıl sözleşmeye ek olarak yapılan anlaşmaya, sorumsuzluk anlaşması denir<sup>346</sup>. Sorumsuzluk anlaşması alacaklı yönünden bir tasarruf işlemi; borçlu yönünden ise bir kazandırıcı işlemdir<sup>347</sup>.

BK'nın 99 uncu maddesinin birinci fıkrası gereğince hile veya ağır kusur halinde sorumlu olunmayacağına ilişkin yapılan sorumsuzluk anlaşması batıldır. Dolayısıyla, derecelendirme kuruluşu ile müşteri, derecelendirme kuruluşunun hile veya ağır kusuruyla sebep olduğu zararlardan sorumlu olmayacağı konusunda bir anlaşma yapamazlar.

Borçlunun hafif ihmali ile ifayı imkânsız hale getirmesi halinde sorumlu olmayacağına ilişkin sorumsuzluk sözleşmesi ilke olarak geçerlidir. Ancak, alacaklı

---

<sup>346</sup> Eren, a.g.e., s. 1074.

<sup>347</sup> Eren, a.g.e., s. 1075.

anlaşmanın yapıldığı sırada borçlunun hizmetinde bulunuyorsa veya borçlunun sorumluluğu hükümet tarafından imtiyaz suretiyle verilen bir işletmeden doğuyorsa, hafif kusur halinde hâkim takdir hakkına dayanarak sorumsuzluk sözleşmesini bâtil sayabilir. Burada “takdiri butlan” söz konusudur<sup>348</sup>. Bu bağlamda, derecelendirme kuruluşu ile müşteri, ancak hafif kusur halinde sorumlu olunmayacağına ilişkin bir anlaşma yapabilirler. Bu anlaşma da BK’nın 99 uncu maddesinin ikinci fıkrası uyarınca hâkim tarafından bâtil kabul edilebilir. Zira, derecelendirme kuruluşunca yapılan faaliyet “*hükümet tarafından imtiyaz suretiyle verilen bir sanatın icrasından*” kaynaklanmaktadır.

Ancak uygulamada derecelendirme faaliyetine ilişkin olarak imzalanan derecelendirme sözleşmelerinde, derecelendirme kuruluşları müşteriye veya üçüncü kişilere karşı hiçbir şekilde sorumluluklarının bulunmadığını, zira derecelendirme faaliyeti sonucunda açıklanan düşüncenin kesinlikle bir tavsiye niteliği taşımadığını açık olarak hüküm altına almaktadırlar. Bu noktada belirtmek gerekir ki, bahse konu hükümler nedeniyle bugüne kadar derecelendirme kuruluşları ile sözleşme imzalayan herhangi bir ülke veya şirket kendisine verilen not nedeniyle ya da yatırımcı bu notlara güvenerek yaptığı tasarrufları nedeniyle uğradığı zararlarını tazmin edememiştir.

### **XIII- Sorumluluk Davası**

Derecelendirme kuruluşlarına karşı açılacak sorumluluk davalarında yetkili ve görevli mahkeme konusunda da özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu nedenle konu genel hükümler çerçevesinde incelenecektir.

#### **1- Görevli Mahkeme:**

Derecelendirme kuruluşlarına karşı açılacak sorumluluk davaları nitelikleri itibariyle hukuk davalarıdır. HUMK’un 8 inci maddesine göre, mamelek hukukundan doğan davalarda görevli mahkeme, dava konusu mal veya hakkın miktar ve değerine

---

<sup>348</sup> *Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, a.g.e., s. 1182.*



göre belirlenir. Buna göre değeri mezkûr maddede belirlenen miktardan az olan davalar sulh hukuk mahkemelerinde, fazla olan davalar ise asliye hukuk mahkemelerinde görülür<sup>349</sup>. Sulh hukuk mahkemelerinin görevli olduğu işlerde davanın adi veya ticari olması önemli değildir. Burada esas alınan ölçü, dava konusu şeyin değerinin HUMK'un 8 inci maddesinde belirlenen miktardan az olup olmadığı hususudur. Ancak, ticari davalar ve özel bir hükümle ticaret mahkemesinde görüleceği emredilen davalar asliye ticaret mahkemesinde görülür<sup>350</sup>. Ticaret ve asliye hukuk mahkemeleri arasındaki ilişki görev ilişkisi değil, kanuna dayanan bir iş bölümü ilişkisidir.

TTK'nın 4 üncü maddesinin ilk fıkrasında, TTK'nın 21 inci maddesinin birinci fıkrası gereğince her iki taraf için ticari sayılan hususlardan doğan hukuk davaları ticari dava sayılmıştır. Bu hükme göre, bir davanın ticari sayılabilmesi için her iki tarafın tacir olması ve ihtilafın her iki tarafın ticari işletmesi ile ilgili olması gerekir. Dolayısıyla bir davanın ticari dava olarak kabul edilebilmesi için bu iki şartın birlikte gerçekleşmesi gerekir<sup>351</sup>.

Müşterilerin derecelendirme kuruluşlarına karşı açacakları sorumluluk davası TTK'nın 4 üncü maddesi gereğince ticari bir davadır. Zira, hem müşteri hem de derecelendirme kuruluşu tacir oldukları gibi dava konusu ihtilaf her iki tarafın ticari işletmesi ile ilgilidir. Bu nedenle, müşteriler tarafından açılacak sorumluluk davalarının ticaret mahkemelerinde görülmesi gerekmektedir.

Üçüncü kişilerin derecelendirme kuruluşuna karşı açacakları sorumluluk davalarının ticaret mahkemelerinde görülmesi, davayı açacak olan üçüncü kişiye göre değişiklik gösterebilir. Zira, derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluğunun haksız fiilden kaynaklandığı kabul edilecek olursa, açılacak davanın ticari dava sayılabilmesi için, haksız fiilin her iki tarafın ticari işletmesi ile ilgili olması gerekir<sup>352</sup>. Haksız fiiller, derecelendirme kuruluşu açısından ticari iş sayılsa

---

<sup>349</sup> Bahse konu miktar, 01.01.2010 tarihi itibarı ile 7.230,00.-TL.'dir.

<sup>350</sup> *Arkan, S.: Ticari İşletme Hukuku, Ankara 2004, s. 101.*

<sup>351</sup> *Arkan, a.g.e., s. 99.*

<sup>352</sup> *Arkan, a.g.e., s. 100.*

da üçüncü kişiler bakımından ticari iş sayılmayabilir. Bu sebeple, üçüncü kişilerin tacir olup olmadıkları ve haksız fiilin ticari işletmeleri ile ilgili olup olmadığı tespit edilmelidir.

## **2- Yetkili Mahkeme:**

Derecelendirme kuruluşları aleyhine açılacak olan sorumluluk davalarının hangi yer mahkemesinde görüleceği konusunda da özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu nedenle genel yetki kuralı olan HUMK'un 9 uncu maddesinin ilk fıkrası gereğince yetkili mahkeme, davalının ikametgâhı mahkemesidir. Ticaret şirketlerinin ikametgâhı MK'nın 51 inci maddesi uyarınca merkezlerinin bulunduğu yerdir. Bu sebeple, derecelendirme kuruluşlarına karşı açılacak olan sorumluluk davalarının kuruluşun merkezinin bulunduğu yer mahkemesinde açılması gerekir. Genel yetkili mahkeme dışında müşterilerin derecelendirme sözleşmesinin ihlali nedeniyle açacakları sorumluluk davalarında, HUMK'un 10 uncu maddesi gereğince sözleşmenin yapıldığı yer veya sözleşmenin ifa edileceği yer mahkemesi de yetkilidir. Bunların dışında, HUMK'un 17. maddesi uyarınca, derecelendirme kuruluşunun şubesi varsa, şubenin işlemlerinden dolayı derecelendirme kuruluşuna karşı şubenin bulunduğu yer mahkemesinde de dava açılabilir<sup>353</sup>. Ayrıca, yine HUMK'un 21 inci maddesi uyarınca müşterilerin ve üçüncü kişilerin haksız fiilden doğan davalarında, haksız fiilin gerçekleştiği yer mahkemesi de yetkilidir.

## **§ 5- Derecelendirme Kuruluşlarının ve Yöneticilerinin Cezai Sorumluluğu**

### **I- Genel Olarak**

Cezai sorumluluk konusu itibariyle ceza hukukunu ilgilendiren bir konudur. Ancak siyasi ve ekonomik şartlara göre değişen SerPK'da kanunun etkinliğini

---

<sup>353</sup> Kuru, B./ Aslan, R./ Yılmaz, E.: Medeni Usul Hukuku, Ankara 2003, s. 178.

sağlayabilmek için sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgili özel cezai hükümler öngörülmektedir<sup>354</sup>.

Özellikle tüzel kişilerin ceza sorumluluğu sorunu, tüzel kişilerin kendi faaliyet alanı içerisinde işlenen bir suçtan dolayı, bizzat kendilerinin cezalandırılıp cezalandırılmayacağı noktasında toplanmaktadır<sup>355</sup>. Tüzel kişilerin cezai sorumluluklarının incelenmesinde, öncelikle 5237 sayılı TCK'nın 20 nci maddesinde yer alan "...tüzel kişiler hakkında ceza yaptırımı uygulanamaz. Ancak suç dolayısıyla kanunda öngörülen güvenlik tedbiri niteliğindeki yaptırımlar saklıdır..." hükmü dikkate alınmalıdır. Bu hüküm uyarınca, tüzel kişiliğe sahip şirketler hakkında TCK kapsamında ceza yaptırımı uygulanamayacağı açıktır. Tüzel kişilerle ilgili güvenlik tedbirleri ise "iznin iptali" ve "müsadere" dir<sup>356</sup>. Tüzel kişiler hakkında uygulanacak güvenlik tedbirleri TCK'nın 60 ıncı maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre;

*"MADDE 60. - (1) Bir kamu kurumunun verdiği izne dayalı olarak faaliyette bulunan özel hukuk tüzel kişisinin organ veya temsilcilerinin iştirakiyle ve bu iznin verdiği yetkinin kötüye kullanılması suretiyle tüzel kişi yararına işlenen kasıtlı suçlardan mahkûmiyet hâlinde, iznin iptaline karar verilir.*

*(2) Müsadere hükümleri, yararına işlenen suçlarda özel hukuk tüzel kişileri hakkında da uygulanır.*

*(3) Yukarıdaki fıkralar hükümlerinin uygulanmasının işlenen fiile nazaran daha ağır sonuçlar ortaya çıkarabileceği durumlarda, hâkim bu tedbirlere hükmetmeyebilir.*

*(4) Bu madde hükümleri kanunun ayrıca belirttiği hâllerde uygulanır."*

Cezai sorumlulukta temel olarak, fiilin ayrıntılarını bilen ve oluşumunda rolü bulunan şirket temsilcisi veya temsilcilerinin cezai sorumluluğu asıldır. Kanuni temsilciler arasında görev bölüşümü yapılmışsa, suçun konusunu oluşturan olay, hangi temsilci veya temsilcilerin görevine giriyorsa cezanın muhatabı da onlar olacaktır.

<sup>354</sup> Ünal, O. K.: Aracı Kurumlar, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukundan Aracı Kurumlar Ankara 1997, s. 303.

<sup>355</sup> Kangal, Z. T.: Tüzel Kişilerin Ceza Sorumluluğu, Ankara 2003, s. 54.

<sup>356</sup> Toroslu, N./ Feyzioğlu, M.: Ceza Hukuku Genel Kısım, Ankara 2008, s. 414.

Bu çerçevede, derecelendirme faaliyeti nedeniyle toplumun zarar görmesini engellemek amacıyla cezai açıdan sorumluluğa ilişkin kurallar açık olarak düzenlenmelidir. Zira, cezai sorumluluk caydırıcılık fonksiyonu nedeniyle hukuki sorumluluğun ortaya çıkma ihtimalini de azaltmaktadır. Ancak, Türk hukukunda derecelendirme kuruluşlarının cezai sorumluluğu, hukuki sorumlulukta olduğu gibi genel hükümlere atıf yapmakla yetinilmiştir. Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 27 nci maddesinin (3) numaralı fıkrasında derecelendirme kuruluşunun ortakları, yöneticileri, derecelendirme komitesi üyeleri, kontrolör ile derecelendirme uzmanları ve diğer çalışanlarının cezai sorumluluklarının saklı olduğu belirtilerek konu hakkında genel hükümlerin uygulanacağı vurgulanmıştır.

## II- İdari Yaptırımların Yasallığı Sorunu

Esasında idari ceza hukuku ile idari yaptırım birbirinin yerine kullanılabilir kavramlardır. Genellikle ceza hukukçuları, idare tarafından uygulansa da ceza hukukunun bir uzantısı olarak gördüklerinden olsa gerek, idari ceza hukuku kavramını kullanırken, idare hukukçuları, idari yaptırım ibaresini kullanmayı yeğlemektedir<sup>357</sup>.

İdari yaptırımlara idari ceza denilmesi terminolojik karışıklık yaratmakta, uygulanacak hukuki rejimi bulanıklaştırmakta ve tartışmalı hâle getirebilmektedir. İdari yaptırım ile ilgili olarak, idari ceza ilişkisi bakımından, her idari cezanın, idari yaptırım olduğu ancak, her idari yaptırımın idari ceza olmadığı söylenebilir. Sancakdar'a göre idari yaptırım, idari ceza kavramını kapsayan üst kavramdır<sup>358</sup>. Bu çerçevede, idari yaptırımların idare hukukunun bir kısmını oluşturmakta olduğunu, dolayısıyla bağımsız bir idari ceza hukuku tabirinin kullanmanın yerinde olmadığını düşünmekteyiz.

---

<sup>357</sup> Kunter, N.: Muhakeme Hukuku Dalı Olarak Ceza Muhakemesi Hukuku, İstanbul 1986, s. 186; Öztürk, B./ Erdem, M. R./ Özbek, V. Ö.: Uygulamalı Ceza Hukuku ve Emniyet Tedbirleri Hukuku, Ankara 2003, s. 101.

<sup>358</sup> Sancakdar, O.: "İdari Cezaların Yaptırımlar Teorisindeki Yeri ve Türk Hukukundaki Anayasal Temelleri", İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Tarafından Düzenlenen İdari Ceza Hukuku Sempozyumu, İstanbul 2009, s. 62.

İdari yaptırımların uygulanma alanına giren eylemlere karşı sonuçta kamu kudretini elinde bulunduran ve ortaya çıkan ihtilafta hem hâkim hem de savcı durumunda olan idare, vatandaşlara tek taraflı tasarrufları ile bir yaptırım ya da tedbir uygulamaktadır. Ancak, normlar hiyerarşisi ve kuvvetler ayrılığı ilkesinin bir gereği olarak idare, yasalara uygun olarak idari yaptırımlarla ilgili işlem ve eylemlerde bulunmak zorundadır. İdarenin, kuruluş ve görevleriyle bir bütün olduğu ve kanunla düzenlenmesi gerekeceğine dair anayasal hükümden (AY md.123/1) de anlaşılacağı üzere idari yaptırımların yasal bir dayanağı olmalıdır<sup>359</sup>.

Zira Anayasa Mahkemesi de bu çerçevede verdiği bir kararında; *“Yönetim, yasal belirleme ve dayanak olmadan herhangi bir davranışın yaptırımı gerektirdiğini takdir edip, kendi yetkisiyle bu konuda kural koyamaz. Yönetimsel yaptırımlar, yönetimin karar ve işlemlerinin denetimi en zorunlu olanlarındandır. Suç ve cezalar, Anayasa’ya uygun olarak yasayla konulabilir. Yönetim kendiliğinden suç ve ceza yaratamaz<sup>360</sup>.”* ifadeleriyle bu hususun altını çizmiştir.

Anayasanın 124. maddesine göre, kamu tüzel kişileri kendi görev alanlarını ilgilendiren yasa ve tüzüklerin uygulanması amacıyla “yönetmelik” çıkarma yetkisine sahip olduklarından, bağımsız idari otorite olarak SPK ve BDDK da düzenleme yetkilerini yönetmelik çıkararak kullanabilirler. Ancak uygulamada, düzenleme yetkisi kullanılarak “karar”, “tebliğ” vb. gibi başka isimler taşıyan işlemler yapıldığı da görülmektedir. Örneğin sermaye piyasası ile ilgili kural koyma işlemi, yasa koyucu tarafından kapsamı çok geniş tutulan, ancak yine de türevsel nitelikte bir idari düzenleyici işlem ile gerçekleştirilmektedir. Bu türevselliği belirtme nedeni ise 2499 sayılı SerPK’da sayılan hususlarda SPK’nın kural koyma yetkisinin bulunmasıdır<sup>361</sup> ki SPK bu yetkisini çoğunlukla tebliğ çıkarmak suretiyle kullanmaktadır.

---

<sup>359</sup> Sancakdar, a.g.e., s. 62.

<sup>360</sup> AYM, 19.04.1988 tarih ve E. 1987/16, K. 1988/8, bkz. RG. 23.08.1988, S. 19908.

<sup>361</sup> Gürsel, M. K.: “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Denetimi”, 2005 Yılı İdari Yargı Sempozyumu, s. 145.

Bu noktada, Anayasa Mahkemesi'nin "4487 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair Kanun"<sup>362</sup> un bazı maddelerinin iptali istemi ile açılan davaya ilişkin olarak verdiği karar<sup>362</sup>, bağımsız idari otoritelerin düzenleme yetkisinin sınırının daha net çizilebilmesi açısından çok önemli bir nitelik arz etmektedir. Anılan kararda,

“ ...

*Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinde de, sermaye piyasası araçlarının “menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları” olduğu açıklanmış, menkul kıymetlerin nitelikleri gösterilmiş ve diğer sermaye piyasası araçlarının neler olamayacağı belirtilmiştir. Buna göre, yasama organı genel kuralları koymuş, idareye ancak bu şartlara uygun evrakın isimlerini belirleme ve derecelendirme yetkisini bırakmıştır.*

*Bu durumda, belirtilen fıkralarla yürütme organına genel, sınırsız, esasları ve çerçevesi belirsiz bir düzenleme yetkisi verilmemiş, yani yasama yetkisinin devri anlamına gelebilecek bir yetki devri yapılmamıştır.*

....

*Dava konusu madde ile Kurul'a tanınan yetkiler, yasalarla belirlenmesi çok zor olan, zamana ve ekonomik koşullara göre değişkenlikler gösteren teknik ve uzmanlık isteyen konulara ilişkindir.*

*Açıklanan nedenlerle, teknik uzmanlık isteyen konularda Kurul'a yetki tanınması ile yasama yetkisinin yürütmeye devredilmediği, para, kredi, sermaye, mal ve hizmet piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlamak ve geliştirmek amacıyla Anayasa'nın 167. maddesinin emredici kuralına uygun düzenlemeler yapıldığı anlaşıldığından, 4487 sayılı Kanun'un 2. maddesiyle değiştirilen 2499 sayılı Kanun'un 11. maddesinin dava konusu kuralları, Anayasa'nın 2., 7., 48. ve 167. maddelerine aykırı değildir. İptal isteminin reddi gerekir.*

...

---

<sup>362</sup> AYM, 26.12.2003 tarih ve E: 2000/8, K: 2003/104, bkz. RG. 19.12.2007, S. 26735.

*Buna göre, dava konusu Yasa kurallarıyla, Devletin üstlendiği önemli görevlerden birisi olan “sermaye piyasaları”na ilişkin faaliyetlerin organizasyonu ile bu konuda gerekli düzenlemeler yaparak denetimini de sağlamak üzere Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmakta, bu Kurul’a kendi faaliyet alanında görevlerini gereken etkinlikte yapabilmesini sağlamak amacıyla düzenleyici işlemler tesis etme ve idari kararlar alabilme yetkisi tanınmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun görev ve yetkilerinin çerçevesi dava konusu kurullarla çizilmiş, esasları belirlenmiş, ekonomik ve teknik konularda ayrıntılara ilişkin objektif düzenleme yetkisi ise Kurul’a devredilmiştir.” sonucuna varılmıştır.*

### **III- 5411 sayılı Kanun Uyarınca Cezai Sorumluluk:**

5411 sayılı Bankacılık Kanununun “Kuruluşlara ilişkin idari para cezaları” başlıklı 146 ncı maddesinin 1 inci maddesinin (e) bendinde “*Bu Kanunun 33 veya 34 üncü maddelerine ya da 37 nci maddesinin birinci fıkrasına ya da 38, 39 veya 42 nci maddelere aykırı davranılması hâlinde onbin Yeni Türk Lirasından yirmibeşbin Yeni Türk Lirasına kadar idari para cezası uygulanır.*” hükmüne yer verilmek suretiyle Kurulca belirlenen usul ve esaslara aykırı yapılan derecelendirme faaliyetleri hakkında idari para cezası yaptırımını uygulanacağı kuralına yer verilmiştir.

Ayrıca, mesleki sorumluluk sigortası yaptırmayan derecelendirme kuruluşlarına verilecek olan idari para cezası yaptırımının yasal dayanağı ise 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 147 inci maddesidir. Anılan Kanunun “İlgili kişilere ilişkin idari para cezaları” başlıklı 147 nci maddesinin 1 inci fıkrasının (b) bendine göre Kurul kararıyla ve gerekçesi belirtilmek suretiyle, ilgili gerçek ve tüzel kişilere, bu Kanunun 36 ncı maddesine aykırılık hâlinde, beşbin Yeni Türk Lirasından yirmibin Yeni Türk Lirasına kadar idarî para cezası uygulanacağı hükme bağlanmıştır.

5411 sayılı Bankacılık Kanununun 153 üncü maddesi uyarınca anılan Kanuna göre yetkilendirilen mercilerin ve denetim görevlilerinin istedikleri bilgi ve belgeler ile anılan Kanun kapsamındaki kuruluşların, konsolide finansal tabloların

hazırlanmasını teminen 38 inci madde kapsamında istedikleri bilgi ve belgeleri vermeyen kişi bir yıldan üç yıla kadar hapis ve beşyüz günden binbeşyüz güne kadar adli para cezası ile cezalandırılır. Ayrıca anılan Kanunla yetkilendirilen denetim görevlilerinin görevlerini yapmalarına engel olan kişi iki yıldan beş yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılır.

Yine 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 155 inci maddesi gereğince bu Kanun kapsamındaki kuruluşların, anılan Kanunda gösterilen merciler ile denetim görevlilerine ve mahkemelere verdikleri veya yayımladıkları belgelerdeki gerçeğe aykırı beyanlardan dolayı, bunları ve bunların düzenlenmesine esas teşkil eden her türlü belgeleri imza edenler, bir yıldan üç yıla kadar hapis ve binbeşyüz günden az olmamak üzere adli para cezası ile cezalandırılır.

Diğer taraftan bankaların derecelendirilmesi faaliyetine ilişkin ilke ve kuralları belirleyen BDDK, derecelendirme kuruluşlarının yürüttükleri faaliyetin, tespit ettikleri esaslara uygun olup olmadığını da denetlemektedir. Konuya ilişkin olarak, Yönetmeliğin “Yetki İptali” başlıklı 27 nci maddesi aşağıdaki hükmü haizdir:

*“(1) Kurumca aşağıdaki hallerin bir veya birkaçının tespit edilmesi halinde Kurulca derecelendirme kuruluşunun yetkisi sürekli olarak kaldırılır.*

*a) (e) bendi hariç olmak üzere 12 nci maddede belirlenen yetkilendirme koşullarının kaybedilmesi.*

*b) 6 ncı maddede belirtilen meslek ilkelerine ya da 17 nci maddenin ikinci fıkrasına aykırı davranıldığına tespit edilmesi.*

*c) 9 uncu maddede belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde yetkili derecelendirme kuruluşunun ortaklarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, denetçilerinin, yöneticilerinin ve derecelendirme komitesi üyelerinin bağımsızlıklarının ortadan kalkmasına karşın yetkili kuruluşun derecelendirme hizmetinden çekilmemesi veya derecelendirme uzmanlarının bağımsızlıklarının ortadan kalkmasına karşın müşterinin derecelendirme notunun verilmesi sürecinde yer aldıklarının tespit edilmesi.*



ç) Derecelendirme faaliyetinin 20 nci ve 21 inci maddelerde belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde yürütülmemesi.

d) Kesintisiz olarak beş hesap dönemi itibarıyla yetkilendirilen derecelendirme faaliyetlerinde bulunulmaması.

e) Birden fazla olmak üzere Kanununun 36 ncı maddesi uyarınca ve 26 ncı maddede belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde yaptırılması zorunlu olan mesleki sorumluluk sigortasının yaptırılmaması.

f) Kasıtlı olarak eksik, hatalı, yanıltıcı bilgiler kullanılarak gerçeğe aykırı derecelendirme notu verilmesi.

g) Ortakların 13 üncü maddede belirtilen şartları kaybetmesi ya da bu şartlara ilişkin kendilerinden alınan beyanların gerçeğe aykırı olduğunun tespit edilmesi.

(2) 12 nci maddenin birinci fıkrasının (e) bendine aykırı bir durumun oluşması halinde yetkinin sürekli iptali hususu Kurulca değerlendirilir.

(3) Kurumca derecelendirme kuruluşunun yetkisinin sürekli iptaline yol açan hususlarda sorumluluğu tespit edilen derecelendirme kuruluşu ortaklarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, denetçilerinin, yöneticilerinin, derecelendirme komitesi üyelerinin ve derecelendirme uzmanlarının bir başka derecelendirme kuruluşunda çalışmasını yasaklamaya Kurul yetkilidir.

(4) Kurumca aşağıdaki hallerin bir veya birkaçının tespit edilmesi halinde Kurul, yetkili derecelendirme kuruluşunun altı aydan fazla olmamak üzere geçici olarak yetkisini kaldırmaya yetkilidir.

a) Kurumca istenen bilgi ve belgelerin zamanında, tam ve doğru olarak verilmemesi.

b) 11 inci madde uyarınca oluşturulması zorunlu olan kalite güvencesi sisteminde eksiklikler bulunması.

c) Kalite güvencesi sisteminden sorumlu yönetim kurulu üyeleri, derecelendirme komitesi üyeleri ve derecelendirme uzmanlarında, birinci fıkrasının (a) bendi hariç olmak üzere 13 üncü madde hükümlerine aykırılık oluşması nedeniyle gerekli değişikliklerin yapılmaması.

ç) 17 nci maddenin birinci fıkrasına aykırı davranıldığı tespit edilmesi.

- d) Derecelendirme komitesinde Kuruma bildirilenler dışında kişilerin yer alması.
- e) Kurum tarafından uyarı konusu yapılan hususların tekrar edilmesi ya da bir hesap dönemi içerisinde bir defadan fazla yerine getirilmemesi.

(5) Yetkinin geçici olarak kaldırılması veya sürekli olarak iptalinden önce yetkili derecelendirme kuruluşunun savunmasını almak üzere Kurum tarafından yazılı tebligatta bulunulur. Yetkinin geçici olarak kaldırılmasında veya sürekli olarak iptalinde bir ay içinde savunma verilmemesi halinde savunma hakkından feragat edildiği kabul edilir.

(6) Yetkinin geçici olarak kaldırılmasına veya sürekli iptaline ilişkin karar Kurumun internet sayfasında ilan edilir. İlan tarihinden itibaren müşterinin yetkili derecelendirme kuruluşuna karşı olan mali yükümlülükleri ile bu Yönetmelik kapsamındaki yükümlülükleri sona erer.”

Özetle, Kurul, Yönetmeliğin 27 nci maddesinde sayılan hallerin tespiti halinde derecelendirme kuruluşlarının yetkisini sürekli veya geçici olarak iptal etme ve sorumluluğu tespit edilen derecelendirme kuruluşu ortaklarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, denetçilerinin, yöneticilerinin, derecelendirme komitesi üyelerinin ve derecelendirme uzmanlarının bir başka derecelendirme kuruluşunda çalışmasını yasaklama yetkisine sahiptir.

#### **IV- 2499 sayılı Kanun Uyarınca Cezai Sorumluluk**

2499 sayılı SerPK'nın 47 nci maddesinde özel olarak cezai sorumluluk halleri düzenlenmiş ve bu maddenin alt bentlerinde yaptırım olarak hapis cezası ve adli para cezasına yer verilmiştir. Anılan Kanunun 48'inci maddesinde ise SerPK kapsamındaki ihraççılarla sermaye piyasası kurumlarının yönetim kurulu üyeleri, denetçileri, müdür ve diğer personeli ve yatırım fonu temsilcilerinin işledikleri suçların genel hükümlere göre belirlenen cezalarının yarı oranında arttırılacağı hükmü yer almaktadır. Bu hüküm uyarınca, ihraççıların ve sermaye piyasası

kurumlarının yönetim kurulu üyeleri daha ağır bir cezai sorumlulukla karşıya karşıya gelmektedirler.

Konuya ilişkin olarak, 2499 sayılı SerPK'nın 47/A maddesinde, kanuni düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve SPK tarafından alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket ettiği tespit edilen gerçek kişiler ve tüzel kişiler hakkında idari para cezası uygulanacağı belirtilmektedir. Söz konusu madde uyarınca, SPK düzenlemelerine ve kararlarına aykırı hareket edilmesi dolayısıyla derecelendirme kuruluşu hakkında idari para cezası uygulanabilecektir. Ayrıca aykırılığa konu olan fiil hakkında yönetim kurulu kararı varsa veya kuruluşun belli bir işini yapmakla bazı kişi ve kişiler görevlendirilmişse; o zaman sorumluluğu olan gerçek kişiler hakkında da idari para cezası verilebilecektir.

2499 sayılı SerPK'da bir taraftan kamuyu aydınlatma kapsamında özel durumları, yani sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelere ilişkin bilgilerin kamuya açıklanması zorunlu tutulurken, diğer taraftan bu tür bilgilerin kamuya açıklanmadan bir menfaat sağlamak amacıyla da kullanılması yasaklanmıştır<sup>363</sup>. Doktrinde insider işlemleri olarak ifade edilen içerden öğrenenlerin ticareti, SerPK'nın 47/A-1 maddesi ile yasaklanmıştır. Aynı maddede içerden öğrenenlerin ticareti "*Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek, içerden öğrenenlerin ticaretidir.*" şeklinde tanımlanmıştır. 2499 sayılı SerPK'da, içerden öğrenen sıfatının kazanılması bakımından gerçek ve tüzel kişiler arasında bir ayrıma gidilmemiş, özel bir belirleme yapılmamıştır. SerPK'nın 47/A-1 hükmü incelendiğinde, bazı kategorilere sadece gerçek kişilerin girebileceği, bazılarında ise hem gerçek kişilerin hem tüzel kişilerin girebileceği sonucuna varılabilir<sup>364</sup>. Bu bağlamda, bu suçu işleyebilecek kişiler arasında sermaye piyasası kurumlarından birisi olan derecelendirme kuruluşlarının

<sup>363</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 177.

<sup>364</sup> Turanboy, a.g.e., s. 90, *Manavgat*, Ç.: Türk Hukukunda "İçerden Öğrenen" Kavramı, Batider 1998, C. XIX, S. 4, s. 180.

yöneticileri ve diğer personeli ile bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler de sayılmıştır. Bahse konu suça ilişkin ceza ise iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adli para cezası olarak belirlenmiştir.

İçerden öğrenenlerin ticaret suçunun oluşabilmesi için öğrenilen sırların kullanılmış olması yeterli değildir. Ayrıca, bu sırlardan bir menfaat elde edilmesi gerekir<sup>365</sup>. Bu durum, içerden öğrenenlerin ticareti tanımının yapıldığı maddede “...mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek...” şeklinde ifade edilmiştir.

Son olarak, 2499 sayılı SerPK'nın 47/B maddesi uyarınca anılan Kanuna göre Kurul veya Kurul tarafından görevlendirilenlere istenecek bilgileri vermeyen veya eksik veya gerçeğe aykırı olarak verenlerle; defter ve belgeleri bu görevlilere ibraz etmeyen, saklayan, yok eden veya bunların görevlerini yapmalarını engelleyenler veyahut defter ve kayıt tutmayanlar fiillerinden dolayı bir yıldan üç yıla kadar hapis ve ikibin günden beşbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar. Gerçeğe aykırı defter ve kayıt tutan, hesap açan veya bunlarda her türlü muhasebe hilesi yapan ya da gerçeğe aykırı bağımsız denetleme raporu düzenleyenler ile düzenlenmesini sağlayanlar, TCK'nın belgede sahtecilik suçuna ilişkin hükümlerine göre cezalandırılır.

Diğer taraftan Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin “İdari para cezası ve listeden çıkarılma” başlıklı 29 uncu maddesi ise aşağıdaki hükmü haizdir:

*“(1) Kurulca,*

*a) Başvuru koşullarının kaybedildiğinin,*

*b) Bu Tebliğin 5 inci bölümünde yer alan derecelendirme faaliyet ilke ve esaslarına uyulmadığının,*

---

<sup>365</sup> Turanboy, a.g.e., s. 64.

c) Sermaye piyasasında kesintisiz olarak 5 yıl süreyle derecelendirme faaliyetinde bulunulmadığının,

ç) Bu Tebliğ kapsamındaki bildirim yükümlülüklerinin zamanında, tam ve doğru olarak yerine getirilmediğinin ya da Kurulca ve Kurulca görevlendirilenler tarafından istenebilecek her türlü bilgi veya belgenin zamanında, tam ve doğru olarak verilmediğinin veya geciktirildiğinin

tespit edilmesi halinde, derecelendirme kuruluşu ve/veya derecelendirme kuruluşunun yöneticileri, kontrolör ve çalışanları hakkında Kanunun 47/A maddesi uyarınca idari para cezası uygulanabilir veya derecelendirme kuruluşu Kurul tarafından Kanunun 46 ncı maddesinin birinci fıkrasının (g) bendi uyarınca listeden çıkarılabilir.

(2) Yukarıda belirtilen yaptırımların öncelik sırası belirlenirken, fiilin özelliği ve etkileri göz önünde bulundurulur. Kurul, derecelendirme kuruluşunun kamu yararı açısından telafisi imkânsız zararlara yol açabilecek nitelikteki fiillerinin tespiti halinde, derecelendirme kuruluşu hakkında idari para cezası uygulamaksızın kuruluşu listeden çıkarabilir.

(3) Bu maddenin birinci fıkrasının (b) bendinde belirtilen hususlarda bir sorumluluk tespit edilmesi halinde, Kurul sadece ilgili kontrolör, derecelendirme komitesi üyesi ve/veya derecelendirme uzmanının sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetinde bulunmasını yasaklayabilir.”

Özetle, Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğin 29 uncu maddesinde sayılan hallerin tespiti halinde, derecelendirme kuruluşuna idari para cezası yaptırımı, listeden çıkarma veya sadece ilgili kişiye yönelik olarak derecelendirme faaliyetinde bulunma yasağı yaptırımını uygulayabilir.

## SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Derecelendirme kuruluşları yerli ve yabancı para cinsinden, kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerine göre, bankaları, şirketleri, finans kuruluşlarını ve ülkeleri derecelendirmektedirler. Derecelendirme raporları globalleşme sürecinde uluslararası sermayenin yönünü belirleyen unsurlardan biridir. Dünyadaki küreselleşme süreci ile birlikte mali piyasaların karmaşıklığının ve borçluların çeşitliliğinin zaman içinde artmasıyla, gerek yatırımcılar gerek düzenleyici otoriteler derecelendirme kuruluşlarının görüşlerine daha çok önem vermeye başlamışlardır. Bu nedenle, derecelendirme analizleri sermaye piyasalarının işleyişi açısından büyük önem taşımaktadır.

Derecelendirme kuruluşlarının esas amacı, ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarında şirketlerin kredi kaliteleri hakkında tutarlı ve karşılaştırılabilir standartlar sunmaktır. Bu bağlamda derecelendirme kuruluşları alternatif yatırım araçlarına ait getiri ve risklerin değerlendirmesini yaparlar, ancak tasarruf sahipleri hangi yatırımı yapacaklarına kendileri karar verirler. Dolayısıyla, derecelendirme kuruluşları, yatırımcıya menkul kıymetin satın alınması, satılması ya da elde tutulması şeklinde bir mali danışman gibi tavsiyelerde bulunmazlar. Çünkü böyle bir durum söz konusu olduğunda derecelendirme kuruluşlarının varlıklarının temelini oluşturan bağımsızlık ve tarafsızlık ilkeleri zedelenecek ve yatırımcıların bu kuruluşlara duydukları güven sarsılacaktır. Bu sebeple derecelendirme kuruluşlarının piyasaya sundukları görüşlerinden dolayı hukuki sorumlulukları yoktur. Derecelendirme kuruluşlarının hukuki sorumluluğu olmadığı için, ciddi anlamda aleyhlerine sonuçlanmış herhangi bir dava da bulunmamaktadır. Ancak, bir kişi kendi fikrini başka bir tarafa iletme için yüksek miktarda ücret aldığı anda (örneğin bir avukat), fikir ve tavsiye arasındaki ayırım ortadan kalkar gibi görünmektedir. Bu nedenle, derecelendirme kuruluşlarının bu savunması zor da olsa çürütülebilir niteliktedir.

Derecelendirme faaliyeti bankalar ve benzeri mali kuruluşlar açısından bazı önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu kuruluşlar ellerinde bulundurdukları

portföylerinin risklerini derecelendirme ile ortaya koyarken aynı zamanda yaptıkları finansal analizleri bu işlem sayesinde güncelleştirmek ve desteklemek şansına sahip bulunmaktadırlar. Dolayısıyla bu alanda faaliyete bulunacak kuruluş sayısının artması, bir taraftan yeni bir piyasanın oluşmasını sağlarken, diğer taraftan da yatırımcı ilişkilerinin gelişmesine yol açacaktır.

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyetinde bulunurken, not vereceği işletmeler ve diğer bilgi kaynakları tarafından sağlanan mevcut bilgileri (özellikle finansal tabloları) kullanır. Derecelendirme kuruluşlarının, her ne kadar derecelendirme ile ilgili olarak kendisine sunulan bilgilerin doğruluğunu araştırmak gibi bir denetim görevi bulunmasa da, söz konusu bilgilerin yetersizliği veya birbiri ile tutarlı olmaması halinde derecelendirme faaliyetine son verilmelidir.

Diğer taraftan, derecelendirme faaliyeti dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarının hukuki sorumluluğuna başvurulabilmelidir. Zira, derecelendirme kuruluşlarının gerek üçüncü kişilere gerekse müşterilere karşı sorumluluğu derecelendirmenin, derecelendirme ilke ve kurallarına uygun yapılmamasından kaynaklanır. Derecelendirme ilke ve kurallarına aykırılık ise, derecelendirme kuruluşunun kasıtlı davranışlarından, gerekli mesleki özeni göstermemesinden veya gerekli mesleki yeterlilik ve tecrübeye sahip olmamasından kaynaklanabilir.

Bu bağlamda, öncelikle derecelendirme sözleşmesi çerçevesinde müşterilerin sözleşme sorumluluğuna dayanarak uğramış oldukları zararların tazminini talep etmeleri mümkündür. Üçüncü kişiler de derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları derecelere güvenerek hareket etmeleri sonucu uğramış oldukları zararlarını tazmin edebilmelidirler. Ancak, üçüncü kişiler ile derecelendirme kuruluşları ile arasında bir sözleşme bulunmadığı için sözleşme sorumluluğuna dayanılmaz. Bu durumda üçüncü kişilerin haksız fiil sorumluluğuna dayanarak uğramış oldukları zararların tazminini talep etmeleri mümkündür. Fakat, bunun için yasa koyucunun 2499 sayılı SerPK'da değişiklik yaparak SPK'ya, tıpkı anılan Kanununun 16 ncı maddesinde düzenlenmiş olan bağımsız denetim kuruluşlarının hukuki sorumluluğunu belirleme yetkisi gibi, derecelendirme kuruluşlarının da sorumluluğunu belirleme görev ve

yetkisi verilmelidir. Böylelikle, hem Seri: VIII, No: 51 Sayılı Tebliğ yasal dayanağa kavuşmuş olacak, hem de yapılacak düzenleme üçüncü kişilerin malvarlığını koruma amacı güdeceğinden bu norm özel bir koruma normu olarak nitelendirilebilecektir. Dolayısıyla da, üçüncü kişiler uğramış oldukları zararlardan dolayı derecelendirme kuruluşlarına karşı haksız fiil sorumluluğuna dayanabileceklerdir.

Ancak, mer'î mevzuat uyarınca derecelendirme kuruluşlarının üçüncü kişilere karşı sorumluluğu haksız fiil kurallarına dayandırılmamaktadır. Bu durumda kanunun düzenlemediği bir durum, bir boşluk söz konusudur ve bu boşluk hâkimin hukuk yaratması yolu ile doldurulur. Hâkim hukuk yaratırken benzer duruma benzer çözüm getiren bir kural bulunup bulunmadığını araştırmalıdır. Bu noktada hâkim hukuk yaratırken kanaatimizce güven sorumluluğu görüşüne dayanarak söz konusu zararların tazminine karar verebilir. Zira güven sorumluluğu görüşü pozitif hukukun değerlerine aykırılık oluşturmaz. BK m. 26, 36/II ve 39'daki hükümler dikkate alındığında, güven sorumluluğunun kanun koyucunun değerlerine yabancı olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla burada kanuna uygun bir hukuk yaratma söz konusu olacaktır.

Güven sorumluluğu, culpa in contrahendodan doğan sorumluluğu kapsamına alan genel bir sorumluluk türü olarak kabul edilmektedir. Üçüncü kişilerin culpa in contrahendodan sorumlu tutulduğu vakıaların özelliği, zarar gören kimse ile sorumluluk süjesi arasında doğrudan sözleşme görüşmeleri ilişkisinin bulunmaması, onun yerini, sorumluluk süjesinin yarattığı "özel derecedeki kişisel güvenin" almasıdır. Bu bağlamda bilgi veren olarak derecelendirme kuruluşu, mesleki sıfatı, özel ve teknik bilgisi dolayısıyla kendisi için özel olarak güven sağlayan taraftır. Derecelendirme kuruluşu ile verdiği bilgilere güvenerek tasarruflarda bulunan üçüncü kişi arasında özel bir bağlantı meydana gelir. Bu bağlantının dürüstlük kuralına aykırı bir şekilde ihlali, sözleşme hükümlerinin uygulandığı bir sorumluluğa sebep olur. Bu sorumluluk ne sözleşme, ne de haksız fiil sorumluluğu olup, onların dışında yer alan güven sorumluluğudur. Dolayısıyla üçüncü kişilerin, güven sorumluluğu görüşü çerçevesinde derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlara



güvenerek tasarruflarda bulunmaları sonucu uğramış oldukları zararlarını tazmin etmeleri mümkündür.

Ancak kanımızca derecelendirme faaliyeti sonucunda derecelendirme notu olarak ortaya çıkan görüş, hiçbir zaman bilgi kullanıcıları açısından mutlak güvenilir bir görüş olarak algılanamaz. Zira derecelendirme kuruluşu derecelendirme notlarının gerçeği yansıttığı konusunda bilgi kullanıcılarına bir garanti vermemekte, sadece derecelendirme faaliyeti sonucunda kendi edinmiş olduğu kanaati açıklamaktadır. Dolayısıyla, derecelendirme kuruluşunun sorumluluğu garanti vermek konusunda değil, bir derecelendirme çalışmasında yapılması gerekenleri yapmak konusundadır. Bununla birlikte, bilgi veya görüş veren derecelendirme kuruluşu ahlaka aykırı bir kasıt ile üçüncü kişiyi zarara uğratmak maksadı güderek bilgi veya görüş vermiş ise, bu durum ispat edilmek suretiyle, ihlal edilen değer ve meydana gelen zararın türüne bakılmaksızın haksız fiil hükümleri uyarınca zararın tazmin edilmesinde hukuken bir engel bulunmamaktadır.

Kaldı ki derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyetine ilişkin usul ve esasları içeren derecelendirme sözleşmelerinde, gerek müşterilere gerek üçüncü kişilere karşı hiçbir şekilde sorumluluklarının bulunmadığını, zira derecelendirme faaliyeti sonucunda açıklanan düşüncenin kesinlikle bir tavsiye niteliği taşımadığını açık olarak hüküm altına almaktadırlar. Bahse konu hükümler nedeniyle bugüne kadar derecelendirme kuruluşları ile sözleşme imzalayan herhangi bir ülke veya şirket kendisine verilen not nedeniyle uğramış olduğu zararlarını veyahut üçüncü kişi olarak herhangi bir yatırımcı da açıklanan derecelere güvenerek hareket etmesi sonucu uğradığı zararlarını tazmin edememiştir.

Bu kapsamda, derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlarla ilgili herhangi bir sorumlulukları bulunmadığından, yanlış verdikleri notlar karşısında herhangi bir yaptırım uygulanamamaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları hatalar dolayısıyla güvenilirlik kaybedip saf dışı kalmaları ise sadece uzun vadede mümkün olabilir. Bu nedenle, derecelendirme kuruluşları verdikleri zararlardan

sorumlu tutulup belli düzenlemelere tabi tutulurlarsa analizlerinde daha başarılı olabileme ihtimalleri de yükselecektir.

Bununla birlikte, derecelendirme faaliyeti sonucunda oluşabilecek zararlardan dolayı meydana gelen sorumluluğun tek başına derecelendirme kuruluşlarına yüklenmesi de sermaye piyasasında olumsuz bazı sonuçlara yol açarak piyasaların risk altına girmesine sebep olabilir. Bu nedenle hukuki sorumluluğun derecelendirme kuruluşları ile birlikte piyasanın diğer kuruluşları arasında paylaşılması gerekir. Sigorta müessesesi de bu amaca hizmet eden araçlardan bir tanesidir. Ancak, sigorta müessesesi bu amacın gerçekleştirilmesi açısından tek başına yeterli değildir. Zira sigorta şirketleri, derecelendirme işlemlerini “yüksek risk” kapsamında değerlendirmekte ve bu konuda isteksiz davranmaktadırlar. Bu nedenle sigorta müessesesinin dışında sorumluluğu paylaşmak amacıyla, derecelendirme kuruluşlarının kendi aralarında kuracakları fon sayesinde sorunun aşılabileceğini düşünmekteyiz.