



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ARACILIK FAALİYETLERİ DAİRESİ**

**YATIRIM DANIŞMANLIĞI FAALİYETİNDE ANALİSTLERİN
ROLÜ, ÇIKAR ÇATIŞMALARI, DÜZENLEMELER VE
TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER**

YETERLİK ETÜDÜ

**A. Gökhan ASLAN
Uzman Yardımcısı**

**Mayıs 2004
ANKARA**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Teknolojik, ekonomik ve finansal yaşamdaki hızlı ve sürekli gelişmelere paralel olarak sermaye piyasalarındaki enformasyon üretimi son yıllarda giderek artmaktadır. Ancak sermaye piyasalarında yatırım kararının hammaddesi olan bilgi, taraflar arasında eşitsiz olarak dağılmaktadır. Bilgiler tüm taraflara aynı hızda ve eksiksiz olarak ulaşmamaktadır.

Yatırım kararı verilirken, özellikle küçük bireysel yatırımcılar bilgiye sahip olsalar bile, genellikle karmaşık, özel uzmanlık ve yorum gerektiren bu bilgiler karşısında zorlanmaktadır. Farklı risk-getiri bileşimlerine sahip yatırım araçlarının çoğalması neticesinde farklı türdeki bu yatırım enstrümanlarının, onları ihraç eden kuruluşların, işlem gördükleri piyasalar ve genel ekonomik konjonktür hakkındaki verilerin ve bilgilerin değerlendirilmesinde yatırımcıların profesyonel yardım ihtiyacı giderek artmaktadır. Yatırım danışmanlığı hizmeti sunan aracı kuruluşlar sahip oldukları uzmanlık kariyeriyle yatırımcıdan daha etkin bir şekilde bilgi elde edebilme ve yorumlama avantajını kullanarak hangi menkul kıymetlere yatırım yapılması gerektiği konusunda belirleyici bir rol oynamaktadırlar.

Tavsiye niteliğindeki bilgi ve değerleri sağlamaya yönelik iki temel araştırma tekniği bulunmaktadır. Bu yöntemlerin ilkinde, menkul kıymetler ihraççısına göre ve ekonomik ve politik ortam ile piyasa eğilimleri çerçevesinde değerlendirilmektedir. İkinci yöntemde ise menkul kıymetlerin fiyatları ve işlem hacimleri esas alınarak piyasa davranışları incelenmektedir. Teknik bilgi ve farklı alanlardaki verilerin karşılıklı etkileşimini anlama ve yorumlama becerisini gerektiren bu yöntemler, aracı kuruluşların istihdam ettiği yatırım analistleri tarafından kullanılarak, yatırımcı için nihai yatırım kararı belirlenmektedir. Yatırım tavsiyelerinin verilmesi sürecinde, analistler, şirket bünyesinde çatışan çeşitli faaliyetlerin sürdürülmesinden kaynaklanan objektifliği zedeleyici çıkar çatışmaları ile karşı karşıya kalabilmektedir. Analistlerin ve onları istihdam eden aracı kuruluşların menkul kıymetlerle ve sektörlerle ilgili finansal çıkarları ve sektördeki mevcut ilişkileri, müşteri çıkarı ve menfaatinin korunması ilkesi ile çoğu zaman karşı karşıya gelmekte ve böyle bir durumda gerek şirketler gerekse mali analistler izlenecek politika konusunda karasız kalmaktadır. Bu durum içerden öğrenenlerin ticareti, manipülasyon, sözleşme ihlali, gabin, emniyeti suistimal gibi çeşitli suçların oluşumuna neden olabilmektedir.

Bu çerçevede, yatırım danışmanlığı faaliyetinin kendine özgü nitelikleri, analistlerin bu faaliyette üstlendikleri roller ve çıkar çatışmaları sorunu değerlendirilerek, uygulama ve düzenlemeye yönelik öneriler geliştirilmesi, yatırım danışmanlığı ve analistlerin faaliyetlerinin yeniden organizasyonu çalışmalarına katkıda bulunulması amaçlanmaktadır.

Ülkemizde yatırım bankacılığı hizmetleri ile beraber yatırım danışmanlığı hizmetlerini sunma eğiliminin artması ile birlikte aracı kuruluşların ve istihdam edilen analist veya mevzuatımızdaki karşılığı olan yatırım danışmanlarının karşı karşıya kalacağı çıkar çatışmalarının yoğunlaşacağı ve sunulan yatırım tavsiyelerinin ve araştırma hizmetlerinin kalitesinin ve objektifliğinin sorgulanacağı düşünülmektedir. Daha etkin ve kaliteli bir hizmet anlayışının oluşturulabilmesi amacıyla çalışmada;

a. Yatırım danışmanlığı hizmeti sunan şirketlerde çıkar çatışmalarının önlenmesi için ve çatışmaların ortaya çıkması durumunda izlenecek ayrıntılı politika ve prosedürlerin oluşturularak uygulamaya konulması ve gözetiminin gerçekleştirilmesi,

b. SPK tarafından faaliyet ve gözetim esasları belirlenecek bağımsız gerçek kişilerce de yatırım danışmanlığı hizmetinin yürütülmesine imkan verecek yasal düzenlemelerin yapılması,

c. Aracı kuruluş veya istihdam ettiği analistlerin yatırım tavsiyesi olarak sunduğu şirket veya menkul kıymetlerle ilgili finansal bir çıkarı mevcutsa, kendi portföylerinde söz konusu kıymetler bulunuyorsa ilgili kişilere durumun açıklanması, analistlerin çalıştıkları şirket bünyesinde farklı görevler üstlenmesinin önlenerek sadece araştırma ve tavsiye hizmetinde bulunmaları ve ücretlerinin bu hizmetlere göre belirlenmesi, sunulan yatırım tavsiyelerinin tersi yönünde alım veya satım pozisyonun alınmasının yasaklanması, analistlerin periyodik olarak bilgi ve etik normlara ilişkin sınavlara tabi tutulması ve analistlerin meslekten men kurallarının oluşturulması,

d. Asgari etik normların ve meslek kurallarının oluşturulmasına öncülük edebilecek ve faaliyetin gelişimine katkıda bulunabilecek bir yatırım danışmanları ve analistler birliğinin kurulması

önerilmektedir.

İÇİNDEKİLER

I. GİRİŞ	1
II. YATIRIM DANIŞMANLIĞI FAALİYETİ VE ANALİSTLER	3
2.1. YATIRIM DANIŞMANLIĞI HİZMETİ KAVRAMI VE ÖZELLİKLERİ	3
2.2. YATIRIM DANIŞMANLIĞI FAALİYETİ KAPSAMINDA SUNULAN HİZMETLER	3
2.3. ANALİST KAVRAMI	4
2.4. ANALİST TÜRLERİ	6
2.5. ANALİSTLERİN GERÇEKLEŞTİRDİKLERİ FAALİYETLER	7
2.6. ANALİSTLERİN NİTELİKLERİ VE TESCİL GEREKSİNİMİ	8
III. ÇIKAR ÇATIŞMALARINI SORUNU	9
3.1. SERMAYE PİYASALARINDA ARACILIK FONKSİYONU VE ÇIKAR ÇATIŞMALARINI	9
3.2. ÇIKAR ÇATIŞMALARINI KAYNAĞI VE TÜRLERİ	10
3.2.1. <i>Aracılık Sektöründeki Gelir Yapısı</i>	10
3.2.2. <i>Hizmet Çeşitliliği</i>	10
3.2.3. <i>Ücretlendirme Politikaları</i>	13
3.2.4. <i>Ortaklık Çıkarları</i>	14
3.2.5. <i>Raporlama Sistemleri</i>	14
3.2.6. <i>Diğer Çatışma Kaynakları</i>	15
3.3. BİLGİNİN FİNANSMANI SORUNU VE ARACI KURULUŞLAR	15
3.4. ACENTELİK PROBLEMİ	16
IV. ARACI KURULUŞLARINI YAŞADIĞI ÇIKAR ÇATIŞMALARINI YÖNETİLMESİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER VE BU YÖNTEMLERİN ETKİNLİKLERİ	16
4.1. ÇİN SEDDİ UYGULAMALARI	17
4.1.1. <i>Çin Seddi Uygulamalarının Ortaya Çıkışı</i>	18
4.1.2. <i>Çin Seddi Uygulamasının Analistlerin Çıkar Çatışmalarındaki Rolü</i>	18
4.1.3. <i>Çin Seddi Uygulamalarında İzlenen Politika ve Prosedürler</i>	19
4.1.4. <i>Avantajları ve Dezavantajları</i>	20
4.2. İZLEME VE SINIRLAMA LİSTELERİ (WATCH LISTS-RESTRICTED LISTS)	22
4.3. DISCOUNT BROKERLAR	23
4.4. BİLGİNİN TAM OLARAK VE KONUYA İLİŞKİN AÇIKLANMASI (KAMUYU AYDINLATMA)	23
V. ÇIKAR ÇATIŞMALARINI VE KONUYA İLİŞKİN DÜZENLEMELER	24
5.1. FİNANSAL ANALİSTLERİN ÇIKAR ÇATIŞMALARINI İLİŞKİN IOSCO TARAFINDAN BENİMSENEN İLKELER	24
5.2. AB KOMİSYONU FORUM GRUBU'NUN 2003 TARİHLİ PRENSİP KARARLARI	27
5.3. AB'İN 2003/125/EC SAYILI DİREKTİFİ	28
5.4. YURTDIŞI DÜZENLEMELERİ	30
5.4.1. <i>Amerika Birleşik Devletleri</i>	30
5.4.2. <i>İngiltere</i>	31
5.4.3. <i>Japonya</i>	32
5.5. SPKR DÜZENLEMELERİ	32
5.6. ÜLKEMİZDEKİ MEVCUT DURUM VE DÜZENLEMELERİN DEĞERLENDİRİLMESİ	33
5.6.1. <i>Gözetim ve İçsel Denetim</i>	34
5.6.2. <i>Hizmetin Gerçek Kişilerce de Sunulması</i>	35
5.6.3. <i>Yatırım Danışmanları ve Analistler Birliği</i>	36
5.6.4. <i>Yatırım Tavsiyelerinde Aydınlatıcı (Disclosure) Olunması</i>	37
VI. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	38
KAYNAKÇA	44

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
FSA	: Financial Services Association
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
JASD	: Japanese Association of Securities Dealers
NASD	: National Association of Securites Dealers
NYSE	: New York Stock Exchange
SEC	: United States Securities and Exchange Commission
Seri:V, No:46 Tebliği	: Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
Seri:V, No:55 Tebliği	: Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr	: Sermaye Piyasası Kurulu
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

I. GİRİŞ

Teknolojik, ekonomik ve finansal yaşamda meydana gelen hızlı gelişmelerin neticesinde sermaye piyasalarındaki enformasyon üretiminin önemi son yıllarda giderek artmaktadır. Buna karşın yatırım kararlarının temel unsuru olan bilgi, asimetrik bilgi dağılımı nedeniyle piyasa katılımcılarına aynı hızda ve miktarda ulaşmamaktadır.

Günümüz sermaye piyasalarında üretilen enformasyon, mali piyasaların kendine özgü niteliklerinden kaynaklanan karmaşık, anlaşılması ve yorumlanması çoğu zaman özel uzmanlık gerektiren unsurlar içermektedir. Bu nedenle, küçük yatırımcılar bilgiye sahip olsalar bile genellikle bu bilgiyi yatırım kararına dönüştürmekte zorlanmaktadırlar. Aracı kuruluşlar, yatırım danışmanlığı hizmeti sunan diğer mali kurumlar ve istihdam ettikleri analistler (yatırım danışmanları) sahip oldukları uzmanlık ve bilgilere daha hızlı ve etkin bir şekilde ulaşma ve yorumlama avantajıyla, çeşitli kaynaklardan üretilen bu bilgileri analiz ederek yatırımcılara yönlendirici nitelikte yatırım tavsiyeleri vermekte ve fonların hangi yatırım alanlarında değerlendirileceğinde belirleyici bir rol üstlenmektedirler. Sahip olunan avantajların kullanımında doğruluk ve dürüstlük kuralları çerçevesinde hareket etmeleri beklenen bu kurum ve kişiler, şirket bünyesinde potansiyel olarak çıkar çatışmalarının sürdürülmesinden kaynaklanan nedenlerle objektifliği zedeleyici çıkar çatışmalarına maruz kalmakta ve yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güvenlerinin sarsılmasına yol açan tarzda eylemlerde bulunabilmektedirler. Düzenleyici otoriteler, söz konusu çıkar çatışmalarını önlemek, şirketlerle analistlerin faaliyetlerinin gözetim ve denetimini sağlıklı bir zemine oturtmak ve piyasanın sağlıklı ve şeffaf bir şekilde çalışmaya devam etmesini sağlamak için gerekli ilke ve düzenlemeleri oluşturma çabalarını sürdürmektedir.

Bu çerçevede, çalışmanın *ikinci bölümünde* yatırım danışmanlığı faaliyeti ve bu faaliyetin yürütülmesinde önemli rol oynayan analistlerle ilgili genel bilgiler, türleri, gerçekleştirdikleri faaliyetlere yer verilmiştir. *Üçüncü bölümde*, yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında mali analistlerin ve onları istihdam eden şirketlerin yaşadığı çıkar çatışmalarının kaynağı ve türleri ile bunların yarattığı etkiler tartışılmakta *dördüncü bölümde*, çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik

uygulamalara ve bu uygulamaların etkinliklerine değinilmektedir. Çalışmanın *beşinci bölümde* de, sermaye piyasası düzenleyici otoritelerinin benimsediği yaklaşımlar ve düzenlemeler ile ülkemizde yatırım danışmanlığı faaliyeti, çıkar çatışmaları ve analistlerin faaliyet şartlarına ilişkin yapılması gerektiği düşünülen düzenleme önerilerine yer verilmektedir.

II. YATIRIM DANIŞMANLIĞI FAALİYETİ VE ANALİSTLER

2.1. Yatırım Danışmanlığı Hizmeti Kavramı ve Özellikleri

Seri:V, No:55 Tebliği'nde yatırım danışmanlığı; karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin etmek suretiyle, müşterilere sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında ve sermaye piyasası ile ilgili diğer konularda yönlendirici nitelikte yazılı veya sözlü yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunulması faaliyeti olarak tanımlanmaktadır. Tebliğ'deki tanım çerçevesinde yatırım danışmanlığı faaliyetinin temel özellikleri aşağıda belirtilmiştir.

- a. Yatırım danışmanlığı faaliyetinde bilgilendirme hizmeti sunulmaktadır.
- b. Sunulan hizmet karşılığında bir ücret elde edilmektedir.
- c. Yorum ve tavsiyelerin yönlendirici nitelikte olması (sermaye piyasası aracını almaya veya satmaya teşvik etmek şeklinde) gerekmektedir.

2.2. Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında Sunulan Hizmetler

Yatırım danışmanlığı hizmeti müşteri özelinde sunulabildiği gibi genel anlamda tüm yatırımcıların bilgilendirilmesi (yayımlar vb.) yoluyla da gerçekleştirilebilmektedir. Yatırım danışmanlığında temelde iki tür hizmet sunulmaktadır: Enformasyon Hizmetleri (Information Services) ve Yayınlar (Publications).

Enformasyon Hizmetleri içerisinde portföy değerlendirme, ölçüm ve menkul kıymet veri tabanı hizmetleri; yayımlar içinde ise periyodik piyasa yayınları, özel araştırma raporları ve yatırım seminerleri sunulmaktadır. Enformasyon hizmetleri kapsamında sunulan hizmetler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

Portföy Değerleme Hizmeti portföy değerindeki değişimleri yansıtan ve sürekli güncellenen piyasa verilerine gereksinim duyan kurumlara ve yüksek tutarlı bireysel hesaplara sunulmaktadır. Menkul kıymetlerin getiri oranları, şirketlerin cari ve yıllık gelirleri, kupon ödemeleri, realize olmuş ve olmamış kazanç ve kayıplar, ihraç türleri, bono vadeleri, beklenmedik fiyat hareketleri, sektör analizi gibi konularda bilgi sunulmaktadır.

Ölçüm Hizmeti bireysel ve kurumsal portföyler için sunulmaktadır. Fonların portföy seçimindeki performansının değerlendirilmesi, piyasa hareketlerindeki değişimlerin gözlemlenerek portföy bileşimlerinin değiştirilmesi ve risk düzeyi ile portföy çeşitliliğine karar verilmesi temel hizmet konularıdır.

Menkul Kıymet Veri Tabanı Hizmeti üniversite, devlet kurumları ve benzeri kurumsal müşteriler tarafından tercih edilmekte ve bu tür kurumların kendi rapor ve analizlerini hazırlamak üzere yatırım ve fiyatlama verilerinin sunulması şeklinde kendini göstermektedir.

Yayın hizmeti kapsamında sunulan hizmetler de aşağıda kısaca özetlenmiştir:

Periyodik Piyasa Yayınları hem kurumsal hem de bireysel yatırımcılara sunulmaktadır. Faiz hadlerine bağlı olarak bono, tahvil yorumları, yeni ihraçlarla ilgili düşünceler, derecelendirme, yatırım önerileri, şirketler hakkında gelecek tahminleri, sektör gözlemleri vb. konularda bilgiler verilmektedir.

Özel Araştırma Raporları büyük bireysel ve kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Özel araştırma raporları birçok endüstri ve şirketle ilgili finansal veri ve yorum, talep ve kapasite projeksiyonu, coğrafi bölge değerlendirmesi ve istatistiki bilgi içeren derinlikli analizler içermektedir.

Yatırım Seminerleri piyasaların ve belirli sektörlerin mevcut durumunun finansal aracı kuruluşlar tarafından bireysel ve kurumsal yatırımcılara yansıtıldığı tartışma toplantıdır.

2.3. Analist Kavramı

Kelime anlamı olarak ele alındığında, “Analist” kavramı “analiz eden kişi”yi tanımlamaktadır. Çeşitli alanlarda kullanılan kavram, sermaye piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak terminolojideki yerini almıştır. Sermaye piyasaları bağlamında analist, yatırım kararı alınması sürecinde birbirleriyle etkileşim halinde olan çeşitli faktörleri tahlil ederek yorumlayan ve ne tür bir yatırım politikası izlenmesi gerektiğini belirleyen uzman kişi olarak tanımlanabilir.

Analistler, gerçekleştirdikleri faaliyetler anlamında yatırım danışmanları olarak da düşünülebilir. Bununla beraber, danışmanlık işlevi dışında başka faaliyetlerde bulunmadığı izlenimi yaratan yatırım danışmanlığı kavramı yerine, uluslararası terminoloji ile kavram birliğini de sağlamak üzere çalışmamızda, üstlendiği çeşitli işlevleri ve rolleri daha iyi kapsayan analist kavramı kullanılacaktır.

Aracılık teorisine baktığımızda doğrudan finansmanın geçerli olduğu menkul kıymet piyasalarında mali kaynakların aktarımında aracılara gereksinimi doğuran iki olgu bulunmaktadır. Bunlardan ilki fon aktarımında işlem maliyetlerinin

önem taşımasıdır. Bir mali işlemin gerçekleşmesi için parasal harcama ve zaman kullanımını biçiminde bir maliyet söz konusudur. Bu tür işlemi çok sayıda yapan bir aracının önemli bir avantajı her işlem için yapılması gereken masrafi düşürebilecek önlemler alabilmesidir. Aracıların ölçek ekonomilerinden yararlanabilmeleri nedeniyle, bu kurumlar yoluyla fon aktarımı daha ucuz ve kolay olabilmektedir. Öte yandan aracı kuruluşların bu alanda uzmanlaşmış olmaları, onların maliyetleri daha fazla düşürebilmelerine olanak sağlamaktadır. Fon aktarımında aracılara rolünün önemli olmasına yol açan bir başka etken ise bu tür işlemleri yapan tarafların bilgileri arasındaki eşitsizliktir. Asimetrik bilgi sorunu olarak adlandırılan bu olgu pek çok araştırmacıya göre finansal aracılara en önemli varlık nedenidir. Çünkü fon talep edenler gerek yatırımları, gerek bu yatırımlarla ilgili riskler ve gerekse alternatif maliyetler hakkında bilgi sahibi olmalarına rağmen potansiyel yatırımcılar bu bilgiden yoksundurlar. Finansal aracılara ise fon talep edenle ilgili bilgileri yatırımcıdan daha etkin bir şekilde elde ederler (Ersel. 1999:14-15).

Yatırımcılar arasında bilgiye ulaşma anlamında insider-outsider (içerdeki yatırımcı-dışardaki yatırımcı) şeklinde bir ayrışma görülmektedir. İçerdeki yatırımcılar sistematik olarak dışardakilere göre bilgiye daha kolay ve etkin olarak ulaşma avantajına sahiptirler. Dışardaki yatırımcılar arasında da etkin bilgi sahibi olma bakımından derece farkları mevcuttur. Yatırım ve emeklilik fonları gibi büyük kurumsal yatırımcılar menkul kıymetlerin araştırılması için ciddi fonlar ayırırken, küçük bireysel yatırımcılar bu düzeyde bir araştırma gücünden yoksun kalmaktadırlar.

Küçük yatırımcıların araştırma ve asimetrik bilgi sorununu çözmeye konusunda kolektif olarak hareket edememeleri üç temel sorunun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Birincisi, içerdeki ve bilgi sahibi diğer yatırımcıların sistematik olarak tersi yönünde işlem yapan yatırımcılar düşük getirilerle yetinmek zorunda kalırlar. İkincisi, enformasyon farklılaşması olasılığını hisseden kurumsal yatırımcılar diğerlerine göre avantaj elde edebilmek için kaynakların verimsiz kullanımına yol açacak şekilde hareket edebilirler. Üçüncü olarak bireysel yatırımcıların bilgi eksikliği nedeniyle, yöneticiler ve içerdeki yatırımcılar kontrol gücü avantajını sonuna kadar kullanırlar (Choi.2004:1-2).

Yukarıda sayılan ve bireysel yatırımcıları dezavantajlı duruma düşüren sorunları asgari düzeye çekebilmek ve yapılan yatırımlardan optimum fayda sağlamak amacıyla, yatırımcılar sermaye piyasası enstrümanlarına yapacakları yatırımlar için risk-getiri ve alternatif maliyet bilgileri için finansal araçlara ve bu kuruluşlar tarafından istihdam edilen yatırım analistlerine müracaat etmekte ve danışmanlık hizmeti almaktadırlar.

2.4. Analist Türleri

Analistler kamuya açıklanan finansal bilgileri derlemek suretiyle etkinliğin sağlanması, şirketlerin ve sektörlerin içyapıları hakkında bilgi ve analiz sunulması şeklinde piyasalarda önemli roller üstlenmektedirler. Üstlendikleri görevler itibariyle analistleri üç kategoride incelemek mümkündür.

- a. Satış Analistleri (Sell-side)
- b. Alış Analistleri (Buy-side)
- c. Bağımsız Analistler (Independent)

Satış Analistleri esas olarak tam hizmet sunan finansal kuruluşların araştırma bölümlerinde istihdam edilmektedir. Bunlar şirketlerin ya da endüstrilerin sermaye piyasası araçları ile ilgili araştırma raporları yayınlamakta, enstrümanların gelecekteki fiyat performansına (price target) ilişkin beklentilerini açıklayarak çoğu zaman al, sat, tut gibi belirli tavsiyelerde bulunmaktadır.

Alış analistleri genel olarak kendi hesaplarına veya başkası hesabına menkul kıymet alım satımı faaliyetinde bulunan yatırım fonu, hedge fonu, emeklilik fonları vb. para yöneticileri için çalışmaktadırlar. Alış analistleri hangi menkul kıymetlere yatırım yapılması gerektiği konularında işverenlerine danışmanlık hizmeti vermekte ve yaptıkları araştırmalar sadece işverene sunulmaktadır. Bu tür analistler analizlerinin katma değeri ve isabeti oranında başarılı olarak kabul edilmektedirler. Bu nedenle alış yönlü analistlerin menfaatleri hesabına çalıştıkları para yöneticilerinin ve müşterilerinin menfaatleri ile genel olarak uyumaktadır.

Bağımsız analistler tam hizmet sunan finansal kuruluşlardan bağımsız ayrı tüzel kişiliğe sahip araştırma kuruluşları (research originators) için çalışırlar ve abonelik tarzı yöntemlerle araştırmalarını başkalarına satarlar. Bağımsız analistlerin araştırmalarını satmaları ve bu onların tek ve esas gelir kaynağı olması nedeniyle araştırmalarını satın alan müşterilerine objektif analiz sunma eğilimleri yüksektir.

Farklı kişi ve kuruluşlara hizmet sunma anlamında türlere ayrılan analistlerin ortak özelliği “bilgi işleme ve yayma” (information dissemination process) sürecine doğrudan ve etkin bir biçimde katılmalarıdır. Bu sürecin nasıl işlediği analistin rolünün belirlenmesinde önem kazanmaktadır. Analistin bilgi işleme ve yayma çerçevesinde üstlendiği görevler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Bir sektör veya menkul kıymetle ilgili olarak yatırımcılardan, şirketlerden, sektör çalışanlarından ve diğer bilgi kaynaklarından yeni bilgiler toplamak,
- Bilgileri tahlil edilerek kar-zarar tahminlerine ve yatırım tavsiyesine dönüştürmek,
- Yatırım tavsiyelerini ve finansal modellemelerini yatırımcılara sözlü veya yazılı olarak sunmak.

Yatırım tavsiyelerinin yatırımcılara sunulması çeşitli şekillerde olmaktadır. Michaely ve Womack süreci “acil”, “zamanlı” ve “rutin” olmak üzere üç değişik zaman boyutu ile tanımlamaktadır. (Michaely and Womack.1999)

Acil durum iletişimi (urgent communication), piyasalarda seanslar devam ederken mali tablo verilerinin duyurulması, faaliyetle ilgili önemli gelişmelerin ortaya çıkması gibi sürpriz durumlarda gerçekleşmektedir. Analist alım satım birimindeki personeli yatırımcıların haberdar edilmesi için konu ile ilgili olarak bilgilendirebilir ya da daha büyük müşteriler doğrudan gelişmelerle ilgili olarak uyarılır.

Zamanlı iletişimde (timely communication), piyasalar açılmadan önce analistlerin, portföy yöneticilerinin ve satış biriminde görevli personelin günlük beklentileri ile ilgili görüş alışverişinde buldukları bir süreçtir. İşlem bazlı müşteriler ve fon yöneticileri seans öncesi beklentiler ve gün başı gelişmelerle ilgili olarak bilgilendirilir. Rutin iletişimde ise yatırımcılara periyodik olarak araştırma raporu gönderilmesi söz konusudur. Genel olarak bireysel yatırımcının şirket açısından önem derecesi düştükçe, bu tür müşterilerin anlık gelişmelerle ilgili olarak bilgilendirilme eğilimi de azalmaktadır. (FSA.2002:DP15)

2.5. Analistlerin Gerçekleştirdikleri Faaliyetler

Analistlerin temel faaliyeti şirketler, enstrümanlar ve piyasalarla ilgili araştırma yapmak ve müşterilerine analiz ve yatırım tavsiyesi sunmaktır. Araştırma faaliyeti, müşterinin şirkete ödediği ticari komisyon karşılığında sunulan hizmet

paketinin bir kısmını oluşturmaktadır. Araştırma bilgileri çoğu zaman müşterilerle doğrudan iletişim halinde bulunan müşteri temsilcileri tarafından dolaylı olarak sunulmaktadır (IOSCO. Teknik Komite Raporu 2003: 4). Aracı Kuruluşlar sadece araştırma hizmeti sunan analist faaliyeti ile kendilerini sınırlandırmamak amacıyla, müşterilere sunulan diğer hizmetlerle ilgili olarak analistlerin faaliyet alanını genişletmişlerdir. Son yıllarda analistler araştırma hizmetinin yanında aşağıda belirtilen hizmetleri de sunmaya başlamışlardır:

- halka arza aracılık faaliyetlerinde destek hizmeti sunmak
- menkul kıymet pazarlamasına yardımcı olmak
- yatırım yöneticiliği bölümünü desteklemek
- satış ve menkul kıymet alım satım personeline sunumlar yapmak

Finansal araçlar istihdam ettikleri analistleri, araştırma bölümünü diğer bölümlerden ayırma işlevi gören “Çin Seddi”nden (kavram çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı olarak incelenecektir) zaman zaman geçirerek, sahip olunan uzmanlığın şirketin diğer finansal faaliyetlerine katkıda bulunulması için kullanılmaktadırlar. Bu katkılar genellikle olası yatırım bankacılığı müşterilerinin değerlendirilmesi, potansiyel müşterilerin şirketin bankacılık hizmetlerinden yararlanması için yatırım bankacılığı bölümü çalışanları ile pazarlama stratejilerinin geliştirilmesi ve yatırım bankacılığı bölümüne fikir desteği sunulması şeklinde gerçekleşmektedir.

Analistler ayrıca kurumsal yatırımcılara menkul kıymetlerin pazarlanması ve satılması faaliyeti içerisinde yer alarak, yatırım bankacılarının potansiyel kurumsal yatırımcılara pazarlama amaçlı yaptıkları “road show”larda destek hizmetinde bulunmaktadırlar. Yatırım yöneticiliği bölümüne şirketin faaliyetlerinin değerlendirilmesinde yardımcı olmak ve satış bölümü ile alım satım bölümü personeline aktüel finansal gelişmelerin perde önü ve perde arkası ile ilgili sunumlar yapılması analistlerin gerçekleştirdiği diğer faaliyetler arasında sayılmaktadır. (IOSCO Teknik Komite Raporu. 2003:5)

2.6. Analistlerin Nitelikleri ve Tescil Gereksinimi

IOSCO Teknik Komitesinin 2003 tarihinde yayımlanan raporunda, birçok ülkede sadece araştırma faaliyeti yürütmek ve yatırım tavsiyelerinde bulunmak

amacıyla menkul kıymet analisti veya danışmanı olarak çalışan kişilerle ilgili asgari niteliklere ve tescil zorunluluğuna ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmadığı, analistlerin sahip olmaları gereken asgari ve özel nitelikler ile tescil düzenlemelerindeki eksikliğe karşın, söz konusu kişilerin, lisanüstü eğitim derecesine sahip, özel profesyonel niteliklere¹ haiz ve faaliyet gösterilen sektörde tecrübeye sahip olmalarının genel geçer bir durum olarak kabul edildiği belirtilmektedir.

Seri:V, No:55 sayılı Tebliğ uyarınca yetkili kurumlarda görevlendirilecek yatırım danışmanlarının 4 yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun olmaları, Kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca gerekli lisans belgesine sahip olmaları gerekmektedir.

III. ÇIKAR ÇATIŞMALARI SORUNU

3.1. Sermaye Piyasalarında Aracılık Fonksiyonu ve Çıkar Çatışmaları

Sermaye piyasalarında aracılık fonksiyonu yerine getirilirken finansal kuruluşların gerçekleştirdikleri faaliyetler bakımından iki tür aracının ortaya çıktığı görülmektedir.

- a. Borsa Komisyoncuları (Broker-Dealer)
- b. Tam Hizmet Aracı Kuruluşları (Full-Service Brokerage Firms)

Borsa Komisyoncuları sadece müşteri emirlerini borsaya ileten ve gerçekleşen işlem tutarının belirli bir yüzdesini komisyon geliri olarak elde eden aracılardır. Borsa komisyoncuları müşterilerine sadece operasyonel bir hizmet sunmakta olup, aracılık faaliyetinin en basit düzeydeki kurumlarıdır. Buna karşın, yirminci yüzyılın son çeyreğinde ortaya çıkan gelişmelerin ışığında emir iletimi fonksiyonu yanında yatırım bankacılığı ile yatırım danışmanlığı hizmetini içeren kurumsal danışmanlık ve portföy yöneticiliği fonksiyonunu birleştiren tam hizmet aracı kuruluşları ortaya çıkmıştır (Hazen.2002:819). Tam hizmet aracı kuruluşları bu fonksiyonları yerine getirirken aşağıda belirtilen hizmetleri sunmaktadırlar.

➤ Yatırım Bankacılığı (halka arzlarda yüklenim hizmeti ve menkul kıymetlerini ihraç eden şirketlere danışmanlık)

¹ CFA (Certified Financial Analyst)-Yetkili Finansal Analist sertifikasına sahip olunması veya CPA (Certified Public Accountant)-Yetkili Kamu Muhasebecisi belgesine sahip olunması ya da CFP (Certified Financial Planner) gibi nitelikler profesyonel düzeydeki nitelik olarak kabul edilmektedir.

- Araştırma (aracı kuruluşun tüm birimlerine sunulmaktadır.)
- Perakende satış ve yatırım yöneticiliği
- Menkul kıymet alım satım hizmetleri (Trading Desk)

Tam hizmet aracı kuruluşlarının çeşitli sermaye piyasası hizmetleri sunmaları ve kurumsal müşterilerden edindikleri kamuya açık olmayan bilgilerin gizliliğini koruma görevini üstlenmiş olmaları nedeniyle çeşitli çıkar çatışmaları ortaya çıkmaktadır. Söz konusu çıkar çatışmalarının sebepleri ve yönetilmesi ile ilgili getirilen düzenlemeler çalışmanın sonraki bölümlerinde incelenecektir.

3.2. Çıkar Çatışmalarının Kaynağı ve Türleri

Çıkar çatışması bir kişinin kendi çıkarının başka bir kimse için vekil sıfatıyla üstlendiği edimlerinin çatışması veya iki veya daha fazla kişiye karşı potansiyel olarak çatışan vekil rollerine sahip olması durumunu ifade etmektedir (Gorman.2004:475). Aracı Kuruluşlar çoğu zaman kendi çıkarları ile müşterilerinin çıkarlarının ya da iki müşterisinin çıkarlarının çatıştığı durumlar içinde kalmaktadır. Aracı Kuruluşlar iki temel nedenle çıkar çatışması yaşamaktadır.

3.2.1. Aracılık Sektöründeki Gelir Yapısı

Çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasında, aracılık sektöründeki gelir yapısı önemli bir rol oynamaktadır. Aracı kuruluşların temel gelir kaynağı aracılık edilen işlemlerden elde edilen komisyonlardır. Komisyon gelirlerinin yanı sıra yatırım danışmanlığı, halka arza aracılık kapsamında yüklenim ve diğer hizmetlerden elde edilen kazançlarla aracı kuruluşlar gelir bileşimini çeşitlendirmektedirler. Aracı kuruluşlar işlem başına komisyon geliri elde ettikleri için müşterilerini daha çok işlem yapma konusunda ikna etmeye çalışmaktadırlar. Bu noktada, aracı kuruluşun komisyon gelirini maksimize etme çabası ile müşterinin yaptığı yatırımdan maksimum getiriyi elde edebilme yönündeki beklentisi -ki bu durum çoğunlukla bir hisse senedinin uzun dönem elde tutulması yoluyla gerçekleştirilebilmektedir- çatışmaktadır.

3.2.2. Hizmet Çeşitliliği

Aracı kuruluşlarda ortaya çıkan çıkar çatışmalarının ikinci nedeni, sunulan hizmetlerin çeşitliliğidir. Farklı faaliyet alanlarında hizmet verilmesi nedeniyle oluşan çıkar çatışmaları içinde analistlerin çıkar çatışmaları son zamanlarda önem kazanmaya başlamıştır. Bu çatışma hem kurumsal hem de bireysel yatırımcılara

hizmet verilmesindeki zorluktan kaynaklanmaktadır.(Schwab.2002:A22) Tam hizmet sunan aracı kuruluşlar analistleri aracılığıyla araştırma hizmeti sunarlar, brokerları aracılığıyla emir iletirler ve şirketlerin halka açılmasında aracılık fonksiyonunu yerine getirirler.

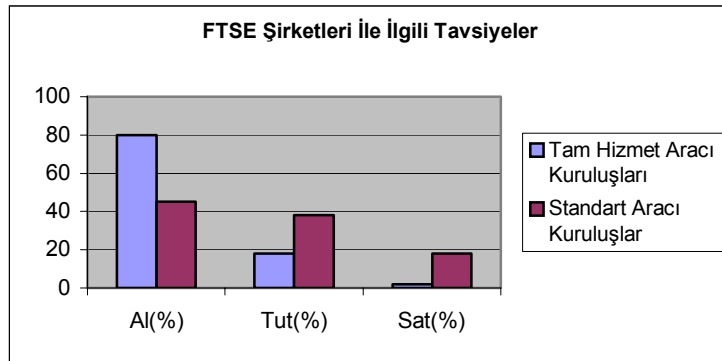
Halka arza aracılık hizmeti aracı kuruluşlar açısından önemli bir gelir kaynağı olmasına karşın, söz konusu hizmetin başarıyla yerine getirilmesi arzı gerçekleştirilecek şirket hisselerine gelecek talebe bağlı olmaktadır. Bu nedenle, analistlerin tavsiyelerinin aracı kuruluşun sunduğu yatırım hizmetlerinden etkileneceği yönünde genel bir tereddüt doğmaktadır (Burns.2002:B5). Analistler hisseleri halka arz edilen kurumsal müşteriler hakkında aşırı iyimser raporlar hazırlama eğilimi göstermektedirler. ABD’de başta American Online, Yahoo, Amazon ve E-Bay olmak üzere çeşitli internet şirketlerinin halka açılmalarının ardından söz konusu şirket hisselerinin değerleri 1998-1999 döneminde hızla yükselmiş ve 2000 yılının Mart-Nisan döneminde internet endeksinde yaşanan keskin düşüşler neticesinde birçok yatırımcı zarara uğramıştır. Yapılan çeşitli araştırmalarda 2000 yılındaki çöküşün öncesinde finansal analistlerin genel olarak internet hisseleri ile ilgili aşırı iyimser oldukları ve piyasanın çökmesinde sorumluluk paylarının bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır (Liu and Song.2001). Kurumsal bir müşteri hakkında olumsuz bir rapor verilmesi halinde, müşteri, halka arza aracılık hizmetini başka bir kuruluş vasıtasıyla yerine getirmek için tehditkar bir ortam yaratabilir. Aracı kuruluşlar da müşterilerini kaybetmemek adına olumlu rapor düzenlenmesi için analistlerine baskı yapabilmektedirler. Bununla beraber hisseleri halka arz edilecek olan şirkete yatırım yapma konusunda karar aşamasında olan bireysel yatırımcılar objektif bilgiler ve yorumlar içeren raporlara ve tavsiyelere ihtiyaç duymaktadır. Aracı kuruluşun kurumsal müşterileriyle kurduğu yatırım bankacılığı ilişkilerini koruma güdüsü ile bireysel yatırımcılara güvenilir ve etki altında kalınmadan bilgi sunma ve yatırım tavsiyelerinde bulunma görevi çatılabilmektedir (Gorman.2004: 482).

Aracı kuruluşların yüksek kazanç getirici yatırım bankacılığı faaliyetlerini sürdürebilmek amacıyla bireysel yatırımcıların objektif bilgi ve yatırım tavsiyesi elde etme anlamındaki çıkarlarını gözardı ettikleri olayların sayısı son dönemde artış göstermektedir.

2003 yılının Nisan ayında en büyük Wall Street şirketlerinden 10 tanesi hakkında New York Başsavcılığı, SEC, NASD ve NYSE tarafından ortaklaşa yürütülen incelemeler neticesinde, bu şirketlerin analiz ettikleri firmalarla ilgili olarak yatırım bankacılığı hizmeti sunabilmek amacıyla devamlı surette aşırı iyimser raporlar yayınlamaları nedeniyle toplam 1.4 milyar \$'ı aşan bir meblağın uzlaşma bedeli olarak ödenmesi konusunda anlaşmaya varılmıştır. Söz konusu tutarın 450 milyon \$'lık kısmının analistlerin bağımsız araştırma faaliyetlerinin geliştirilmesine ve 85 milyon \$'lık kısmının yatırımcıların eğitimine harcanması konusunda tarafların uzlaşmaya vardığı kamuya duyurulmuştur.

Analistlerin yaşadığı çıkar çatışmaları ile ilgili benzer bir örnek, telekomların özelleştirilmesinde ciddi bir patlamanın yaşandığı 1990'ların sonundaki Jack Grubman vakasıdır. Salomon Smith Barney şirketinin o dönemdeki en etkili analistlerinden Grubman AT&T şirketinin hisseleri için 1999 yılının Kasım ayında ratingini “tut” dan “güçlü al” konumuna çevirmiş ve AT&T şirketini açık bir şekilde kayırcı tavır sergilediği anlaşılmıştır.

Analistler çalıştıkları aracı kuruluşun komisyon gelirlerini artırabilmesi için yatırımcılarına “tut” tavsiyesi yerine “al” veya “sat” tavsiyesinde bulunma eğilimi göstermektedirler. Yatırım bankacılığı faaliyetlerinde bulunan aracı kuruluşların yatırım tavsiyesi ve raporlarının “olumlu” anlamda objektiflikten uzaklaştığı görülmektedir. İngiltere’de FSA tarafından FTSE 100 şirketleri üzerinde yapılan bir araştırmada² tam hizmet sunan kuruluşlar ile faaliyet çeşitliliği olmayan aracılıkların verdiği tavsiyelerin oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.



² Araştırma hakkında daha ayrıntılı bilgi için FSA'nın Temmuz 2002'de yayımlanmış olan “Investment Research&Conflicts and Other Issues” isimli çalışması incelenebilir.

Araştırma sonuçları incelendiğinde, tam hizmet aracı kuruluşları FTSE 100 şirketlerine %80 oranında al, %18 oranında tut ve %2 oranında sat tavsiyesinde bulunurken, yatırım bankacılığı hizmetleri sunmayan aracılardan %45 al, %38 tut ve %17 sat tavsiyesinde buldukları görülmüştür. Bu sonuçlardan yatırım bankacılığı faaliyetlerinde bulunan aracı kuruluşların sundukları yatırım tavsiyesi ve raporlarının “olumlu” anlamda objektiflikten uzaklaştığı görülmektedir.

Aracı kuruluşların şirketlerle olan ilişkilerini olumlu bir havada sürdürme çabası, analistlerin tavsiyelerinde “al” eğilimini artırmaktadır. Easterwood ve Natt tarafından yapılan bir araştırmada³, elde edilen bir bilginin içeriği ile analistlerin bu bilgiye gösterdikleri reaksiyon arasındaki ilişki incelenmiş ve analistlerin olumsuz bir enformasyona olması gerekenden daha az tepki, olumlu bir bilgiye ise aşırı iyimser bir reaksiyon gösterme eğiliminde oldukları ortaya çıkmıştır.

3.2.3. Ücretlendirme Politikaları

Analistlere verilen ücretler çıkar çatışmalarının başka bir kaynağını oluşturmaktadır. Yapılan çeşitli araştırmalara göre (Dorfman.1991) analistlerin ücretleri belirlenirken işverenler tarafından çeşitli faktörler dikkate alınmaktadır.

- a. Araştırma raporlarının yayınlanması sonrası oluşan işlem hacimleri (komisyon gelirleri)
- b. Al-Sat tavsiyelerinin performansı
- c. Alım satım birimlerinin kendileri hakkındaki değerlendirmeleri
- d. Eğitim düzeyi ve sahip olunan sertifikalar
- e. Yatırım bankacılığı müşterilerinin şirket ile çalışmaya devam etmeleri konusunda gösterilen beceri

Şirketler analistlerin ücretlerini belirlerken, yatırım bankacılığı faaliyetlerinden elde edilen gelirler, analiste atfedilebilecek alım satım gelirleri ve şirketin genel karlılığı gibi başka faktörleri de dikkate almaktadırlar. Ancak genel olarak analistlerin ücretleri ile şirket için yaratılan gelir arasında sıkı bir bağ kurulduğu söylenebilir.

³ Araştırma ile ilgili daha ayrıntılı bilgi için Easterwood and Natt’ın 1999 Ekiminde Journal of Finance’de yayınlanan “Inefficiency in Analyst’s Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism” isimli makale incelenebilir.

Halka arza aracılık gelirlerinin esas alınarak analist ücretlerinin belirlendiği ya da yatırım bankacılığı bölümlerinin analist ücretlerini belirlemek için analistlerin doğrudan gözetim sorumluluğunu üstlendiği durumlarda, analistlerin gerek şirketin gelirlerini gerekse bu gelirlere bağlı olarak belirlenen kendi ücretlerini tehlikeye atabilecek raporlar yayınlamaktan kaçınabilmektedirler. Şirket gelirlerinin önemli bir kısmının yatırım bankacılığı bölümlerinin başarısına bağlı olduğu şirket örgütlenmelerinde, analistler bu gelirleri koruyacak araştırma raporları düzenleme konusunda baskı hissetmektedirler (Scianni.2004:263).

3.2.4. Ortaklık Çıkarları

Analistler, şirket çalışanları ve şirket tüzel kişiliği, analistlerin araştırma yaptığı firmalarda veya sektörlerde ortaklıklara veya finansal çıkarlara sahip olabilmektedirler. Ayrıca analistler, diğer aracı kuruluş çalışanları ve aracı kuruluş tüzel kişilik olarak son dönemlerde popüler hale gelen yüksek gelişme potansiyeli taşıyan girişim sermayesi (venture investing) şirketlerine yatırım yaparak halka arz öncesi hisselerine sahip olabilmektedirler. Şirketler ve analistleri bu tür pay sahiplikleri yoluyla kar elde etmekte ve çıkar ilişkisi içinde olunan firmalar hakkında olumlu raporlar hazırlayıp yatırımcılara olumlu tavsiyelerde bulunabilmektedirler.

Finansal aracılarla şirketler arasındaki ticari ilişkiler de çıkar çatışmalarının kaynağını teşkil edebilmektedir. Ticari ilişkilerle ilgili verilebilecek en temel örnek kredi ilişkisidir. Bir bankanın şirkete yüksek meblağlı kredi vermesi durumunda oluşan kredi riskinin azaltılması ve şirketin krediyi geri ödeyebilmesi için, analistler, şirketin mali durumunu olumlu göstermesi için yönetim tarafından zorlanabilmektedirler.

3.2.5. Raporlama Sistemleri

Tam hizmet sunan aracı kuruluşlardaki raporlama yapıları analistler için çıkar çatışmalarının başka bir kaynağını oluşturmaktadır. Araştırma biriminden ya da analistin kendisinden şirket içindeki diğer hizmet birimlerine raporlama yapılmasının istenmesi araştırmanın bağımsızlığını ve objektifliğini tehlikeye düşürebilmektedir. Benzer şekilde, analistlerden henüz kamuya duyurulmamış araştırma sonuçlarını şirket bünyesindeki diğer birimlere dağıtılmasının istenmesi, analistler üzerinde diğer birimlerin hedeflerini tutturmayı sağlayacak şekilde araştırmalarının gerçeklerden uzaklaşmasına neden olacak şekilde hazırlanması yönünde bir baskı oluşturabilir.

3.2.6. Diğer Çatışma Kaynakları

Analistlerin incelediği şirketlerin yönetimleri olumlu araştırma sonuçları için analistler üzerinde baskı unsuru olabilmektedirler. Şirketler analistlerle iletişim kurmak ya da olumsuz bir rapor ya da tavsiye üzerine analist hakkında şikayette bulunabilmektedirler. Bazı şirketler analistin kendileri hakkında olumsuz bir rapor yazması durumunda, analisti şirketin bilgilerine içeriden ulaşma (analistler için hayati bir kaynak niteliğindedir) konusunda engelleyebileceklerini belirtmektedirler. Önemli aracı kuruluş müşterileri de yüksek tutarlı pozisyon aldıkları şirketlerin hisseleri hakkında analistlere olumlu rapor yazılması ya da olumsuz rapor yazılmaması konusunda baskı uygulayabilmektedirler.

3.3. Bilginin Finansmanı Sorunu ve Aracı Kuruluşlar

Asimetrik bilgi sorununun aşılması oldukça maliyetli olabilmektedir. Bir şirketin hisse senetleri ile ilgili araştırma yapan yatırımcılar kolektif davranma sorunu ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu sorun birbirlerinden habersiz yatırımcıların yatırım yapmak isteyecekleri şirket hisseleri ile ilgili araştırmalarda aşırı ya da gerekenden az bir güdülenme ile hareket etmelerine yol açabilmektedir. Bir alım satım işleminden kar elde etmek isteyen yatırımcılar, bu avantaja ilk olarak sahip olmak için aşırı bir gayret gösterirken, ortak olunan şirketin faaliyetlerinin ibra edilmesinde ya da yöneticilerin seçilmesinde aynı çaba gösterilmemektedir. (Choi.2003)

Aracı kuruluşlar bu tür kolektif davranma sorunlarının azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Ancak bu tür hizmetler yerine getirilirken bazı maliyetlere katlanması zorunlu olmaktadır. Hem aracı kuruluşlar için çalışan satış analistleri hem de kurumsal müşterilerin istihdam ettiği alış analistleri ihraççı şirketlerle ilgili araştırma, elde edilen bilgileri değerlendirme ve yatırımcılara bir tavsiye sunma şeklinde sıralanan bir dizi hizmetin gerektirdiği maliyetleri üstlenmektedirler.

Aracı kuruluşlar hizmetlerin gerektirdiği maliyetlerin finansmanı için yatırımcıları kullanmaktadırlar. Birçok şirket, yatırımcı gruplarının sunulan bilgiden ve tavsiyelerden elde ettikleri fayda kadar kazanç elde edememektedirler. Faaliyetlerini başka şekilde finanse etme yolu bulamayan şirketler, sunulan hizmetin miktarını ve kalitesini düşürme yolunu seçebilmektedir. (Choi.2003)

3.4. Acentelik Problemi

Aracı kuruluşlar daha çok sayıda müşteriye hizmet götürmek için kendilerinden bağımsız ayrı tüzel kişiliklerle acentelik oluşturmaktadırlar. Müşteri sayısını artırmak ve daha çok gelir elde edebilmek amacıyla geliştirilen bu tür işbirlikleri, acentelerin, aracı kuruluşların ve müşterilerinin çıkarlarını koruma konusunda her zaman gerekli çabayı göstermemesi nedeniyle çeşitli sorunların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Acenteler işbirliği yaptıkları aracı kuruluşların çıkarlarını sadece kısmen gözetmekte ve genel olarak kendi menfaatlerini koruma eğilimi gösterebilmektedirler. Aracı kuruluşların sahip oldukları prestij acente problemi için çözüm olmamaktadır. Acentelik probleminin yarattığı sonuçlar bakımından en önemli örnek hiç şüphesiz Enron skandalıdır. Söz konusu çok boyutlu olayda; bölgesel acentelik sistemi ile çalışan Arthur Anderson isimli ünlü bağımsız denetim şirketinin Houston bölgesi ortağı'nın kazançlarını artırabilmek amacıyla şirket tarafından belirlenmiş asgari denetim standartlarını ve Arthur Anderson şirketinin genel çıkarlarını ihlal edildiği ortaya çıkmıştır. Durumun ortaya çıkmasından sonra Enron hisselerinin fiyatlarında meydana gelen hızlı düşüşler birçok yatırımcının ciddi zararlara uğramasına neden olmuştur.

IV. ARACI KURULUŞLARIN YAŞADIĞI ÇIKAR ÇATIŞMALARININ YÖNETİLMESİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER VE BU YÖNTEMLERİN ETKİNLİKLERİ

Sermaye piyasalarındaki düzenlemelerin temel işlevlerinden bir tanesi piyasaların güven, kararlılık ve şeffaflık içerisinde çalışmasını sağlayarak yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasıdır. Söz konusu ilkenin işletilebilmesi, bu piyasalarda temelde güven esasına dayalı olarak faaliyette bulunan kurum ve kuruluşların düzenleyici kuruluşların getirdiği ilke ve kurallara uyması ile mümkün olmaktadır.

Ancak çıkar çatışması kaynaklı çeşitli sebeplerle yatırımcı menfaatlerini tehlikeye düşüren, piyasanın bir bütün olarak aksak işleyişine neden olan başta içerden öğrenenlerin ticareti olmak üzere belli sermaye piyasası suçları ve bu suçlarla mücadele düzenleyici otoritelerin gündemini meşgul etmeye devam etmektedir. İçerden öğrenenlerin ticareti suçu, bilinen bir kavram olarak güncelliğini korurken, son zamanlarda, özellikle SEC ilgisini menkul kıymet analistlerinin çıkar

çatışmalarına yönelmektedir. 8 Mayıs 2002 tarihinde NYSE ve NASD tarafından teklif edilen analistlerin çıkar çatışmaları ile ilgili kural değişikliklerini onaylayan SEC ve konu ile ilgili olarak 2004 yılı içerisinde yeni düzenlemeler getirileceğini açıklayan FSA çalışmalarına hız vermektedirler.

Çeşitli düzenleyici otoritelerin düzenlemelerine geçmeden önce SEC ve Amerikan Kongresi tarafından daha önce insider trading suçlarını önlemek için kullanılan “Çin Seddi” tekniğinin analistlerin çıkar çatışmalarını da azaltıcı yapısal bir teknik olarak kullanılması teklif edilen uygulamanın incelenmesinin ve sorunun çözümünde etkin bir faktör olup olmayacağı konusunun değerlendirilmesinde yarar olduğu düşünülmektedir.

4.1. Çin Seddi Uygulamaları

Geleneksel olarak Çin Seddi içerden öğrenenlerin ticaretini engellemek amacıyla oluşturulan bir tür enformasyon bariyeridir. İçerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgilerin kendisi veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanılarak kazanç sağlanması veya bir zararın ortadan kaldırılması şeklinde oluşan bir sermaye piyasası suçudur. Suçun oluşumunda kamuya açıklanmamış ve fiyat üzerinde etkisi olan bir bilginin kullanılarak menfaat elde edilmesi söz konusudur.

Tam hizmet sunan aracı kuruluşlarda gizliliği olan bu tür bilgiler genellikle ihraççı kuruluşlarla ilişki içerisinde olan yatırım bankacılığı bölümlerinde çalışan kişiler tarafından elde edilmekte ve yatırım bankacılarının kamuya duyurulana kadar gizli kalması gereken bilgileri başkaları ile paylaşarak menfaat sağlayıcı işlemlerde bulunulması nedeniyle suç ortaya çıkmaktadır. Çin Seddi de bir birim tarafından elde edilen bu tür gizliliğe haiz bilgilerin kullanılmasında ve şirket içinde yayılmasının engellenmesi amacıyla hizmet eden kural ve düzenlemeler bütünüdür. Bu düzenlemeler, yatırım bankacılığı faaliyetleri biriminin, alım satım işlemleri, araştırma ve şirket içindeki diğer birimlerden fiziksel olarak ayrılması ve yatırım bankacılarının, analistlerin araştırma raporları üzerinde etki oluşturmasını engellemek amacıyla taşımaktadır.(Steinberg and Fletcher.1994:47)

Aracı kuruluşlar Çin Seddini başlangıçta gönüllü politikaları ve prosedürleri olarak benimsemişken, SEC daha sonra bu sistemlerin oluşturulmasını şirketler için zorunlu hale getirmiştir.

4.1.1. Çin Seddi Uygulamalarının Ortaya Çıkışı

Çin Seddi ilk olarak SEC ile Merrill Lynch arasında 1968 yılında yapılan anlaşmanın bir parçası olarak uygulamaya konulmuştur. Anlaşmaya götüren olayda; Douglas Havayolları Şirketinin halka arz ettiği borçlanma senetlerinin konsorsiyum lideri olan Merrill Lynch şirketi, Douglas Havayolları'nın düzeltilmiş finansal tablolarında oldukça düşük bir kar rakamı açıklayacağı bilgisini öğrenmiş, söz konusu bilgi satış bölümü ile çok sayıda yatırım fonu ve büyük kurumsal müşterilerle paylaşılmış ve bilginin kamuya duyurulmasından önceki üç gün boyunca Merrill Lynch ve müşterileri senetleri ellerinden çıkararak kendilerini önemli kayıplardan korumuşlardır.

Olayın ortaya çıkmasını takiben Merrill Lynch halka arz biriminde çalışan herhangi bir personelin halka açık olan ya da açılacak bir şirketle ilgili ve kamuya duyurulmamış olan bir bilgiyi açıklamama yönünde bir politika benimsemiştir. Merrill Lynch anlaşmasını takiben SEC'nin insider trading incelemelerinde hedef olmamak amacıyla bir dizi aracı kuruluş benzer politikaları kendi bünyelerinde uygulamaya koymuştur.

4.1.2. Çin Seddi Uygulamasının Analistlerin Çıkar Çatışmalarındaki Rolü

Çin Seddi uygulamaları prensip olarak içerden öğrenenlerin ticaretini engellemek amacıyla oluşturulmuş olmakla beraber, başka amaçlara da hizmet etmektedir. Thornton'a göre Çin Seddinin "zorlayıcı" faydalarından bir tanesi araştırma raporlarının ve analistlerin verdiği diğer tavsiyelerin doğru ve dürüst olmasına katkı yapmasıdır.

Çin Seddi, araştırma ve yatırım bankacılığı birimlerini ayırarak analistlerin bağımsızlığının korunması ve dolayısıyla yatırım bankacılarının gözetimine tabi olmamalarını ve baskılara uğramamalarını sağlamaya çalışmaktadır (Valdmanis.2002:B01).

Araştırma faaliyeti bağımsız olarak yürütülebilirse, yönetim ve yatırım bankacıları korkusu olmaksızın, analistler hisse senetleri ile ilgili gerçek görüşlerini ortaya koyabileceklerdir (Stone.2002:14). Çin Seddi uygulamaları bu nedenle yatırım bankacılığı birimi ile analistlerin tavsiyelerine ve araştırma raporlarına güvenen

yatırımcıların çıkarları arasındaki çatışmayı ortadan kaldırmayı veya en azından azaltmayı hedeflemektedir.

4.1.3. Çin Seddi Uygulamalarında İzlenen Politika ve Prosedürler

Çin Seddinde uygulanacak politika ve prosedürleri her aracı kuruluş kendi organizasyon yapısı ve faaliyet esaslarına göre serbestçe belirleme imkanına sahip olmakla beraber, sistemin etkin bir şekilde çalışabilmesi için bir takım asgari standartların sağlanmış olması gerekmektedir.

Aracı kuruluş bünyesindeki çeşitli birimler arasındaki iletişim kanallarının kapatılması Çin Seddinin temel unsurudur. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi için, gizliliği olan bilgilere ulaşma potansiyeli yüksek olan birimlerle alım satım işlemlerini gerçekleştiren veya yatırım tavsiyeleri sunan birimlerin birbirlerinden ayrılması zorunludur. Ayrışmayı zorlayıcı yöntemlerden bir tanesi dosya, ofis ve bilgisayarlara ulaşımın engellenmesidir. Uygulamadaki etkinliğin artırılmasını teminen, bazı kuruluşların yatırım bankacılığı birimleri ile satış hizmetleri birimlerini farklı katlara hatta farklı binalara yerleştirdikleri görülmektedir. Menkul kıymetlerin fiyatlarını etkileyebilecek bilgilerin fiziksel korumasının sağlanması, ihtiyaç duyulmayan gizli bilgilerin tasfiyesi ve dosyaların şifreli isimlerle saklanması içerden edinilen bilgilerin yayılmasını engelleyici diğer tekniklerdir.

SEC'nin Piyasa Düzenleme Dairesi aracı kuruluşların politika ve prosedürleri hakkında 1990 yılında yayınladığı raporunda gözlem, devamlı eğitim ve aracı kuruluş faaliyetlerinin denetiminin Çin Seddi uygulamalarının önemli unsurları olduğuna vurgu yaparak, şirketlerin prosedürlerini ayrıntılandırma, dokümantasyon, iletişim ve kayıt belge düzeninde önemli aşamalar kaydettiğini belirtmiştir. NASD de 21 Haziran 1991 yılında genel bir duyuru ile hedeflere daha başarılı bir şekilde ulaşılabilmesi için şirketlerin, bütün çalışanlarının sözleşme ile benimsedikleri yazılı etik kurallar oluşturmaları gerektiğini üyelerine bildirmiştir.

SEC'nin Çin Seddi uygulamalarının etkin ve çıkar çatışmalarını kontrol edici olduğu yönündeki kanaatine karşın, söz konusu uygulamaların varlığı ve etkinlikleri sorgulanmaktadır (Unger.2001). Çin Seddi yaklaşımına karşı olanlar, uygulamanın etkin olmadığını, insider ve çıkar çatışmaları sorunlarının çözümünde etkili bir yöntem olarak kullanılmadığını ve daha iyi çözüm alternatifleri bulunduğunu belirtmektedirler (Poser.1997)

4.1.4. Avantajları ve Dezavantajları

Kurumsal müşteriler finansal tavsiyeler alabilmek için şirketlerine özel, gizli finansal ve örgütsel bilgileri aracı kuruluşlarca istihdam edilen mali analistlerle paylaşmaktadırlar. Aracı kuruluşun temel görevi kurumsal müşterilerinin çıkarlarını koruyarak, bilgilerin sır saklama ilkesi çerçevesinde üçüncü kişilerle paylaşılmamasını sağlamaktır. Diğer taraftan, bilginin başka yatırımcılarla paylaşılarak ticari kazanç sağlanabileceği gerçeği açık bir çıkar çatışması yaratır. Çin Seddi bilginin paylaşımını engelleyici bir model kurduğu için çıkar çatışması ortaya çıkmayacak ve kurumsal müşterinin çıkarları korunmuş olacaktır.

Analistlerle ciddi bir enformasyon paylaşımı içine giren kurumsal müşteriler ile onlarla ticari ilişkileri bulunan aracı kuruluş yönetimleri, analistler üzerinde, kurumsal müşterinin menfaati için olumlu analiz raporları tanzim edilmesi için baskı oluşturmaktadır. Schwab bu durumu analistlerin tavsiyeleri karşısında yatırımcıların ne yapacaklarını bilemedikleri “derin güven krizi” olarak tanımlamaktadır. Bu krizin ortaya çıkış sebebi olarak da; çoğu analist tavsiyelerinin sıradan yatırımcılara doğru bilgi aktarmaktan çok yatırım bankacıları ile yönetim kurulu arasındaki ilişkileri pekiştirmesi işlevini üstlenmesi, gösterilmektedir (Schwab.2002:A22) Çin Seddinin getirdiği katı kural ve prosedürlerin analistleri diğer faaliyet birimlerinin tahakkümünden kurtardığı ve araştırma raporlarının güvenilirliğini ve bağımsızlığını sağladığı düşünülmektedir.

Analist raporlarının ve tavsiyelerinin aracı kuruluşun yatırım bankacılığı faaliyetlerinden ve yönetim baskısından etkilenerek objektifliğinin ve doğruluğunun ortadan kalktığına dair ortaya atılan iddiaları destekleyen bazı araştırmalar mevcuttur. 2001 tarihinde tarafından yayınlanan bir araştırmaya göre, analistlerin, yatırım bankacılarının yarattıkları etkiler nedeniyle bir menkul kıymet hakkında nadiren “sat” tavsiyelerinde bulunmaktadırlar.⁴ Ortaya çıkan istatistiklere göre verilen yatırım tavsiyelerinin sadece %1.4'lük kısmı hisse senetlerinin satılması yönünde olmuştur. Aynı araştırma sonuçlarına göre, al tavsiyelerinin sat tavsiyelerine oranının on yıldan daha kısa bir süre içinde 11 katına yükseldiği görülmüştür.

⁴ New York Law Journal'da 19 Temmuz 2001 tarihinde yayınlanan söz konusu araştırmaya göre analistlerin verdikleri yatırım tavsiyelerinden %29'u şiddetle al, %37'si al, %31'i tut, %1'i sat ve %0.4'ü sat şeklinde olmuştur.

Yapılan başka bir araştırma sonuçlarına göre⁵ de yatırım bankacılığı hizmetleri sunan aracı kuruluşlar için çalışan analistlerin, bu tür hizmetler sunmayan kuruluşlar tarafından isithdam edilen analistlere göre %6 daha yüksek kazanç tahmininde ve %25 daha fazla al tavsiyelerinde bulduklarını göstermektedir.

Araştırmalardan elde edilen sonuçlara göre, analistlerin olumsuz bir yatırım tavsiyesinde bulunma konusunda oldukça isteksiz davrandıkları ve verilen tavsiyelerin objektifliğinin ve doğruluğunun yatırım bankacılığı ilişkileri nedeniyle zedelendiği ortaya çıkmaktadır. Çin Seddi uygulamaları analistleri bağımsızlaştırarak ve yatırım bankacılığı birimlerinin baskısından kurtararak çıkar çatışmalarının oluşmasını engellemede yardımcı olmaktadır.

Çin Seddi yaklaşımının sağladığı avantajların yanında bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Çin Seddinin içerden öğrenilen bir bilginin paylaşımını engellemede gösterdiği başarı, bambaşka bir sorunun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Aracı kuruluşlar sadakat borcu ve müşteri menfaatlerinin korunması ilkesi çerçevesinde, müşterisinin gerçekleştireceği işlemle ilgili olarak sahip olduğu tüm bilgileri açıklamakla yükümlüdür. Çin Seddi, tam hizmet sunan bir aracı kuruluşun müşterilerine karşı yükümlü olduğu sadakat borcunu yerine getirmesini engelleyici bir faktör olabilmektedir (Poser.1997:2).

Slade vs. Shearson vakası, Çin seddi uygulamasının yukarıda belirtilen dezavantajını ortaya koyması bakımından önemli bir örnektir. Olayda, Tidal Denizyolları şirketinin tanker filosunun çökmesi nedeniyle ciddi zararlar beklendiği bilgisi şirketin hisselerini halka arz eden yüklenimciler tarafından öğrenilmiş, ancak Shearson şirketindeki Çin Seddi uygulaması nedeniyle, bu bilgiler satış bölümünden saklanmış ve satış biriminin tavsiyesi üzerine hisselerden satın alan bir yatırımcı önemli bir bilgiyi kendisinden saklayarak menfaatlerini korumadığı gerekçesiyle şirket aleyhine dava açmış, mahkeme Shearson'un içerden öğrenilen biri bilginin yasa nedeniyle kullanılamayacağı yönündeki savunmasını kabul etmeyerek, şirketin bilinçli bir tercih olarak birbiriyle çatışan roller üstlendiğini, bu nedenle bir tarafın çıkarlarını korurken diğer tarafın menfaatlerini gözardı edemeyeceğine karar vermiştir.

⁵Reporting, Accounting Oversight: Hearings Before the Senate Banking Housing and Urban Affairs

Slade vakası düzenleyici kurumlar açısından kesin bir kuralın benimsenmesi sonucunu doğurmamış olmakla beraber, aracı kuruluşların “jackpot” adı verilen potansiyel ikilemi yaşayabileceklerini göstermiştir. Aracı kuruluşlar bir taraftan kurumsal müşterileri hakkındaki bilgileri saklamakla yükümlü iken, diğer taraftan işlem yapan bireysel müşterilerine işlemi etkileme özelliği olan her türlü bilgiyi açıklamak durumundadırlar. Bu durum aracı kuruluşun çözüm getiremeyeceği bir ikilemi yaratmaktadır.

Çin Seddi birimler arası iletişimi kopardığı için, birçok başka avantajın kaybedilmesine de neden olduğu iddia edilmektedir. Maliyet tasarrufları, kolektif düşünme imkanları, birimler arası entegrasyonun sağlayacağı sinerji ortamı gibi avantajlar kullanılmayacaktır. Analistler şirketlerle ilgili yapacakları araştırmalarda yatırım bankacılığı biriminin sahip olduğu bilgileri kullanamayacaklar, ekstra maliyetler üstlenerek halihazırda aracı kuruluş bünyesinde sahip olunan bilgilerde mükerrerlik oluşma ihtimali ortaya çıkabilecektir.

4.2. İzleme ve Sınırlama Listeleri (Watch Lists-Restricted Lists)

Slade olayındakine benzer şekilde çatışan sorumluluklar ikileminde kalan aracı kuruluşlar için sınırlama listeleri kullanmaları salık verilmektedir. Buna göre şirket çalışanları, özellikle analistler, listeye alınan bir menkul kıymetle ilgili herhangi bir tavsiyede bulunamayacak, müşterinin menkul kıymetle ilgili sorgulama yapması durumunda, şirket menkul kıymetle ilgili herhangi bir yorumunun ya da tavsiyesinin olmadığını açıklayacaktır.

Bir menkul kıymetin listeye alınması, şüphesiz, menkul kıymeti ihraç eden şirketle ilgili yeni bir bilginin elde edildiği anlamına gelecektir. Listeye alınan menkul kıymetle ilgili herhangi bir tavsiyenin yapılmaması, ihraççı şirket hakkında olumsuz bir gelişmenin bulunduğunu da ortaya koyacaktır. SEC problemin çözümü ile ilgili olarak menkul kıymetin “içerden bir bilginin ortaya çıkma ihtimali olduğu an”dan itibaren listeye konulmasını önermiş ancak önerinin kesinlik içermemesi ve sorumluluk durumunun belirlenmemesi nedeniyle sorunu ortadan kaldırmamıştır.

Sınırlama Listelerine ilave olarak aracı kuruluşlar belirli menkul kıymetlerin alım satım gözetiminin gerçekleştirildiği izleme listeleri oluşturmaktadırlar. Ancak

bu listeler çıkar çatışmalarının ve içerden öğrenenlerin ticareti suçunun oluşumdan sonra etkili olması nedeniyle etkin yöntemler olarak kabul edilmemektedir.

4.3. Discount Brokerlar

Discount Brokerler sadece müşteri emirlerini Borsaya ileten ve takas işlemlerini gerçekleştiren, halka arza aracılık, araştırma ve yatırım danışmanlığı gibi yatırım hizmetleri sunmayan çok düşük bir sermaye gereksinimi ile faaliyet gösteren araçlardır. Özellikle müşterilerden alınan komisyon oranlarının serbest bırakılması ve internet üzerinden sunulan aracılık hizmetlerinin gelişimi ile birlikte ivme kazanan discount brokerlar, müşterilerine yatırım danışmanlığı hizmeti vererek alım satım imkanı tanıyan tam hizmet aracı kurumlarından daha düşük düzeyde komisyon ücretleri ile hizmet sunmaktadırlar.

Discount Brokelerin müşteriler açısından en önemli dezavantajı yatırım danışmanlığı hizmeti alamamalarıdır. Discount Broker ile çalışan bir müşteri hangi hisse senedine yatırım yapılması gerektiği hakkında danışmanlık hizmeti almak isterse tam hizmet sunan bir aracı kuruma ya da danışmanlık hizmeti alabileceği başka bir kuruma müracaat etmesi gerekecektir. Ancak daha yüksek bir maliyet üstlenilecek olmasına karşın, bağımsız araştırma şirketlerinden elde edilecek rapor ve tavsiyelerle discount broker üzerinden işlemin gerçekleştirilmesi müşteriler açısından optimum çözüm olarak gözükmektedir. Yatırımcı hem daha düşük bir komisyon karşılığında alım satım işlemi gerçekleştirebilecek hem de aldığı yatırım tavsiyelerinin objektifliği ve doğruluğu konusunda kendisini daha güvende hissedecektir. Bu mekanizmanın analistlerin çıkar çatışmalarını da azaltıcı bir rol üstlenebileceği düşünülmektedir.

4.4. Bilginin Tam Olarak ve Konuya İlişkin Açıklanması (Kamuyu Aydınlatma)

Aracı kuruluşların yaşadığı çıkar çatışmalarını azaltıcı yöntemlerden biri olarak da piyasalar, ihraççı kuruluşlar vb. hakkındaki bilgilerin müşterilerle paylaşılması önerilmektedir. Böylelikle verilen tavsiyelerle ilgili her türlü bilgiye ulaşacak olan müşterilere, verilen yatırım tavsiyelerinin ve araştırma raporlarının güvenilir olup olmadığının kararını kendilerinin vermesine imkan tanınmış olacaktır. Daha sıkı kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin, yatırımcıları, analistler tarafından

verilen yatırım tavsiyeleri hakkında etraflıca düşünme ve tavsiyeyi hemen kabul etme yerine kendi analizlerini oluşturmaya teşvik edeceği düşünülmektedir.

V. ÇIKAR ÇATIŞMALARI VE KONUYA İLİŞKİN DÜZENLEMELER

Dünyadaki gelişmiş sermaye piyasalarında yaşanan hızlı değişimlere ve yatırım yapılabilecek sermaye piyasası araçlarının sayısındaki artışa bağlı olarak, bu piyasalarda yatırım yapan tasarruf sahiplerinin sayısında son dönemlerde hızlı bir artış meydana gelmiş, yatırımcı potansiyelinden yararlanmak isteyen finansal araçlar, sundukları hizmetlerin çeşitliliği artırarak, ölçek ekonomilerinden yararlanmalarına ve gelirlerini artırmalarına imkan veren politikalar benimsemeye başlamışlardır.

Farklı niteliklere ve çıkarlara sahip müşterilere hizmet götürme stratejileri, finansal araçları, alım satım hizmetlerinin yanında halka arza aracılık ile yatırım danışmanlığı hizmetlerini de sunan tam hizmet aracı kuruluş biçimindeki örgütlenme modelini benimsemelerini zorunlu kılmıştır.

Aracı kuruluşların çeşitli hizmetleri bir arada sunma politikaları, çeşitli çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasına, müşteri menfaatlerinin zedelenmesine ve sermaye piyasalarına olan güven duygusunun azalmasına yol açabilmektedir. Özellikle son yıllarda, aracı kuruluşlar tarafından yatırım danışmanlığı hizmetlerinin sunulması için istihdam edilen finansal analistler çeşitli çıkar çatışmaları ile karşı karşıya gelmekte ve sunulan yatırım danışmanlığı hizmetlerinin objektifliği ve kalitesi ciddi olarak sorgulanmaya başlanmıştır. Düzenleyici otoriteler ve diğer sermaye piyasası kuruluşları ortaya çıkan sorunların çözümü için mevcut düzenlemelerini gözden geçirmeye ve yeni yaklaşımlar benimsemeye başlamışlardır.

5.1. Finansal Analistlerin Çıkar Çatışmalarına İlişkin IOSCO Tarafından Benimsenen İlkeler

IOSCO Teknik Komitesi, üye ülkeler nezdinde analistlerin karşı karşıya kaldığı mevcut ve olası çıkar çatışmalarının değerlendirilmesi, mevcut düzenleme, uygulama ve standartların belirlenerek alınması gereken tedbirlere ilişkin bir rapor hazırlanması konusunda 2003 yılında bir Analist Proje Takımı⁶ oluşturmuştur.

⁶ Analist proje Takımı Japonya temsilcisi başkanlığında, Kanada, Fransa, Almanya, Hong Kong, İtalya, Portekiz, İspanya, İsviçre, Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Avustralya temsilcilerinden oluşmaktadır.

Analist Proje Takımı tarafından hazırlanan “*Report on Analyst Conflicts of Interest*” isimli rapor, teknik komite tarafından onaylanmış ve Teknik Komite 25.09.2003 tarihinde konu ile ilgili olarak yeni düzenleme önerileri ve prensipleri getirmiştir.

IOSCO Teknik Komitesi analistlerin çıkar çatışmalarının ortadan kaldırılması, yönetilmesi veya açıklanması çerçevesinde aşağıda belirtilen ilkeleri benimsemiştir.

1. *Analist Faaliyetleri ve Finansal Çıkarlarla İlgili Olarak;*

Analistlerin faaliyetlerinin veya finansal çıkarlarının, gerçekleştirilecek araştırma ve sunulacak yatırım tavsiyelerini peşin hükümlü olmaktan alıkoyacak mekanizmaların oluşturulması gerekmektedir. Bunun gerçekleştirilebilmesi için;

a. Analistlerin, araştırdıkları ihraççı bir kuruluşun menkul kıymetleri ile ilgili olarak yatırımcılara verdikleri tavsiyelerin tersi yönünde kendi hesaplarına alım satım yapmaları, istisnai durumların haricinde, yasaklanmalı,

b. Analistlerin ihraççıların teftiş birimlerine hizmet sağlayıcı bir konumda bulunması durumunda şirket hakkında araştırma yapması engellenmeli, analistle ihraççı kuruluş çalışanları arasında herhangi bir ilişki mevcutsa durum açıklanmalı,

c. İhraççı bir kuruluş veya menkul kıymetleri ile ilgili araştırma raporu yayınlanmadan önce o şirketin enstrümanlarının alım satımı yasaklanmalı,

d. Aracı kuruluşun ya da istihdam edilen analistin araştırılan şirketle ilgili herhangi finansal çıkarının veya pozisyonunun olması durumunda konu ile ilgili olarak kamunun aydınlatılması gerekmektedir.

2. *Şirketin Finansal Çıkarları ve İş İlişkileri İle İlgili Olarak;*

Analistlerin araştırma raporlarının ve tavsiyelerinin, işveren şirketin diğer faaliyetleri, finansal çıkarları veya iş ilişkilerinden olumsuz etkilenmesine yol açmayacak mekanizmaların oluşturulması zorunludur. Bunun sağlanması için; şirket, analistinin incelediği bir menkul kıymetle ilgili olarak piyasa yapıcılığı rolünü üstlenmişse veya şirketin ihraççı nezdinde önemli bir finansal çıkarı varsa konu hakkında kamunun aydınlatılması,

3. *Analistlerin Raporlama ve Ücretlendirilmeleri İle İlgili Olarak;*

Analistlerin raporlama düzenlerinin ve ücret anlaşmalarının mevcut veya potansiyel çıkar çatışmalarını ortadan kaldırıcı veya sınırlandırıcı bir çerçeve içine oturtulması gerekmektedir. Bunun için;

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

b. Şirket içi raporlama hatlarının korunması sağlayan ve analistlerin bağımsızlığını koruyan ücretlendirme politikalarının benimsenmesi,

c. Yatırım bankacılığı birimlerinin, araştırma raporlarının yayınlanmadan önce verilerin doğruluğunun gözden geçirilmesi dışında, analistlerin raporlarına ön onay vermesinin engellenmesi gerekmektedir.

4. Şirketin Uyum Sistemleri ve Üst Yönetimin Sorumluluğu İle İlgili Olarak;

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

5. Dış Etkilerle İlgili Olarak;

İhraççı şirketlerin, kurumsal müşterilerin ve diğer üçüncü kişilerin analistler üzerindeki haksız etki ve baskıların ortadan kaldırılması veya yönetilmesi gerekmektedir. Bunun sağlanabilmesi için,

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

b. Kanunun veya mevcut düzenlemelerin yasakladığı durumlar haricinde, sunulan materyal bilgilerin sunulması bakımından analistler arasında ayrımcılık yapılmasının yasaklanması gerekmektedir.

6. Kamunun Aydınlatılmasındaki Açıklık, Spesifiklik ve Çarpıcılıkla İlgili Olarak;

Mevcut ve Potansiyel Çıkar Çatışmaları ile ilgili olarak yapılacak durum açıklamalarının tam, zamanında, açık, özlü, spesifik ve çarpıcı olması gerekmektedir.

7. Doğruluk ve Etik Davranma İle İlgili Olarak;

Analistlerin yüksek doğruluk standartlarına tabi kılınması gerekmektedir. Yapılan yorum ve tavsiyelerin mantıklı, kendi içinde tutarlı ve çeşitli kanıtlarla desteklenebilir olması zorunludur. Yüksek doğruluk standartlarının sağlanabilmesini teminen;

a. Analistlerin ve onları istihdam eden şirketlerin dürüst davranmalarını ve müşterileri çıkarlarını gözetirken adil davranmalarını sağlayıcı yasal yükümlülüklerin getirilmesi, yanılıcı ve yanlış yönlendirici hareket tarzlarının yasaklanması,

b. “Fit or Proper” tarzında uygunluk düzenlemelerinin oluşturulması, suç sabıkası bulunan kişilerin analist olarak istihdam edilmesinin ve analistlerin belirli bir süre için yada süresiz olarak uzlaşmış doğruluk kuralları çerçevesinde istihdam edilmelerinin yasaklanması,

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

d. Medya aracılığı ile ihraççılar hakkında yorumlarda bulunurken veya yatırım tavsiyelerinde bulunurken lisanslama ve statüleri hakkında açıklamada bulunulması, verilen tavsiyelerde kullanılan kavramların tanımlanması,

e. Karşılaştırmalı bir yöntemle (yüzesel veya oransal olarak) belirli bir dönem içerisinde verilen yatırım tavsiyelerinin (al, sat veya tut gibi) açıklanması,

f. Geçmişte bir menkul kıymetle ilgili olarak yapılan hedef fiyat tahminleri ile tahminin yapıldığı tarihten sonra belli bir süre içinde menkul kıymetin fiyatının seyrinin karşılaştırmalı olarak analistlerce ilan edilmesi,

g. Araştırma raporlarında, verilen tavsiyelerin hangi varsayımlara dayandığı ve bu varsayımlarda meydana gelen değişimlerin sonucu nasıl etkileyebileceğine ilişkin yatırımcıların anlayabileceği nitelikte bir duyarlılık analizine yer verilmesi gerekmektedir.

8. Yatırımcı Eğitimi ile İlgili Olarak;

Analistlerin çıkar çatışmalarının yönetilmesi ile ilgili olarak yatırımcı eğitimine gereken önemin verilmesi zorunludur. Yatırımcılar sadece analist tavsiyesi üzerine yapılan bir yatırımın kendi finansal koşulları içinde doğru ve yeterli olduğuna güvenmemeli, kamuyu aydınlatma prensipleri çerçevesinde, yatırımcılar verilen yatırım tavsiyelerini ve potansiyel çıkar çatışmalarını daha iyi değerlendirme konusunda teşvik edilmeli ve bilinçlendirilmelidir.

5.2. AB Komisyonu Forum Grubu’nun 2003 tarihli Prensip Kararları

AB Komisyonu, 2002 yılının Nisan ayında AB ülkeleri finans bakanlarının çağrısı ile finansal analistlerin sermaye piyasalarındaki rolü ve piyasalara daha etkin

katılımlarını sağlamak için alınması gereken tedbirler hakkında araştırma yapılması için Forum Grubunu oluşturmuştur. Forum Grubu Eylül 2003'de çalışmalarını tamamlamış ve yatırım araştırmalarının üretimi ve sunulması ile ilgili beş temel ilkeyi belirlemiştir.

➤ *Açıklık*: Araştırma adil, açık olmalı, yanıltıcı olmamalıdır.

➤ *Liyakat, Etik Davranma ve Kişisel Dürüstlük*: Araştırma hizmeti ehliyetli analistler tarafından özen, doğruluk ve gerekli çaba ile sunulmalı ve hizmeti sunanın kendi görüşleri yansıtılmalıdır.

➤ *Uygunluk ve piyasa bütünlüğü*: Araştırmalar çeşitli kategorilerde sınıflanmış olan yatırımcılar dikkate alınarak sunulmalı ve piyasa bütünlüğünün korunmasına dikkat edilmelidir.

➤ *Çatışmadan kaçınma, önleme ve yönetim*: Analistleri istihdam eden şirketler kişisel ve kurumsal çıkar çatışmalarını önleyici ve çözümleyici sistemler ve kontrol mekanizmaları oluşturmalıdır.

➤ *Kamuyu aydınlatma*: Kişisel ve kurumsal her türlü çıkar çatışması açıkça duyurulmalıdır.

5.3. AB'nin 2003/125/EC sayılı Direktifi

AB Komisyonununun 22.12.2003 tarihli yatırım tavsiyelerinin adil olarak sunulması ve çıkar çatışmalarının kamuya duyurulması hakkındaki 2003/125/EC sayılı direktifi ilan edilmiş ve söz konusu direktif 24.12.2003 tarihli AB Resmi Gazetesinde yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Üye ülkelerin direktifle birlikte getirilen kural ve düzenlemeleri kendi mevzuatlarında uyumlaştırmaları için en geç 12.10.2004 tarihine kadar süre verilmiştir.

Direktifte kullanılan temel kavramların tanımlandığı ve genel hükümlerin belirtildiği bölümler dışında 2 tane bölüm bulunmaktadır.

➤ Tavsiyelerin Oluşturulması (production of recommendations)

➤ Üçüncü kişilerce üretilen tavsiyelerin sunulması (dissemination of production of third parties)

Tavsiyelerin üretimi bölümünde tavsiyeleri hazırlayan kişilerin kimlikleri, tavsiyelerin adil olarak sunulması için gereken genel standartlar ve yükümlülükler ile çıkarların ve çıkar çatışmalarının duyurulması ile ilgili standartlar ve yükümlülükler ile ilgili maddelere yer verilmiştir. Tavsiyelerin üretimi ile ilgili olan maddelerde;

➤ Üye ülkeler yatırım tavsiyesinden sorumlu olan gerçek veya tüzel kişinin kimliğinin açık olarak duyurulmasını sağlayıcı düzenlemeleri gerçekleştirmekle yükümlüdür. Yatırım tavsiyesi veren bir yatırım şirketi veya kredi kuruluşu ise bağlı olduğu düzenleyici otoritenin; bunların dışında biri tarafından tavsiyede bulunuluyorsa tabi olunan öz düzenleyici standartlar veya faaliyet kuralları referans olarak belirtilmelidir.

➤ Üye ülkelerde yatırım tavsiyesi sunulması hizmeti ile ilgisi olan herkesin aşağıda belirtilen esaslara uyması gerekmektedir.

-Tavsiyelerdeki yorum, tahmin, fikir ve benzeri somut olmayan (non-factual) bilgiler ile gerçek durum kesin bir biçimde ayrıştırılmalıdır.

-Tavsiye ile ilgili tüm kaynakların güvenilir olması, şüphe olması halinde açıkça belirtilmesi gerekmektedir.

-Tavsiyeler oluşturulurken kullanılan varsayımların belirtilebilmesini teminen tüm projeksiyonlar, tahminler ve fiyat hedeflemeleri sınıflandırılmalıdır.

➤ Düzenleyici otoritelerin talebi halinde, sunulan herhangi bir yatırım tavsiyesinin sağlam ve mantıklı bir altyapıya sahip olduğunun kanıtlanabilir olması gerekmektedir.

➤ Temel faaliyeti yatırım tavsiyesi sunmak olan bağımsız analistler, yatırım şirketleri, kredi kuruluşları ve diğer kişiler tavsiyelerinde kullandıkları kaynakları belirtmeli, finansal enstrüman veya ihraççı şirketlerin analizinde kullanılan değerlendirme metodları yatırımcıların anlayabileceği şekilde özetlenmelidir.

➤ İhraççı kuruluş ya da menkul kıymetle ilgili verilen yatırım tavsiyesinin değiştirilmesi durumunda (12 aylık dönem içinde) tavsiyenin değiştirildiği ve önceki tavsiyenin ne olduğu belirtilmelidir.

Sahip olunan çıkarlar ve çıkar çatışmaları ile ilgili olarak;

➤ Tavsiyenin hazırlanması ile ilgili olan kişiler, tavsiyenin objektifliğine zarar verebilecek olan her türlü ilişki veya durumu, özellikle yatırım tavsiyesinin konusunu oluşturan finansal enstrümanlarla ilgili önemli çıkarların ve ihraççı ile ilgili çıkar çatışmalarının açıklanması zorunludur.

➤ İhraççı kuruluş ile yatırım tavsiyesi sunan kişiler arasındaki ortaklık ilişkileri %5'in üzerinde bir pay sahipliği şeklinde ise bu durum açıklanmalıdır.

➤ Uygulaması varsa, ihraççı şirketin hisse senetleri için piyasa yapıcı veya likidite sağlayıcı olarak çalışanların durumu açıklaması gerekmektedir.

➤ Yatırım şirketleri ve kredi kuruluşları çıkar çatışmalarının önlenmesi ve bunlardan kaçınılması için yürürlüğe koydukları şirket içi örgütsel ve idari düzenlemeleri (enformasyon paylaşımını engelleyici düzenlemeler de dahil olmak üzere) genel hatları ile açıklamakla yükümlüdürler.

➤ Yatırım şirketleri ve kredi kuruluşları, üçer aylık dönemler itibarıyla, al, sat, tut ve benzeri kavramlarla sunulan yatırım tavsiyelerinin ve son 12 aylık dönem içinde yatırım bankacılığı hizmetleri sunulan ihraççı kuruluşların kategoriler itibarıyla oranlarını açıklamak zorundadırlar.

Üçüncü kişilerce üretilen yatırım tavsiyelerinin sunulması ile ilgili olarak;

➤ Yatırım tavsiyeleri sunan bir kişi kendi sorumluluğu altında üçüncü bir kişi tarafından üretilen bir tavsiyeyi sunuyorsa, tavsiye ile birlikte söz konusu tavsiyeyi hazırlayan kişiyi belirtmek zorundadır.

➤ Üçüncü bir kişi tarafından hazırlanan yatırım tavsiyesini sunan kişi veya kuruluşlar bu tavsiye üzerinde önemli bir değişiklik yapmışlarsa, değişikliği detaylı olarak belirtmelidirler. Değişiklik, yatırım tavsiyesinin yönü konusunda ise (al tavsiyesinin tut yönünde değiştirilmesi gibi) bu kişi ve kuruluşlar kendi tavsiyesini sunanların tabi olduğu kamuyu aydınlatma hükümlerine tabi olacaktır.

5.4. Yurtdışı Düzenlemeleri

Sermaye piyasalarını düzenleyici otoritelerinin ortak ilkelerinden bir tanesi piyasaların etkin ve kararlılık içinde çalışmasını ve yatırımcıların sermaye piyasalarına güven duymalarını sağlamaktır. Ancak özellikle son dönemlerde başta ABD olmak üzere çeşitli ülkelerde sunulan yatırım danışmanlığı hizmetlerinin kalitesi ve güvenilirliği, yaşanan çıkar çatışmaları ve analistlerin çatışan roller üstlenmelerinden kaynaklanan nedenlerle sorgulanmaya başlanmıştır. Yatırımcıların piyasalara duyduğu güvenin sarsılmasına yol açabilecek nitelikteki gelişmeler düzenleyici kuruluşları çeşitli tedbirler almaya yöneltmektedir.

5.4.1. Amerika Birleşik Devletleri

SEC 2002 yılının Mayıs ayında, NYSE ve NASD tarafından teklif edilen, analistlerin çıkar çatışmaları ile ilgili olarak kamunun aydınlatılması ve analistleri

çeşitli konularda sınırlayan kural değişikliklerini kabul etmiştir. Getirilen kural değişiklikleri ile birlikte;

- Bir şirketin hisselerinin halka arzında aracılık eden aracı kuruluşun arzı takip eden 40 gün boyunca söz konusu şirket ve hisseleri ile ilgili araştırma raporu yayınlaması yasaklanmış,

- Yatırım bankacılarının analistleri denetlemeleri yasaklanmış, analistlerin ücretleri ile belirli yatırım bankacılığı işlemleri arasında doğrudan ilgi kurulması engellenmiş,

- Analistlerin, şirketin incelenen sektör içinde faaliyet göstermesi halinde halka arz öncesi yatırımda bulunması, araştırma raporunun yayınlanmasından 30 gün önce ve yayımı takip eden 5 gün boyunca alım satımda bulunması ve son verdikleri yatırım tavsiyelerinin tersi yönünde işlem yapmaları yasaklanmış,

- Analistler kendi portföylerinde şirket hissesi bulundurup bulundurmadıklarını ve onları istihdam aracı kuruluşlar da ay sonları itibariyle bir şirketin %1'den fazlasına sahip iseler durumu kamuya ilan etme zorunluluğu getirilmiştir.

SEC 2003 Nisan'ında analistlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine yeni eklemeler yapan "Regulation on Analyst Certification" düzenlemesini kabul ederek yürürlüğe sokmuştur. Söz konusu düzenleme çerçevesinde, analistler araştırma raporlarında belirtilen görüş ve tavsiyelerin kendilerine ait olduğuna dair ve kendilerine verilen ücretlerin verilen tavsiyelerle doğrudan ilişkili olup olmadığı hususunda açık bir beyanda bulunacaklardır. Ayrıca NASD'nin araştırma analistlerinin sahip olmaları gereken niteliklerine ve sınav yükümlülüklerine ilişkin yeni düzenlemeleri de SEC tarafından kabul edilerek 30.03.2004 tarihinden itibaren yürürlüğe girmiştir.

5.4.2. İngiltere

FSA çıkar çatışmaları problemi ile ilgili olarak, ilki Temmuz 2002 'de olmak üzere 3 tane ayrı araştırma metni yayınlayarak konuyu tartışmaya açmış, Ekim 2003 tarihinde yayınlanan CP205 metni ile çatışma yönetiminin standartları ve bu standartların uygulanması ile ilgili prensiplerini belirlemiştir.

Söz konusu prensipler çerçevesinde FSA düzenlemelerine tabi şirketler analistlerinin tavsiyelerinde ve araştırma raporlarında objektif davranmasını teminat

altına alan politikaları belirleyecek ve uygulamaya koyacaklardır. Şirketler politikalarını ve politikaların uygulanması için gerekli prosedürlerini 01.07.2004 tarihinden önce belirleyerek yürürlüğe koyacaklardır. Politikalarını belirlemeyen şirketler araştırma ve tavsiyelerinin objektif olduğunu iddia edemeyeceklerdir.

5.4.3. Japonya

Japonya'daki sermaye piyasalarının düzenleyici kurumlarından biri olan JSDA menkul kıymet analistlerinin yükümlülükleri ile ilgili 2002 yılında getirilen kuralları 2004 yılının Mart ayı içinde geliştirmiştir.

IOSCO'nun analistlerin çıkar çatışmaları ile ilgili olarak benimsediği prensipler ve Japon menkul kıymet gözetim komisyonunun düzenleyici kurum olan FSA (Financial Services Agency)'e bağımsız analistlerin yaşadığı çıkar çatışmalarının çözümlenmesine duyulan ihtiyaca ilişkin tavsiyesi üzerine söz konusu yükümlülüklerde ağırlaştırıcı hükümler benimsenmiştir.

5.5. SPK'r Düzenlemeleri

SPK'r'nun Seri:V, No:46 Tebliği'nin 11 nci maddesinin (b) bendinde, aracı kuruluşların sermaye piyasası faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında, müşterilerinin çıkarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek dürüst davranmaları, bu amaç doğrultusunda müşterileriyle olan ilişkilerinde çıkar çatışmalarını önlemeye çalışmaları ve buna uygun bir organizasyon oluşturmaları, doğrudan veya dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşterilerinin menfaatini gözetmeleri, müşterileri arasındaki çıkar çatışmalarının önlenememesi halinde müşterilerine adil davranmaları gerektiği hükme bağlanmıştır.

Seri:V, No:55 sayılı Tebliğ'in 11 nci maddesinin (e) bendinde de yukarıda belirtilen hüküm korunarak yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında yetkili kurumların doğrudan veya dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşterisinin menfaatini gözetmekle, müşteriler arasındaki çıkar çatışmalarının önlenememesi halinde ise müşterilerine adil davranmakla yükümlü oldukları belirtilmiştir. Anılan maddede ayrıca yetkili kuruluşların yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında;

a) Müşterilerine gerçek dışı, yanlış, yanıltıcı veya abartılmış bilgilere dayalı tavsiyelerde bulunamayacakları,

b) Yatırım tavsiyelerini, güvenilir belge, destekleyici rapor ve analizlere dayandırmak zorunda oldukları,

c) Müşterilerinin mali durumunu, yatırım amaçlarını, likidite, getiri ve risk tercihlerini dikkate alarak en uygun yatırım kararını almalarını sağlayacak yönde tavsiyede bulunacakları,

d) Verilen yatırım tavsiyeleri ile ilgili olarak müşterilere önceden saptanmış belli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir garanti veremeyecekleri,

e) Yazılı, görsel veya işitsel biçimde müşterilere duyurulacak ve yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarını, müşterilerine duyurmadan önce kendileri veya üçüncü şahıslar lehine kullanamayacakları

hükme bağlanmıştır.

Tebliğ kapsamında yatırım danışmanları ve onları istihdam eden yetkili kurumlar faaliyetin yürütülmesi sırasında dört temel ilkeye sahip olmaları gerekmektedir.

1. Mesleki yeterlilik ilkesi
2. Bağımsızlık ilkesi
3. Mesleki özen ve titizlik ilkesi
4. Sır saklama

Mesleki yeterlilik ilkesi, yatırım danışmanı olarak görevlendirilen personelin lisans düzeyinde ve sonrasındaki eğitim ve öğretimi ile mesleki deneyimlerin yatırım danışmanlığı yapabilecek düzeyde olmasını; bağımsızlık ilkesi, yetkili kurumların ve yatırım danışmanlarının faaliyetlerinde bağımsız dürüst ve tarafsız olmasını; mesleki özen ve titizlik ilkesi, dikkatli ve basiretli bir yatırım danışmanının aynı koşullar altında ayrıntılara vereceği önemi, göstereceği dikkat ve gayreti; sır saklama ise yetkili kurumlar ile yatırım danışmanlarının işleri dolayısıyla öğrendikleri sırları açıklayamamalarını ve bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamamalarını ifade etmektedir.

5.6. Ülkemizdeki Mevcut Durum ve Düzenlemelerin Değerlendirilmesi

Sermaye piyasalarının gelişimi ile birlikte yatırım danışmanlığı hizmetlerinin de öneminin artacağı düşünülmektedir. Mevcut durumda faaliyette bulunan 160 aracı kuruluşun 3 tanesi yatırım bankası 55 tanesi aracı kurum olmak üzere toplam 58 aracı kuruluşun yatırım danışmanlığı yetki belgesi bulunmaktadır.

SPKı düzenlemeleri uyarınca, aracı kurumların yanı sıra sadece portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen bankalar yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilmektedirler. 31.05.2004 tarihi itibarıyla 36 tane mevduat toplama yetkisi olan ticari bankanın sermaye piyasalarında faaliyet gösterdiği ve yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunma yetkileri olmadığı düşünüldüğünde, yetkisi olan aracı kuruluşların %47 lik kısmının söz konusu faaliyeti yürüttükleri görülmektedir. Sermaye piyasası araçlarındaki çeşitliliğinin ve yatırımlarını bu piyasalarda değerlendirmek isteyen tasarruf sahiplerinin artması ile birlikte yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen yatırımcıların ve bu hizmeti sunmak isteyen kuruluşların sayısının önümüzdeki dönemlerde çoğalacağı düşünülmektedir.

Ancak ülkemizde aracı kuruluşlar yatırım danışmanlığı hizmetini Seri:V, No:55 Tebliği hükümlerinden ziyade alım satım aracılığı kapsamında bir yan hizmet olarak sunmaktadırlar. Bu nedenle ortaya çıkan çıkar çatışmalarının sunulan hizmetin kalitesi ve güvenilirliğini ne ölçüde etkilediği tam olarak bilinmemektedir. Faaliyetin daha etkin yürütülebilmesini teminen, düzenleme ve uygulama açısından yapılması gerektiği düşünülenler aşağıda yer almaktadır.

5.6.1. Gözetim ve İçsel Denetim

Yatırım danışmanlığı faaliyetinin etkin bir şekilde sürdürülebilmesi, yetkili kuruluşların ve analistlerin hizmet sundukları müşterilerine adil, objektif ve etik normlara uygun davranması ile mümkündür. Ancak çalışmamızın önceki bölümlerinde de değinildiği üzere, başta ABD olmak üzere ülke uygulamalarında özellikle tam hizmet sunan aracı kuruluşların kurumsal ve bireysel müşterilere eşzamanlı hizmet sunmaları ve üstlendikleri rollerin çatışma potansiyeli taşımalarından kaynaklanan nedenlerle, araştırma ve yatırım tavsiyelerinde müşteri çıkarlarının ihlaline neden olan sonuçlar doğmaktadır.

Kurum içi çıkar çatışmalarının yoğunlaşması sunulacak yatırım danışmanlığı hizmetinin kalitesinin düşmesine, yatırımcıların danışmanlık hizmeti aldıkları kurumlara olan güveninin sarsılmasına neden olacaktır. Bu durum kuruluşların çoğu zaman dikkate almadıkları müşteri kaybına yol açabilen itibar riski ile karşı karşıya bırakmaktadır. Menfaatinin korunmadığını düşünen yatırımcılar aracı kuruluşla olan ilişkisini keserek, başka bir aracı kuruluşa başvurmakta ya da sistemden çıkmaktadır.

Çıkar çatışmalarının önlenmesi ya da çatışmaların yönetimi (conflicts management) ilk etapta şirket içi düzenleme ve prosedürlerin oluşturulmuş olmasına ve gözetimin sağlıklı olarak işletilmesine bağlıdır. Bu çerçevede, yatırım danışmanlığı hizmeti sunan şirketlerin farklı alanlarında faaliyet göstermesinden ve analistlerin farklı görevler üstlenmelerinden kaynaklanan çatışmaların ortaya çıkması halinde ya da çıkar çatışmalarının önlenmesi için şirket ve analistlerin (yatırım danışmanları) çıkar çatışmalarının önlenmesi veya bu çatışmaların ortaya çıkması durumunda izlenecek politika ve prosedürleri ayrıntılı olarak oluşturmalarının ve gözetimini yapmalarının, sunulacak araştırma ve danışmanlık hizmetlerinin kalitesini artıracığı düşünülmektedir.

5.6.2. Hizmetin Gerçek Kişilerce de Sunulması

Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca faaliyetlerin sunulması kurumlarca gerçekleştirilmektedir. Kanun koyucunun sermaye piyasalarındaki işleyişin tüzel kişiler vasıtasıyla yürütülmesi gerektiği yönünde koyduğu ilke, piyasalara olan güveni sağlama ve yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmelerini teşvik etme amacını taşımaktadır. Öte yandan, AB düzenlemelerinde yatırım hizmetleri olarak ifade edilen sermaye piyasası faaliyetleri ve bu faaliyetleri yürütecek kuruluşlara ilişkin esasları düzenleyen 93/22/ECC sayılı direktif incelendiğinde, belirli koşulların yerine getirilmesi şartıyla gerçek kişilerin de yatırım şirketi tanımına dahil edildikleri görülmektedir.

Yatırım danışmanlığı hizmetinin niteliği incelendiğinde, sunulan hizmetin temel olarak bilgi olduğu, sahip olunan uzmanlık ve tecrübeye dayalı olarak yatırım tavsiyelerinde bulunulduğu ve araştırma faaliyetinin yürütüldüğü görülmektedir. Bu çerçevede, tüzel kişiliğe haiz olunmadan, gerçek kişilerce de faaliyetin yürütülmesinin mümkün olduğu düşünülmektedir. Çeşitli sermaye piyasası faaliyetlerinin yürütülmesinde birincil unsur olarak ortaya çıkan teknik ve operasyonel donanım, yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesinde uzmanlık bilgisi ve piyasalarla ilgili tecrübeden sonra gelen ikincil unsurlardır. Yatırım hizmetleri direktifinde yapılması düşünülen değişiklikte faaliyet için sermaye yeterliliği şartının aranmamasının öngörülmekte olduğu düşünüldüğünde, SPK'nun belirleyeceği asgari ve özel şartları taşıyan ve yine SPK'ı tarafından tescil edilerek

yetkilendirilecek bağımsız gerçek kişilerin de yatırım danışmanlığı hizmeti sunabileceği anlaşılmaktadır.

Bağımsız olarak yatırım danışmanlığı hizmeti sunacak gerçek kişilerin son derece itibarlı olmaları gerekmektedir. Bu çerçevede, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 9 uncu maddesinin (d) bendinde sayılan sabıkasız adli sicil, mali itibar, işlem yasaklı olmama şartları ve Seri:V, No:55 sayılı Tebliğ'de yatırım danışmanları için getirilen faaliyet esasları ile mesleki yeterlilik, bağımsızlık, mesleki özen ve titizlik ilkelerinin bağımsız gerçek kişiler için de geçerli olması gerekmektedir. Söz konusu yükümlülüklerin yanında sermaye piyasalarında ve yatırım danışmanlığı alanında asgari tecrübe şartının aranmasının, bağımsız olarak faaliyette bulunmak isteyen yatırım danışmanlarının SEC'nin kayda alma prosedürüne benzer bir şekilde ayrıntılı özgeçmiş, iletişim adresi, adli sicil, sunulacak hizmetlere ve tabi olunan düzenlemeler ve kuruluşlara ilişkin bilgilerin yer aldığı bir kayda alma formunu doldurarak tescil edilmelerinin, söz konusu formların sürekli güncellenerek kamuya duyurulmasının ve TSPAKB tarafından söz konusu kişilerin gözetiminin gerçekleştirilmesinin yatırımcıların faaliyetin şeffaf bir biçimde ve itibarlı kişilerce yürütüldüğüne dair güvenlerinin sağlanmasına yardımcı olacağı, yatırımcıların hizmet alabilecekleri seçeneklerin çoğalacağı ve rekabetin getireceği kalite ve maliyet avantajlarının sektöre dinamizm getireceği düşünülmektedir.

5.6.3. Yatırım Danışmanları ve Analistler Birliği

Ülkemizde yatırım danışmanlarının ve yatırım analistlerinin yaşadıkları mesleki sorunları gündeme getirebilecekleri ve yatırım danışmanlığı hizmetinin geliştirilmesi için yapılması gerekenlerin tartışıldığı bir platform bulunmamaktadır. Başta Avrupa ülkeleri olmak üzere çok sayıda ülkede yatırım araştırması, portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmetlerinde asgari etik normların ve mesleki standartların oluşturulmasında öncülük eden mesleki örgütler veya birlikler oluşturulmuştur. Avrupa Finansal Analistler Birliği Federasyonu (EFFAS) Avrupa'daki 14.000'den fazla yatırım uzmanının ve 20'den fazla Avrupa ülkesinin ulusal finansal analist birliğinin temsil edildiği, araştırma, varlık ve portföy yönetimi ile yatırım danışmanlığı alanlarında uluslararası düzeyde mesleki ve etik normların oluşturulmasında öncülük eden bir organizasyon olarak düzenleyici kuruluşlara yardımcı olmaktadır. Ülkemizde de sermaye piyasalarında faaliyet gösteren yatırım

danışmanlarının ve analistlerin temsil edildiği, mevcut sorunların tartışıldığı ve çözüm önerilerinin geliştirildiği, yatırım danışmanlığı hizmetlerinde asgari etik ve mesleki kuralların oluşturulmasına öncülük edebilecek ve yatırım danışmanlığı faaliyetinin Türkiye'deki gelişimine katkıda bulunabilecek bir yatırım danışmanları ve analistler birliğinin oluşturulmasının sektör açısından yararlı olacağı düşünülmektedir.

5.6.4. Yatırım Tavsiyelerinde Aydınlatıcı (Disclosure) Olunması

Seri:V, No:55 sayılı Tebliğ yatırım danışmanlığı faaliyetine ilişkin ilkeleri belirlerken, faaliyeti yürüten kurumların doğrudan veya dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşterilerinin menfaatini gözetmekle, müşteriler arasındaki çıkar çatışmalarının önlenememesi halinde ise müşterilerine adil davranmakla yükümlü olduklarını hükme bağlamıştır. Ancak yatırım danışmanlığı faaliyetinde çoğu zaman aracı kuruluşların diğer faaliyetlerinden kaynaklanan veya finansal ilişki içerisinde oldukları kuruluşların baskıları nedeniyle tavsiye ve araştırma hizmeti sunan yatırım analistleri çıkar çatışmalarına maruz kalmakta ve yanlış yönlendirici nitelikte tavsiyelerde bulunarak yatırımcıların mağduriyetine sebep olabilmektedir.

Çıkar çatışmalarının önlenmesini teminen ya da en azından önlenemeyeceğinin anlaşılması halinde içerisinde bulunulan durumun yatırım analisti veya danışmanı tarafından verilen tavsiye ile birlikte açıkça ortaya konulması objektifliğin ve adil davranma ilkesinin sağlanması bakımından önemli bir adım olacaktır.

Bu çerçevede;

➤ Aracı kuruluşun veya istihdam ettiği analistin tavsiye olarak sunduğu şirket veya menkul kıymetlerle ilgili finansal bir çıkarı mevcutsa veya kendi portföylerinde tavsiye olarak sunulan menkul kıymetler bulunuyorsa, tavsiyede bulunulan ilgili kişilere bu durumların açıklanmasının,

➤ Yatırım analistlerinin veya danışmanlarının çalıştıkları şirket bünyesinde farklı görevler üstlenmesinin önlenerek, sadece araştırma ve tavsiye hizmetinde bulunması ve ücretlerinin bu hizmetlere göre belirlenmesinin,

➤ Sunulan yatırım tavsiyelerinin tersi yönünde pozisyon alınmasının yasaklanmasının, analistlerin periyodik olarak bilgi ve etik normlara ilişkin sınavlara

tabi tutulmasının, analistlerin meslekten men edilme kurallarının belirlenmesinin sunulan yatırım danışmanlığı hizmetini daha bağımsız, objektif ve yatırımcı beklentilerini karşılayıcı bir niteliğe kavuşturacağı düşünülmektedir.

VI. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Finansal aracı kuruluşlar ve yatırım danışmanlığı hizmeti sunan diğer mali kurumlar ve istihdam ettikleri analistler sahip oldukları özel uzmanlık ve bilgiye daha hızlı ve etkin bir şekilde ulaşma ve yorumlama avantajıyla, çeşitli kaynaklardan üretilen bu bilgileri analiz ederek yatırımcılara yönlendirici nitelikte yatırım tavsiyeleri vermekte ve fonların hangi yatırım alanlarında değerlendirileceğinde belirleyici bir rol üstlenmektedirler.

Sahip olunan avantajların kullanımında doğruluk ve dürüstlük kuralları çerçevesinde hareket etmeleri beklenen bu kurum ve kişiler, şirket bünyesinde potansiyel olarak çatışabilecek faaliyetlerin sürdürülmesinden, analistlerin kurum içinde danışmanlık ve araştırma hizmetleri yanında başka görevler üstlenmelerinden, hakkında araştırma yapılan ve yatırım tavsiyelerinde bulunulan şirketlerle olan ticari ve benzeri çıkar ilişkilerden kaynaklanan nedenlerle araştırma ve danışmanlık hizmetlerinde objektifliği zedeleyici çıkar çatışmalarına maruz kalmakta ve yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güvenlerinin sarsılmasına yol açan tarzda eylemlerde bulunabilmektedirler.

2003 yılının Nisan ayında en büyük Wall Street şirketlerinden 10 tanesi ile SEC, New York Başsavcılığı, NASD ve NYSE'nin yapılan incelemeler neticesinde sözü edilen şirketlerin analiz ettikleri firmalarla ilgili olarak bu firmalara, yatırım bankacılığı hizmeti sunabilmek amacıyla, devamlı surette aşırı iyimser raporlar yayınlamaları nedeniyle toplam 1.4 milyar \$'ı aşan bir meblağın uzlaşma bedeli olarak bağımsız araştırma hizmetinin gelişimi ve yatırımcıların eğitilmesi için harcanması konusunda anlaşmaya varılmış olması; IOSCO, AB, FSA ve JSDA'nın yaşanan çıkar çatışmaları ile ilgili olarak yeni ilke ve düzenlemeleri uygulamaya koymaya başlamış olmaları, sorunun ciddiyetle ele alınmasını gerektiğini destekler mahiyettedir.

IOSCO ve AB Komisyonu başta olmak üzere çeşitli düzenleyici kuruluşların analistler ve çıkar çatışmaları ile ilgili olarak görüş birliğine vardıkları temel noktalar aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

➤ Aracı kuruluşların alım satım aracılığı ve halka arza aracılık hizmetleri ile beraber araştırma ve yatırım danışmanlığı hizmetlerini de sunmaları, çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasına ve araştırma ve yatırım tavsiyelerinin objektiflikten uzaklaşmasına neden olmaktadır.

➤ Analistlerin ya da yatırım danışmanlarının çalıştıkları şirketlerde birbiriyle potansiyel olarak çatışan roller üstlenmeleri, ücretlendirme politikaları, yatırım tavsiyesi verilecek olan kurumsal müşteriler için olumlu yönde tavsiye verilmesi konusunda yapılan baskılar, işveren şirketin daha çok komisyon geliri elde etmek ve ticari ve finansal ilişkileri korumak amacıyla yatırımcı şirketlere genellikle “al” tavsiyelerinde bulunmaları yönünde teşvik etmeleri nedeniyle sunulan hizmetin kalitesi düşmekte ve özellikle küçük yatırımcıların piyasalara ve hizmet aldıkları kurumlara olan güvenleri sorgulanır hale gelmektedir.

➤ Ülkeler kendi şartları çerçevesinde ortaya çıkan ya da çıkma potansiyeli taşıyan çıkar çatışmaları ile ilgili olarak yeni ilke ve kurallar benimsemeli, düzenleyici kuruluşlar, öz düzenleyici kuruluşlar, yatırım danışmanlığı hizmeti sunan kurumlar ya da bunların ortak hareket etmelerini sağlayıcı daha etkin gözetim ve denetim mekanizmalarının oluşturulması gerekmektedir.

➤ Araştırma ve yatırım danışmanlığı hizmetlerinde yaşanan ve ortaya çıkma olasılığı bulunan çıkar çatışmaları hakkında genel veya müşteri bazında hizmet sunulan yatırımcıların açık ve şüpheye yer vermeyecek şekilde bilgilendirilmesi, verilen yatırım tavsiyelerinde asgari bir standardın oluşturulması ve yatırımcıların verilen yatırım tavsiyelerinde çıkar çatışmalarından kaynaklanan etkilenmeleri hesaba katarak karar vermelerinin teşvik edilmesi gerekmektedir.

Ülkemizde yatırım danışmanlığı faaliyeti son yıllarda gelişme göstermiş olup, 31.05.2004 tarihi itibarıyla 3 tanesi yatırım bankası 55 tanesi aracı kurum olmak üzere toplam 58 aracı kuruluş yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunmaktadır. Kurulumuzun 05.03.2004 tarih ve 9 sayılı toplantısında faaliyete geçmesine izin verilen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda vadeli işlem ve opsiyon işlemlerinin gerçekleşmeye başlaması ve ulusal pazarda işlem görebilecek büyüklüğe sahip olmayan küçük ve orta boy işletmelerin hisselerinin alım satımının gerçekleştirileceği KOBİ Borsasının faaliyete geçmesi ile birlikte sermaye piyasamızın derinlik ve genişlik kazanacağı ve yatırım danışmanlığı hizmetlerinin de

öneminin artacağı düşünülmektedir. Ancak ülkemizde yatırım danışmanlığı faaliyeti çoğu zaman Seri:V, No:55 Tebliği'ndeki hükümler doğrultusunda değil, alım satım aracılığı hizmetine ek bir hizmet olarak sürdürülmektedir. Aracı kuruluşlar tarafından 2003 yılında yapılan bildirimlerden 28.447 müşteri ile yatırım danışmanlığı sözleşmesinin imzalandığı ve toplam 2 trilyon TL'nin biraz üzerinde gelir elde edildiği anlaşılmaktadır. Bununla beraber, çıkar çatışmalarının ne boyutta tezahür ettiği ve sunulan hizmetlerin objektifliği ve yatırımcı beklentilerine uygunluğu konuları ile ilgili yapılmış bir çalışma bulunmamaktadır. Ancak, yatırım bankacılığı hizmetleri yanında yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunmak isteyen tam hizmet aracı kurumlarının sayısının artması ile birlikte şirket içi çıkar çatışmalarının yoğunlaşacağı açıktır.

Konuyla ilgili olarak IOSCO önerileri, AB Direktifi ve çeşitli düzenleyici otoritelerin yaptığı düzenlemeler incelendiğinde;

- Analistlerin ve bağlı buldukları şirketlerin kendilerine ve müşterilerine ait portföylerin yönetimi sırasında, araştırma yapılan ihraççı bir kuruluşun menkul kıymetleri ile ilgili olarak verdikleri tavsiyelerin tersi yönünde işlem yapmalarının, istisnai durumların haricinde, yasaklanması,

- İhraççı bir kuruluş veya menkul kıymetleri ile ilgili araştırma raporu yayınlanmadan önce o şirketin enstrümanlarının alım satımının yasaklanması, aracı kuruluşun ya da istihdam edilen analistin araştırılan şirketle ilgili herhangi finansal çıkarının veya pozisyonunun olması durumunda konu ile ilgili olarak yatırımcıların aydınlatılması,

- Şirket içi raporlama sistemlerinin korunmasını sağlayan ve analistlerin bağımsızlığını koruyan ücretlendirme politikalarının benimsenmesi ve yatırım danışmanı istihdam eden şirketlerin, bu kişilerin mevcut ve potansiyel çıkar çatışmalarını tanımlayıcı, ortadan kaldırıcı, yönetici veya açıklayıcı prosedürleri veya iç kontrol mekanizmaları hazırlamaları,

- Analistlerin periyodik olarak bilgilerinin ve etik değerlerinin ölçüldüğü sınavlara tabi tutulması, yatırımcılara sunulan araştırma raporlarında profesyonel kimlikleri hakkında açıklama yapılması,

- Tavsiyelerdeki yorum, tahmin, fikir ve benzeri somut olmayan (non - factual) bilgiler ile gerçek durumun kesin bir biçimde ayrıştırılması, tavsiye ile ilgili

tüm kaynakların güvenilir olması, şüphe olması halinde sorunun açıkça belirtilmesi, tavsiyeler oluşturulurken kullanılan varsayımların belirtilebilmesini teminen tüm projeksiyonlar, tahminler ve fiyat hedeflemelerinin sınıflandırılması,

öngörölmüş bulunmaktadır.

Ülkemizde yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunacak olan kurumların ve yatırım danışmanlarının tabi oldukları kurallar Seri:V, No:55 sayılı Tebliğ ile belirlenmiş olmakla beraber, çıkar çatışmalarını azaltıcı, daha etkin ve objektif bir hizmet sunulması için gerekli olduğu düşünölen önerilerimiz aşağıda özetlenmektedir:

A. Çıkar Çatışmaları ile İlgili Gözetim ve İçsel Denetim Mekanizmalarının Oluşturulması:

Çıkar çatışmalarının önlenmesi ya da çatışmaların yönetimi (conflicts management), ilk etapta gerekli düzenleme ve prosedürlerin şirket içinde oluşturulmuş olmasına ve gözetimin sağlıklı olarak işletilmesine bağlıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti sunan şirketlerin farklı alanlarında faaliyet göstermesinden ve analistlerin farklı görevler üstlenmelerinden kaynaklanan çatışmaların ortaya çıkması halinde ya da çıkar çatışmalarının baştan önlenmesi amacıyla şirketlerin izleyeceği politika ve prosedürlerin ayrıntılı olarak oluşturulmasının ve gözetiminin yapılmasının, sunulacak araştırma ve danışmanlık hizmetlerinin kalitesini artıracığı düşünülmektedir.

B. Yatırım Danışmanlığı Hizmetinin Bağımsız Gerçek Kişilerce Yürütölebilmesine İzin Veren Düzenlemelerin Oluşturulması:

AB düzenlemelerinde yatırım hizmetleri olarak ifade edilen sermaye piyasası faaliyetleri ve bu faaliyetleri yürütecek kuruluşlara ilişkin esasları düzenleyen 93/22/ECC sayılı direktif incelendiğinde, belirli koşulların yerine getirilmesi şartıyla, gerçek kişilerin de yatırım şirketi tanımına dahil edildikleri görölmektedir. Yatırım danışmanlığı hizmetinin niteliği incelendiğinde, bu çalışmanın ikinci bölümünde de belirtildiği gibi, sunulan temel hizmetin bilgi odaklı olduğu, sahip olunan uzmanlık ve tecrübeye dayalı olarak yatırım tavsiyelerinde bulunulduğu ve araştırma faaliyetinin yürütöldüğü görölmektedir. Söz konusu nitelikler ışığında tüzel kişiliğe haiz olunmadan da faaliyetin yürütölebilmesi mümkündür. Çeşitli sermaye piyasası faaliyetlerinde birincil şart olarak ortaya çıkan

teknik ve operasyonel donanım yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesinde ikincil unsurlardır.

Yatırım hizmetleri direktifinde yapılması düşünülen değişikliklerde, faaliyet için sermaye yeterliliği yükümlülüğü aranmaması yönünde bir eğilim bulunduğu da dikkate alındığında, bağımsız gerçek kişilerce yürütülecek bir yatırım danışmanlığı faaliyetinin çıkar çatışmalarını asgariye indireceği ve böylece yatırımcıların beklentilerini karşılayabilecek bir niteliğe kavuşacağı düşünülmektedir. Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ'in 9 uncu maddesinin (d) bendinde sayılan sabıkasız adli sicil, mali itibar, işlem yasaklı olmama şartları ve Seri:V, No:55 sayılı Tebliğ'de yatırım danışmanları için getirilen faaliyet esasları ile mesleki yeterlilik, bağımsızlık, mesleki özen ve titizlik ilkelerinin bağımsız olarak faaliyette bulunacak gerçek kişiler için de benimsenmesinin ve sermaye piyasalarında ve yatırım danışmanlığı alanında asgari tecrübe şartının aranmasının, söz konusu kişilerin SEC'nin kayda alma prosedürüne benzer bir şekilde ayrıntılı özgeçmiş, iletişim adresi, adli sicil, sunulacak hizmetlere ve tabi olunan düzenlemeler ve kuruluşlara ilişkin bilgilerin yer aldığı bir kayda alma formunu doldurarak tescil edilmelerinin ve söz konusu formların sürekli güncellenerek kamuya duyurulmasının ve TSPAKB tarafından söz konusu kişilerin gözetiminin gerçekleştirilmesinin yatırımcıların faaliyetin şeffaf bir biçimde ve itibarlı kişilerce yürütüldüğüne dair güvenlerinin sağlanmasına yardımcı olacağı, yatırımcıların hizmet alabilecekleri seçeneklerin çoğalacağı ve rekabetin getireceği kalite ve maliyet avantajlarının sektöre dinamizm getireceği düşünülmektedir.

C. Yatırım Tavsiyelerinde Aydınlatıcı Olunması:

Çıkar çatışmalarının önlenmesini teminen ya da en azından önlenemeyeceğinin anlaşılması halinde belirlenen durumun yatırım analisti veya danışmanı tarafından yatırımcıya verilen tavsiye ile birlikte açıkça ortaya konulması objektifliğin ve adil davranma ilkesinin sağlanması bakımından önemli bir adım olacaktır. Bu çerçevede,

a. Aracı kuruluş veya istihdam ettiği analistin yatırım tavsiyesinde bulunduğu şirket veya menkul kıymetleri ile ilgili bir finansal veya ticari ilişkisi mevcutsa veya kendi portföylerinde söz konusu kıymetler bulunuyorsa ilgili kişilere durumun açıklanmasının;

b. Yatırım analistlerinin veya danışmanlarının çalıştıkları şirket bünyesinde farklı görevler üstlenmesinin önlenerek sadece araştırma ve tavsiye hizmetinde bulunmalarının ve ücretlerinin bu hizmetlere göre belirlenmesinin,

c. Sunulan yatırım tavsiyelerinin tersi yönünde pozisyon alınmasının yasaklanmasının,

d. Analistlerin periyodik olarak bilgi ve etik normlara ilişkin sınavlara tabi tutulmasının

e. Meslekten men kurallarının oluşturulmasının

faaliyetin daha bağımsız, objektif ve yatırımcı beklentilerini karşılayıcı bir niteliğe kavuşturacağı düşünülmektedir.

D. Yatırım Danışmanları ve Analistler Birliği Kurulması

Ülkemizde yatırım danışmanlarının mesleki sorunlarını gündeme getirebilecekleri ve daha nitelikli bir yatırım danışmanlığı hizmetinin sunulabilmesi için yapılması gerekenlerin tartışılabileceği bir platform bulunmamaktadır. Başta Avrupa ülkeleri olmak üzere çok sayıda ülkede yatırım danışmanlığı hizmetlerinde asgari etik normların ve mesleki standartların oluşturulmasına öncülük eden mesleki örgütler veya birlikler oluşturulmuştur. Ülkemizde de yatırım danışmanlarının ve analistlerin temsil edildiği, mevcut sorunların tartışıldığı ve çözüm önerilerinin geliştirildiği, asgari etik normların ve meslek kurallarının oluşturulmasına öncülük edecek ve faaliyetin gelişimine katkıda bulunabilecek bir yatırım danışmanları birliğinin kurulmasının sunulan yatırım danışmanlığı hizmetini daha bağımsız, objektif ve yatırımcı beklentilerini karşılayıcı bir niteliğe kavuşturacağı ve sermaye piyasasına olumlu katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

AGRAWAL, Anup and CHEN, Mark

2004, Analyst Conflicts and Research Quality, Univesity of Alabama ve University of Maryland

BURNS, Judith

2002, Proposal to Curb Conflicts of Interest for Analysts Provokes Some Critisim, Wall Street Journal, Nisan

CHOI, Stephen J.

2004, A Framework for The Regulation of Securities Market Intermediaries, Berkeley Business Law Journal

ERSEL, Hasan

1999, Mali Sistem ve Bankacılık: Temel Kavramlar

Financial Services Authority

2002, Investment Research: Conflicts&Other Issues, Discussion Paper 15, FSA Publication

FRANKEL, Tamar

1978, The Regulation of Money Managers, Volume I

GORMAN, Christopher M.

2001, Are Chinese Walls Best Solution to Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers, Fordham University School of Law

GROSS, Jill I.

2002, Securities Analysts' Undisclosed Conflicts of Interest: Unfair Dealing or Securities Fraud, Colum. Business Law Review

HAZEN, Thomas Lee

2002, The Law of Securities Regulation, 4th Edition

IOSCO

2003, Analyst Conflicts of Interest, Analyst Project Team

2003, Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflict of Interest, Technical Committee, www.iosco.org

LIU&SONG

2001, The Rise and Fall of Internet Stocks: Should Financial Analysts Be Blamed,
University of Hong Kong

MİCHAELY&WOMACK

1999, Conflict of Interest and Credibility of Underwriter Analyst Recommendations,
The Review of Financial Studies

POSER, Norman S.

1997, Broker-Dealer Law and Regulation: Private Rights of Action, 2nd Edition

SCHWAB, Charles R.

2002, Remaking The Market: My Investors, My Responsibility, Wall Street Journal,
5 Kasım

SCIANNI, Gina N.

2004, The Outing of Wall Street's Investment Scandals-Why Recent Regulations
May Not Mean The Dawn of A New Day, Journal of Corporate & Financial Law

Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Mevzuatı

STONE, Amey

2002, A Chinese Wall or Several Fences?, Business Week, 14 Ekim

TERCAN, Erkan

2000, Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti ve Yurtdışı Uygulamaları, SPK Yeterlilik
Etüdü, Ekim

THORNTON, Emily

2001, Wall Street's Chinese Walls Aren't Strong Enough, Business Week, 27
Ağustos

UNGER, Laura S.

2001, How Can Analysts Maintain Their Independence?,
<http://www.sec.gov/news/speech/spch477.htm>

VALDMANIS, Thor

2002, Rules in the Works to Curb Conflicts, SEC Works with Stock Exchanges,
Investment Banks, USA Today, 27 Eylül

www.europa.eu.int (European Union)
www.fsa.uk (Financial Services Agency)
www.fsa.go.jp (Financial Services Agency-Japan)
www.iosco.org (International Organization of Securities Commissions)
www.nasd.org (National Association of Securities Dealers)
www.sec.gov (US Securities and Exchange Commission)
www.spk.gov.tr (Sermaye Piyasası Kurulu)
www.ssrn.com (Social Sciences Research Network)
www.tspakb.org.tr (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği)

EK DİZİNİ

EK/1 : Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesine Sahip Banka ve Aracı Kurumlar

ARACI KURUMLAR

- 1.ABN AMRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 2.ACAR YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 3.AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 4.ALAN YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 5.ALFA MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 6.ALTERNATİF YATIRIM A.Ş.
- 7.ANADOLU YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
- 8.ATA YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
- 9.ATAONLİNE MENKUL KIYMETLER A.Ş.
- 10.BENDER MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 11.BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 12.DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
- 13.DIŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 14.ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 15.EKİNCİLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 16.EKSPRES YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 17.ES MENKUL DEĞERLER YATIRIM A.Ş.
- 18.EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 19.EVGİN YATIRIM MENKUL DEĞERLER TİCARET A.Ş.
- 20.FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 21.GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
- 22.GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 23.GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 24.HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 25.HC İSTANBUL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 26.HEDEF MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 27.HSBC YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 28.İKTİSAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 29.İNTER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 30.İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 31.KALKINMA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 32.KOÇ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 33.MEKSA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 34.MNG MENKUL KIYMETLER YATIRIM A.Ş.
- 35.NUROL MENKUL KIYMETLER A.Ş.
- 36.OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 37.PAMUK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 38.RAYMOND JAMES YATIRIM MEN. KIY. A.Ş.
- 39.SANKO MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 40.SİTE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 41.STANDARD YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
- 42.STRATEJİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 43.SÜMER MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 44.ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 45.TACİRLER MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 46.TAİB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 47.TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 48.TEKSTİL MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- 49.TİCARET YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 50.TOPRAK MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 51.TURKİSH YATIRIM A.Ş.
- 52.VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 53.YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 54.YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.
- 55.ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

BANKALAR

- 1.C KREDİ VE KALKINMA BANKASI A.Ş.
- 2.NUROL YATIRIM BANKASI A.Ş.
- 3.TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.

