
FİNANSAL TAVSİYELERİN ADİL SUNUMU VE ÇIKAR ÇATIŞMALARININ AÇIKLANMASI

Araştırma Raporu

Tuncay YILDIRAN
Aracılık Faaliyetleri Dairesi Başkanlığı
Mayıs, 2009
Ankara

FİNANSAL TAVSİYELERİN ADİL SUNUMU VE FİNANSAL İLİŞKİ VE ÇIKAR ÇATIŞMALARININ AÇIKLANMASI

(2003/125/EC Sayılı Avrupa Birliği Konseyi Direktifi'nin
Türk Sermaye Piyasası Mevzuatına Alınması)

| | |
|--|-----------|
| I.GİRİŞ | 3 |
| II. 2003/125/EC SAYILI DİREKTİF | 4 |
| II.1. GENEL OLARAK | 4 |
| II.2. FİNANSAL TAVSİYE | 5 |
| II.2.1. BİR VEYA DAHA FAZLA FİNANSAL ARAÇ VEYA İHRAÇÇIYA YÖNELİK OLMA | 5 |
| II.2.2. BİR YATIRIM STRATEJİSİNİN DOĞRUDAN VEYA DOLAYLI OLARAK TAVSİYE VEYA TELKİN EDİLMESİ..... | 6 |
| II.2.3. KAMUYA YÖNELİK OLMA..... | 7 |
| II.3. KAPSAM | 9 |
| II.3.1. FİNANSAL TAVSİYE HAZIRLAYAN VEYA SUNANLAR..... | 9 |
| II.3.2. GAZETECİLER TARAFINDAN SUNULAN FİNANSAL TAVSİYELER | 10 |
| II.4. YÜKÜMLÜLÜKLER | 11 |
| II.4.1. FİNANSAL TAVSİYELERİ ÜRETENLERİN KİMLİK BİLGİLERİ..... | 11 |
| II.4.2. TAVSİYELERİN ADİL SUNUMU..... | 12 |
| II.4.3. TAVSİYELERİN ADİL SUNUMUNA İLİŞKİN İLAVE YÜKÜMLÜLÜKLER..... | 12 |
| II.4.4. ÇIKAR ÇATIŞMALARI VEYA İLİŞKİLERİN AÇIKLANMASINA İLİŞKİN GENEL KURALLAR..... | 14 |
| II.4.5. ÇIKAR ÇATIŞMASI VEYA İLİŞKİLERİN AÇIKLANMASINA İLİŞKİN İLAVE YÜKÜMLÜLÜKLER..... | 16 |
| II.4.6. SÖZLÜ FİNANSAL TAVSİYELERE İLİŞKİN YÜKÜMLÜLÜKLER..... | 18 |
| III. DÜZENLEME İLE BEKLENEN FAYDA | 19 |

Bu Rapor'da yer alan görüş ve öneriler tamamen yazara ait olup söz konusu görüş ve önerilerin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kabul edildiği şeklinde değerlendirilemez.

I.GİRİŞ

Sermaye piyasalarında yapay fiyat oluşumu (manipülasyon) veya içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading), menkul kıymet borsalarının en temel fonksiyonlarından birisi olan “etkin fiyat oluşumu”nu sekteye uğratan piyasa suiistimalleri olarak tanımlanmaktadır. Sermaye piyasası suçlarının piyasada etkin fiyat oluşumu üzerindeki olumsuz etkilerinin yanı sıra yatırımcıların menkul kıymet borsalarına olan güvenini zedelemesi, sözkonusu eylemlerin engellenmesini daha da önemli kılmaktadır. Yatırımcılar tarafından yatırım kararlarının, piyasada yer alan fiyatların gerçeği yansıttığı varsayımı altında verildiği göz önüne alındığında, sermaye piyasası suçların önlenmesinin yatırımcıların korunması açısından önemli unsurlardan birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Piyasada, sermaye piyasası suçları nedeniyle oluşan yanlış fiyat oluşumları, ya da fiyat oluşumundaki çok önemli bir bilginin yatırımcılar tarafından bilinmemesi, yatırımcıları ciddi zararlarla ya da kar kayıpları ile karşı karşıya bırakmaktadır. Sermaye piyasası suçları sonucunda geniş yatırımcı kitlelerinin etkilenmesi ve zarar görmesi, sözkonusu kötü kullanımın ya da suçun önlenmesine ilişkin çabaları daha da artırmaktadır.

Bu kapsamda olmak üzere, Avrupa Birliği düzenlemelerinde de, piyasa suiistimallerine ilişkin 2003/6/EC sayılı Yapay Fiyat Oluşumu ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti Hakkında Direktif yayımlanmıştır. Direktifte yapay fiyat oluşumu veya içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin tanımlar yer almakta, üye ülkelerin sözkonusu piyasa suiistimallerinin önlenmesine ilişkin almaları gereken önlemler düzenlenmektedir. Sözkonusu Direktifin 6(10) uncu maddesinde ise, Avrupa Birliği Komisyonu’nun, yatırım stratejisi içeren araştırmalar ve finansal tavsiyelerin adil sunumu ve çıkar çatışması ve ilişkilerinin açıklanmasına ilişkin gerekli teknik düzenlemeleri yapması öngörülmüştür.

Direktifte yer alan sözkonusu görev neticesinde Komisyon 24.12.2003 tarih ve L339 nolu Avrupa Birliği Resmi Gazetesi’nde 2003/125/EC sayılı Yatırım Tavsiyelerinin Adil Sunumu ve Çıkar Çatışmalarının Açıklanmasına İlişkin Direktifi yayımlamıştır.

Düzenlemenin piyasa suiistimallerinin yanı sıra bilgi asimetrisinin engellenmesi ve yatırımcıların doğru yatırım kararları alabilmeleri açısından oldukça önemli olduğu düşünülmektedir. Kamuya yayınlanmış finansal tavsiyelere dayanılarak karar alınması durumunda, yatırımcıların almış oldukları kararlarda yanıtılmasını engellemek amacıyla tavsiyelerin gerekli dikkat ve özenin gösterilerek hazırlanması önem taşımaktadır. Ayrıca, finansal tavsiyeyi hazırlayan ve sunanlar ile finansal tavsiyenin konusunun oluşturan finansal araç veya ihraççı arasındaki finansal ilişkiler ve çıkar çatışmaları da, sözkonusu tavsiyenin sıhhatini etkileyebileceği gibi,

yatırımcıların alacakları kararları açısından da önemlidir. Finansal tavsiyelerin adil sunumunun yanı sıra, tavsiyeye ilişkin her türlü finansal ilişki ve çıkar çatışmasının açıklanması, yatırım kararlarının alınmasında kullanılacak önemli bir bilgi olarak değerlendirilmektedir. Bu kapsamda olmak üzere düzenleme, yatırımcıların doğru ve zamanında bilgilendirilmesi açısından da oldukça önem taşımaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu ile Almanya Düzenleyici Otoritesi arasında gerçekleştirilen Eşleştirme Projesi kapsamında hazırlanan Tebliğ Taslağı 13.12.2007 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu websitesinde kamuoyu görüşlerine açılmıştır.

II. 2003/125/EC sayılı DİREKTİF

II.1. Genel Olarak

2003/125/EC sayılı Direktifin (Direktif) giriş (recital) bölümü incelendiğinde düzenlemenin genel amacının, yatırım danışmanlığı kapsamında doğrudan müşterilere sunulan tavsiye ve yorumlar dışında kalan ve kamuya, bir başka deyişle, geniş halk kitlelerine yönelik olarak hazırlanan, finansal araçlar veya ihraççılar hakkında belirli bir yatırım tavsiyesini doğrudan veya dolaylı içeren yorum, tavsiye veya herhangi bir açıklamanın taşınması gereken hususları düzenlemek olduğu anlaşılmaktadır. Direktif, kamuya yönelik olarak hazırlanan finansal tavsiyelerin taşınmaları gereken bilgiler ile tavsiyeyi hazırlayanlar ile tavsiye konusu finansal araç veya ihraççı arasındaki önemli finansal ilişki ve çıkar çatışmalarının açıklanmasına yönelik hükümler ihtiva etmektedir.

Direktifin ve dolayısı ile hazırlanmış olan Tebliğin amacı kesinlikle tavsiyeyi hazırlayanlar ile tavsiye konusu araç veya ihraççı arasındaki çıkar ilişkisini veya çatışmalarını önlemeye yönelik değildir. Amaç, sözkonusu ilişki ve çatışmaların finansal tavsiyeye ulaşan yatırımcılar (okuyucular) tarafından da bilinmesidir. Keza belirli bir ilişki veya çatışma içerisinde oluşturulan yatırım tavsiyeleri doğal olarak subjektif öngörülerini içerebilecektir. Yatırımcının sözkonusu ilişki veya çatışmaları bilmeksizin yatırım kararları alması durumunda ise “yanılabileceği” açıktır. Bu nedenle Direktif bu tür ilişki ve çatışmalarının varlığını kabul etmekte ancak finansal tavsiyeler ile birlikte açıklanmasını gerekli görmektedir. Bu sayede yatırımcılar bu ilişki ve çatışmalar hakkında da bilgi sahibi olacak ve almış olduğu yatırım kararı mevcut tüm bilgiler çerçevesinde verilecektir. Direktif bu yönüyle yatırımcıların korunması amacına hizmet etmektedir.

Düzenlemenin bir başka amacı ise, sözkonusu finansal ilişki veya çıkar çatışmalarının açıklanmaması durumunda, tavsiye yolu ile ilgili finansal aracın borsada oluşan fiyatları üzerinde, manipülatif etki yaratılabilmemesidir. Finansal tavsiyenin belirli bir yönde strateji içerdiği göz önüne alındığında, okuyucunun sözkonusu tavsiye çerçevesinde işlem gerçekleştirmesi ve tavsiyeyi hazırlayanın ilgili finansal araçta herhangi bir finansal çıkarının bulunması durumunda, sözkonusu

ilişkiye ilişkin gerekli bilgilerin açıklanmaması, piyasada “bilgi tabanlı manipülasyon”una imkan sağlayacaktır. Bu nedenle finansal araç veya ihraççıya ilişkin finansal ilişki ve çıkar çatışmalarının yatırımcılara finansal tavsiyeler ile birlikte açıklanması, muhtemel piyasa suiistimallerinin önlenmesine de imkan sağlayacaktır.

II.2. Finansal Tavsiye

“finansal tavsiye” tanımı düzenlemelerin uygulanması açısından hayati önem taşımaktadır. Özellikle yatırım danışmanlığı hizmeti çerçevesinde sunulan yatırım tavsiyeleri ile finansal tavsiyeler arasındaki farkın net olarak ortaya konulması, uygulanacak rejimin belirlenmesi açısından önemli rol oynamaktadır.

Herhangi bir araştırma, bilgi, rapor veya açıklamanın “*finansal tavsiye*” olarak tanımlanabilmesi için;

- bir veya daha fazla finansal araç veya finansal araç ihraççısı ile ilgili olması,
- bir yatırım stratejisini doğrudan veya dolaylı olarak tavsiye veya telkin etmesi,
- kamuya yönelik olarak hazırlanması

gereklidir.

Aşağıda bu unsurlar detayları ile ortaya konulmaya çalışılacaktır.

II.2.1. Bir veya daha fazla finansal araç veya ihraççıya yönelik olma

Finansal araçların doğal olarak borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesi ya da daha genel bir tanım sermaye piyasalarında tedavül edebiliyor olması gerekmektedir. Bir diğer önemli husus, tavsiyenin bir veya daha fazla finansal aracı özellikle belirtmesidir. Aksi takdirde endekslerin veya genel ekonomik durumun değerlendirildiği çalışmalar dahi finansal tavsiye olarak nitelendirilebilecektir. Belirli bir finansal araca ilişkin yatırım stratejisi içermeyen bu nitelikteki araştırma veya raporlar finansal tavsiye içerisindeki değerlendirilmeyecektir.

Tavsiyelerin mutlaka finansal araç hakkında olması zorunlu değildir. Finansal araç ihraççısı konumundaki ortaklıklara ilişkin olması da sözkonusu tavsiyenin “finansal tavsiye” olarak tanımlanması için yeterlidir. Bu çerçevede, örneğin ihraççının finansal aracına ilişkin herhangi bir tavsiye yer almasa dahi, ihraççının gelecekteki performansına ilişkin bir yorumda veya değerlendirmede bulunulması durumunda da, düzenlemede yer alan adil sunum ve açıklamada bulunma yükümlülüklerinin yerine getirilmesi gerekecektir. Keza, doğrudan finansal araç/araçların isimleri zikredilmemiş bile olsa, ihraççının gelecek performansı konusunda yorumda veya

değerlendirmede bulunulması, sözkonusu finansal aracın alınması/satılması yönünde okuyucu da belirli bir yargının oluşturulmasına imkan sağlayacaktır. Bu nedenle ilgili araştırma veya raporlarda da, düzenlemelerde aranan şartlara uyulması, yatırımcıların korunması açısından önem taşımaktadır.

II.2.2. Bir yatırım stratejisinin doğrudan veya dolaylı olarak tavsiye veya telkin edilmesi

Doğrudan bir yatırım stratejisi “*al*”, “*sat*” veya “*tut*” gibi bir öneri iken; dolaylı bir yatırım stratejisi finansal araç veya ihraççının mevcut veya gelecekteki değeri konusunda bir değerlendirmeyi içermektedir. Dolaylı yatırım stratejisinin telkin edilmesi, kimi araştırmalarda yer aldığı haliyle, “*bisse senedi fiyat/kazanç oranı düşük*”, “*bisse senedi fiyatını bulmadı*” veya çok genel bir ifade olarak “*ayı senedi*” gibi ifadelerle yapılabilir. Kolaylıkla görüleceği üzere aslında sözkonusu ifadeler dolaylı olarak okuyucuda senedin alınması veya satılması konusunda belirli bir kanaati uyandırmakta, belirli bir yatırım stratejisini “telkin” etmektedir. Tavsiyenin doğrudan veya dolaylı bir yatırım stratejisini içermesi şartı, herhangi bir öneri ya da telkin içermeyen, geleceğe yönelik fiyat tahminleri içermemek şartıyla hisse senedi fiyat bilgilerinin yayımlanması veya şirket bilgilerinin herhangi bir değerlendirmeye tabi tutulmadan yayımlanmasını finansal tavsiye tanımı dışında tutmaktadır. Dolaylı yatırım tavsiyeleri konusunda yukarıda verilen örnekleri, “*bisse senedi aşırı değerli*”, “*ayı/boğa senedi*”, “*günün tıyosu*” gibi ifadelerle artırmak mümkündür. Önemli olan okuyucuda sözkonusu senede ilişkin belirli bir işlem kalıbını izleme konusunda içgüdü uyandırılmasıdır.

Herhangi bir araştırma veya bilginin finansal tavsiye olarak nitelendirilebilmesi için finansal araçların veya finansal araçların ihraççıları hakkında mevcut veya gelecekteki değerlerine ilişkin bir “**değerlendirme**” (valuation) içermesi gerekmektedir. Bu anlamda olmak üzere finansal tavsiyenin, **finansal araç veya ihraççının detaylı bir şekilde değerlendirildiği izlenimi** vermesi gerekir. Finansal araç veya ihraççının doğrudan finansal tavsiyenin konusu olması, özellikle ihraççının mali tablolarının veya piyasa payının ya da cirosuna ilişkin bilgilerin analizine de gerek bulunmamaktadır. Okuyucuda detaylı bir değerlendirme yapıldığı yönündeki izlenimin tavsiyede yer alan veri, tahmin veya yorumlarla, veya çok ender durumlarla sınırlı olarak, tavsiyenin sunuş tarzı ile yaratılmış olması, sözkonusu araştırma veya tavsiyenin, düzenlemeler çerçevesinde “*finansal tavsiye*” olarak nitelendirilmesi için yeterlidir.

Bu bağlamda, sadece belirli bir öngörüde bulunan ancak okuyucuda finansal araç veya ihraççının detaylı bir analize tabi tutulduğu izlenimi yaratmayan araştırma veya raporlar “*finansal*

tavsiye” olarak nitelendirilmeyecektir. Örneğin, sadece “X şirketinin hisse senetlerinin alınmasını öneriyoruz” yönündeki bir tavsiye, finansal tavsiye değildir.

Bu değerlendirme ilk kez yapılabileceği gibi daha önce yayımlanmış olan bir finansal tavsiyenin yeniden değerlendirilmesi sonucu da üretilmiş olabilir. Bilginin nasıl yayımlandığının ise bir önemi bulunmamaktadır. Aranması gereken unsur tavsiyenin “kamuya yönelik” olmasıdır. Tavsiyenin yatırımcıların ilgisine, yazılı olarak, internet yoluyla veya başka bir yöntemle sunulması, bilginin finansal tavsiye olma özelliğini değiştirmemektedir.

Yukarıda yer aldığı haliyle, herhangi bir finansal araca ilişkin olarak geçmiş fiyat verilerinden yola çıkarak gelecekteki fiyatlara ilişkin teknik değerlendirmelerde bulunulması veya bir veya daha fazla ihraççıyı içeren ve sonuçta bir tavsiyeye yer verilen sektör değerlendirmeleri de “finansal tavsiye” tanımı içine girebilecektir. Bununla birlikte, gelecekteki fiyata ilişkin tahminlerde kullanılmamak üzere fiyat grafiğinin verilmesi, endeksin değerlendirilmesi, belirli araçlara ilişkin herhangi bir yorum içermeyen, ekonomik, politik ve çevresel faktörlerin analizi, finansal araçlar veya ihraççıları konusunda ek bilgi yer almayan ve okuyucularda herhangi bir değerlendirme yapıldığı izlenimi yaratmayan örnek portföylerin oluşturulması, belirli bir finansal araç veya ihraççıya yönelik olmayan sektörel veya coğrafik portföy tavsiyeleri, ürün tanıtımı, doğrudan veya dolaylı bir yatırım tavsiyesi içermeyen şirket tanıtımları, pazarlama dokümanları, doğrudan veya dolaylı bir yatırım tavsiyesini içermeyen şirket haberleri herhangi bir yatırım tavsiyesi içermemeleri veya finansal araç veya ihraççının detaylı bir analize tabi tutulduğu izlenimi yaratmamaları nedeniyle finansal tavsiye olarak nitelendirilmeyecektir.

II.2.3. Kamuya Yönelik Olma

Finansal tavsiyelerin, kamuya yönelik olarak hazırlanması finansal tavsiyeyi yatırım danışmanlığı kapsamında hazırlanan araştırma veya raporlardan ayıran en önemli özelliktir. Kamuya yönelik olma kistası “dağıtım kanalları” ve “kamu tarafından ulaşılabilir bilgi” olarak iki alt tanımla açıklanmaya çalışılmıştır. Dağıtım kanalları, bilginin geniş bir yatırımcı kitlesi tarafından ulaşılmasını ya da ulaşılabilir nitelikte olmasını sağlayan her türlü kanal (yol, yöntem) olarak; bilginin kamu tarafından ulaşılabilir nitelikte olması ise, bilginin çok sayıda kişi tarafından elde edilebiliyor olması şeklinde tanımlanmıştır.

Tanım karışık olmakla birlikte, **temel nokta finansal tavsiyelerin ismi bilinen/bilinmeyen çok sayıda yatırımcı için, sözkonusu yatırımcıların özel ihtiyaçları dikkate alınmaksızın üretilmiş ve herkesin ulaşabileceği bir şekilde sunulmuş olmasıdır.**

Dağıtım kanalları, rapor veya analizin geniş yatırımcı kitlelerine ulaşmasını sağlayacak herhangi bir yol olarak tanımlanmaktadır. Merkez veya bürolarda yer alan araştırma raporları,

internet, yazılı veya görsel basın, posta veya elektronik mail listeleri de dağıtım kanalı tanımı içine girmektedir. İnternet sitelerinin ücrete veya üyelik esasına bağlı olması, sözkonusu siteler vasıtasıyla halka ulaştırılan araştırma veya raporların, doğrudan veya dolaylı bir yatırım tavsiyesini içermesi koşuluyla finansal tavsiye olma niteliğini değiştirmemektedir.

Kamuya yönelik olma kistası, tavsiyelerin finansal veya yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında sunulan tavsiyeler olarak ayrıştırılmasını ve uygulanacak rejimin belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Yatırımcıların kişisel özellikleri, vergi, mali durum, finansal tecrübe ve diğer koşulları göz önüne alarak hazırlanan araştırma ve raporlar finansal tavsiye olarak tanımlanmamaktadır. Belirleyici nokta, hazırlanan veya yayımlanan araştırma ve raporların, okuyucuların kişisel ihtiyaçlarına yönelik veya sözkonusu okuyucuların kişisel koşulları dikkate alınarak hazırlanıp hazırlanmadığı ve sözkonusu araştırma veya raporların geniş bir okuyucu kitlesine yönelik olarak sunulmasıdır.

Kamuya yönelik olma kriteri, Avrupa Menkul Kıymet Düzenleyicileri Komisyonu (Commission of European Securities Regulators, CESR) tarafından da benzer şekilde tanımlanmıştır. 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Hakkında Direktif'in uygulama esasları belirleyen ve CESR tarafından 3 Mayıs 2005 tarihinde yayımlanan ikinci set tebliğlerde de, yatırım tavsiyesi ile finansal tavsiye arasındaki fark; yatırım tavsiyelerinin tavsiyeye ulaşanların kişisel ihtiyaçları ve tercihlerine uygun olarak veya sözkonusu ihtiyaç veya tercihler dikkate alınarak hazırlanıyor olması olarak ortaya konmuştur.

Kamuya yönelik olma kriterinin, üyeliğe bağlı internet siteleri için de sağlandığı kabul edilmektedir. Kriter, yatırımcıların ismen bilinip bilinmemesini değil geniş bir kitlenin sözkonusu tavsiyeye ulaşip ulaşamayacağı noktasını dikkate almaktadır. Örneğin belirli bir ücret karşılığı üye olunan bir sitede tavsiyelerin sürekli olarak yayımlanması, tavsiyelerin ticari bir faaliyet olarak üretiliyor olması nedeniyle yetkilendirilmesi gereken bir faaliyet olarak nitelendirilirken, tavsiyenin belirli bir grubun ihtiyacına yönelik değil genel bir okuyucu kitlesi için hazırlanıyor olması ve okuyucuların kişisel niteliklerini dikkate almaması, sitede yayımlanan tavsiyelerin finansal tavsiye olarak kabul edilmesi ve ilgili rejimin uygulanmasını gerekli kılmaktadır. Keza, sözkonusu siteye üye olan herkes tarafından ilgili finansal tavsiyeye ulaşılması mümkündür. Benzer şekilde tavsiyelerin e-mail olarak gönderilmesi de, kamuya yönelik olma kriterini zedelememektedir. Elbette ki bu, aynı tavsiyenin birden çok yatırımcıya veya kişiye gönderilmesi durumunda geçerlidir. Bununla birlikte, yatırımcıların ihtiyaçları veya yatırım kalıpları, risk tercihleri dikkate alınarak hazırlanan tavsiyeler, internet üzerinden yayımlanmış olsa dahi finansal tavsiye olarak değil yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamındaki tavsiyeler olarak değerlendirilecektir.

Son olarak, geniş bir okuyucu kitlesine yönelik hazırlanan ve bu nedenle finansal tavsiye olarak tanımlanan bir araştırma veya raporda, sözkonusu araştırma veya raporun finansal tavsiye olmadığına ilişkin bir açıklama ya da bildirim yer alsa dahi, bu sözkonusu araştırma veya raporun finansal tavsiye olma özelliğini değiştirmeyecektir.

II.3. KAPSAM

II.3.1. Finansal tavsiye hazırlayan veya sunanlar

Düzenleme, finansal tavsiyeleri üretenlerin, finansal tavsiyelerin üretilmesi ve kamuya yayımlanması sürecinde yerine getirmeleri gereken yükümlülükleri içermektedir. Bir başka ifadeyle düzenlemelerin kapsamına finansal tavsiyeleri üretenler olduğu kadar sözkonusu tavsiyeleri kendi sorumlulukları altında kamuya yayımlayanlar da dahildir.

Bu çerçevede,

- bağımsız finansal analistler,
- yatırım şirketleri (aracı kurumlar) ve kredi kuruluşları,
- ana faaliyet konusu finansal tavsiye üretmek olan diğer kişiler,
- yukarıda sayılan gruplardan biri veya daha fazlası için çalışan tüm gerçek kişiler,

hazırlamış oldukları veya sundukları finansal tavsiyelerde, finansal tavsiyelerin adil sunumu ve ilgili finansal araç veya ihraççısı ile finansal ilişki ve çıkar çatışmalarının açıklanmasına ilişkin yükümlülüklerle tabi olacaktır. Bununla birlikte yukarıdaki sınıflandırma içerisinde yer almasalar dahi, finansal tavsiyenin **doğrudan** bir yatırım tavsiyesi içermesi durumunda finansal tavsiye üreten veya kamuya yayımlayan tüm diğer kişiler de aynı yükümlülüklerle uymak zorundadırlar.

Kapsama ilişkin olarak, kimi zaman üçüncü kişiler tarafından hazırlanan tavsiyelerin de özetlenerek veya doğrudan kamuya sunulduğu görülmektedir. Bu durumda, üçüncü kişiler tarafından hazırlanan tavsiyeleri, özetleyerek veya doğrudan, değiştirerek veya değiştirmeksizin kamuya yayımlayan kişilerin de kapsama dahil edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, üçüncü kişiler tarafından hazırlanan finansal tavsiyeleri kamuya sunan kişiler de, finansal tavsiyenin özet/doğrudan ve değiştirilerek/değiştirilmeden sunulması durumlarına bağlı olarak getirilen yükümlülüklerle farklı seviyelerde tabi kılınmışlardır.

Yükümlülüklerle uyum açısından, bağımsız finansal analistler, yatırım şirketleri (aracı kurumlar) ve kredi kuruluşları, ana faaliyet konusu finansal tavsiye üretmek olan diğer kişiler ve sözkonusu kişiler ile herhangi bir ilişki içinde çalışan tüm gerçek kişiler açısından, hazırlamış veya yayımlamış oldukları finansal tavsiyelerin dolaylı bir yatırım stratejisi içermesi yeterli iken,

sözkonusu grupta yer almayan ancak finansal tavsiye üreten veya kamuya yayımlayan tüm diğer kişilerin Tebliğ kapsamında değerlendirilebilmesi için hazırlamış veya yayımlamış oldukları finansal tavsiyelerin mutlaka “**doğrudan**” bir yatırım stratejisi içermesi gereklidir. Bu kişilerin yayımlamış oldukları finansal tavsiyelerin “*dolaylı*” bir yatırım stratejisi içermesi durumunda finansal tavsiyelerin adil sunumu veya finansal ilişki veya çıkar çatışmalarının açıklanması konusunda herhangi bir yükümlülükleri bulunmamaktadır.

II.3.2. Gazeteciler tarafından sunulan finansal tavsiyeler

Özellikle ekonomi haberi yapan gazetecilerin de mesleklerinin icrası sırasında finansal araçlar veya ihraççıları konusunda tahmin veya önerilerde buldukları bir gerçektir. Bu nedenle gazetecilerin de finansal tavsiyelerin adil sunumu ve özellikle ilgili finansal araç veya ihraççısı ile finansal ilişkileri veya çıkar çatışmalarına ilişkin açıklamada bulunmakla yükümlü kılınmaları, düzenleme ile amaçlanan sonuca ulaşma açısından önem taşımaktadır.

Bu anlamda olmak üzere gazeteciler kural olarak finansal tavsiyelerin adil sunumu ve mali çıkar ve ilişkilerin açıklanmasına ilişkin düzenlemelere tabi olmaları gerekmektedir birlikte, basın özgürlüğünün hemen her ülkede anayasal koruma altında olması, gazetecilere uygulanacak müeyyide ve yükümlülük getirme hususunda sorunlar oluşturmaktadır. Düzenlemelerin temel amacının finansal tavsiyelerin adil sunumu ve finansal araç veya ihraççıları ile finansal ilişki veya çıkar çatışmalarının açıklanması olduğu dikkate alındığında, önemli olan gazetecilerin bu yönde bağlı oldukları öz düzenleyici kurumların benzer veya eşit düzenlemelerine tabi olup olmadıklarıdır. Benzeri yükümlülüklerle tabi olan gazetecilerin, düzenlemeler çerçevesinde getirilen şartları yerine getirdiğinin kabulü yanlış olmayacaktır. Bir başka ifadeyle, amaç finansal tavsiyeye ulaşan okuyucuların sözkonusu araştırma veya raporları hazırlayanlar ile araştırma veya raporun konusunu oluşturan finansal araç veya ihraççı arasındaki mali çıkar ve çatışmalardan haberdar olmasını sağlamak ise, gazetecilerin aynı kurallara tabi olmaları durumunda başkaca bir yükümlülük getirmeye gerek bulunmamaktadır.

Bu çerçevede, gazetecilerin bağlı buldukları öz düzenleyici kuruluş veya odaların, yayımlanan finansal tavsiyelerin adil sunumuna, mali ilişki ve çıkar çatışmalarının açıklanmasına yönelik düzenlemeleri bulunması ve sözkonusu düzenlemelere uyumun gazeteciler açısından bir yükümlülük olması durumunda, düzenlemelere uyum konusunda ilave bir zorunlulukları bulunmayacaktır. Ancak sözkonusu istisnadan yararlanabilmek için gazetecilerin, finansal tavsiyelerin üretilmesi ve kamuya sunulmasına ilişkin olarak öngörülen çıkar ilişkisi veya çıkar çatışmalarının açıklanmasına dair düzenlemelere eşdeğer standart veya kurallara tabi olmaları

gerekmektedir. Bu şartı sağlamayan gazeteciler tarafından Tebliğ'de yer alan rejimin uygulanması zorunludur.

İstisnadan yararlanan gazetecilerin standartlara uyup uymadığı konusundaki denetim ise bağlı buldukları öz düzenleyici kuruluş veya standart koyan birlik tarafından yürütülmektedir. Twining projesi kapsamında BaFin yetkilileri ile yapılan toplantılarda, Alman düzenleyici otoritesi olan BaFin'in gazetecilerin denetimini üstlenmediği, denetim ve müeyyide uygulama yetkisinin tamamen ilgili gazetecinin bağlı olduğu öz düzenleyici kuruluş tarafından kullanıldığı ifade edilmiştir. Ancak burada önemli husus, Tebliğde yer alan düzenlemelere eşdeğer kurallara tabi olup olmadıklarının tespitinde kimin yetkili olduğudur. 2003/125/EC sayılı Direktifte bu konuda bir hükme yer verilmemiş olmakla birlikte Almanya uygulamasında BaFin ve ilgili basın temsilcilerinin birlikte çalıştıkları ifade edilmiştir.

II.4. YÜKÜMLÜLÜKLER

II.4.1. Finansal Tavsiyeleri Üretenlerin Kimlik Bilgileri

Finansal tavsiyeyi üretenler, üretmiş veya kamuya yayımlamış oldukları finansal tavsiyelerde kimlik bilgileri ve görevlerine açık ve dikkate çekici bir şekilde yer vermek durumundadırlar. Finansal tavsiyelerin, yatırım şirketleri, kredi kuruluşları ve ticari faaliyeti finansal tavsiyeler üretmek olan kişi veya kurumlar için çalışan kişiler tarafından üretilmesi durumunda sözkonusu kurumun ticari unvanına da yer verilmesi gereklidir. Kimlik bilgileri veya ticaret unvanının belirtilmesine ilişkin yükümlülükte, örneğin "*X Menkul Değerler Araştırma Departmanı*" şeklindeki bir ifade yükümlülüğün yerine getirilmesi anlamını taşımayacaktır. Tavsiyeyi üreten kişinin veya kişilerin, görev unvanları da dahil olmak üzere, net, anlaşılır, açık ve dikkat çekici şekilde tavsiyede yer alması gerekmektedir. Benzer şekilde adına tavsiye hazırlanan kuruluşa ilişkin olarak da, sözkonusu kuruluşun yer aldığı grubun adının verilmesi yükümlülüğün yerine getirilmesi anlamında yeterli değildir. Tavsiye grup içinde birden çok firma için hazırlanmış olsa bile, sözkonusu tavsiyeyi kamuya açık bir şekilde sunan kurumun ticaret unvanının mutlaka finansal tavsiyede yer alması gerekmektedir.

Finansal tavsiyenin yatırım şirketi veya kredi kuruluşu için hazırlanmış olması durumunda ise, ilgili finansal tavsiyeye ilişkin şikâyet mekanizmasını kullanmak isteyen kişilere, şikâyetin hangi kuruma yapılacağını gösterilmesi açısından, sözkonusu kurumun denetim ve gözetiminden sorumlu kamu otoritesinin adının ve açık adresine de yer verilmesi gereklidir.

II.4.2. Tavsiyelerin Adil Sunumu

Yatırımcının korunması amacı çerçevesinde, tavsiyelerde yer alan tahmin, öneri, yorum ve diğer değerlendirme içeren ifadeler ile gerçek verilerin, okuyucu tarafından birbirinden ayırt edilebilecek şekilde kaleme alınmasını zorunludur. Temel amaç, okuyucunun tavsiyede yer alan hangi ifadelerin tahmin ve yorum; hangi ifadelerin ise objektif ifadeler olduğunu ayırt edebilmesini ve mümkün her türlü bilgi çerçevesinde yatırım kararı almasını sağlamaktır. Söz konusu yükümlülük esas itibariyle finansal tavsiyede yer alan fiyat hedefleri, finansal araç veya ihraççının mevcut ya da gelecekteki değerlerine ilişkin projeksiyon, öngörü ve varsayımların açık bir şekilde finansal tavsiyede yer verilmesini de zorunlu kılmaktadır.

Finansal tavsiyede yer alan değerlendirmede kullanılan tüm bilgiler olabildiğince güvenilir kaynaklardan temin edilmeli, kaynakların güvenilirliği konusunda herhangi bir şüphenin bulunması durumunda ise bu hususa finansal tavsiyede yer verilmelidir. Bilgilerin güvenilir olup olmadığının tespiti finansal tavsiyeyi üreten veya kamuya yayımlayanların sorumluluğundadır. Bu yöndeki bir bilgilendirme, yatırımcıların, finansal tavsiyede yer alan değerlendirmenin doğruluğunu ölçebilme imkânı sağlaması açısından önemlidir.

Finansal tavsiyeyi üreten veya hazırlayanların, ilgili kamu otoritesinin talep etmesi durumunda, finansal tavsiyenin makul, mantıklı, kabul edilebilir olduğunu kanıtlayabilmeleri gerekmektedir. Kanıtlama yükümlülüğü, finansal tavsiyede yer alan değerlendirme ve yorumun oluşturulmasına temel teşkil eden tüm bilgi ve belgeler ile diğer dokümanların yanı sıra varsayımların tutarlı olduğunun da ortaya konulmasını gerektirmektedir. Kanıtlama yükümlülüğü, aynı zamanda finansal tavsiyelerin sübjektifliğine de bir sınırlandırma çizmektedir. Çıkar ilişkisi veya çatışmasının olması durumunda sözkonusu ilişkinin açıklanması kimi durumlarda yeterli olmamakta, finansal tavsiyenin önyargıdan uzak düzenlenmesi gerekmektedir. Finansal tavsiyeyi üretenlerin, tavsiyelerin makul, mantıklı ve kabul edilebilir olduklarını kanıtlama yükümlülüğü hazırlanan raporların ya da yapılan önerilerin “önyargıdan” maksimum ölçüde uzak olmasını sağlamaktadır.

II.4.3. Tavsiyelerin Adil Sunumuna İlişkin İlave Yükümlülükler

Düzenleme kapsamında, finansal tavsiyelerin adil sunumuna ilişkin olarak, okuyucuların daha objektif yatırım kararı alabilmelerini teminen yukarıda yer verilen genel kuralların yanı sıra ilave bazı yükümlülükler de öngörülmüştür.

Tavsiyenin üretilmesinde kullanılan, ihraççıdan temin edilen bilgiler dahil tüm önemli bilgi kaynaklarına tavsiyede açıkça yer verilmesi zorunludur. Finansal tavsiyenin kamuya yayımlanmadan önce ihraççıya açıklanıp açıklanmadığı ve özellikle açıklanmış olması durumunda

sözkonusu tavsiyenin ihraççı tarafından değiştirilip değiştirilmediği yatırımcı kararları açısından önemli bir bilgidir. Ancak sözkonusu yükümlülük sadece ihraççı tarafından kendisine sunulan finansal tavsiyeyi önemli ölçüde değiştirmesi durumunda sözkonusu olacaktır. Bir başka ifadeyle finansal tavsiye ihraççıya gösterilmiş olsa bile, ihraççının tavsiyede önemli bir değişik yapmaması durumunda, ilgili kişinin tavsiyede açıklama yapma yükümlülüğü bulunmamaktadır. Önemli ölçüde değişiklik yapılmış olması şartı, düzenlemelere temel teşkil eden Direktif'te yer almamakla birlikte üye ülke uygulamalarında herhangi bir değişikliğin yapılmamış olması ya da yapılan değişikliğin tavsiyenin yönünün değiştirilmesi gibi önemli bir değişiklik olmaması durumunda herhangi bir açıklama yapılmadığı görülmektedir.

Finansal tavsiyelerde yer alan değerlendirmelerde kullanılan değerlendirme teknik ve metodlarının tavsiyede yer alması yatırımcılar açısından karar aşamasında kullanılacak önemli bir bilgidir. Bununla birlikte elbette ki burada kastedilen, tavsiyenin oluşturulmasında kullanılan tüm matematiksel yöntemlerin tavsiye ile birlikte açıklanması değildir. Özellikle, indirgenmiş nakit akımları gibi genelde hemen herkes tarafından bilinen veya bilindiği kabul edilebilecek olan değerlendirme yöntemlerinin kullanılması durumunda kısa bir referans yapılması ve hatta sadece kullanılan yöntemin zikredilmesi de yeterlidir. Bununla birlikte, tavsiyede özel bir değerlendirme yöntemi veya metodunun kullanılması durumunda, yatırımcıların metodun genel işleyişi ve varsayımları hakkında yeteri seviyede bilgilenmelerine imkân sağlayacak detayda açıklamaların yapılması zorunludur.

Finansal tavsiyesinin ne anlama geldiğinin açıkça belirtilmesi zorunluluğu, genel ilkelerde olduğu gibi ek yükümlülükler içinde de tekrarlanmıştır. Özellikle, mümkün olması durumunda, finansal tavsiyenin geçerli olduğu süre aralığına yer verilmesi gerekli görülmektedir. Sadece finansal tavsiye değil, sözkonusu tavsiyeye uyulması durumunda veya önerilen finansal araçtan kaynaklanan muhtemel risklere yer verilmesine özel önem atfedilmektedir. Sözkonusu önem, tavsiyenin belirli bir senaryo analizi çerçevesinde yapılmış olması durumunda, senaryonun risk duyarlılığı ve gerçekleşme ihtimalinin de tavsiyede yer almasını zorunlu kılmaktadır. Belirli bir finansa araç ihraççısı hakkında, örneğin *“satışların geçmiş 3 ayda izlenmiş olduğu trendin devamı halinde önümüzdeki altı ay içerisinde hisse senedi değerinin % 13 artacağı düşünülmektedir”* şeklindeki bir finansal tavsiyede satışların beklendiği gibi gitmemesi durumunun da değerlendirilmesi ve okuyucuda senaryonun gerçekleşmemesi durumunda muhtemel sonuçlara ilişkin belirli bir öngörünün yapılmasına imkan verecek bilgilerin sağlanması gerekmektedir. Sözkonusu öngörünün gerçekleşme olasılığının finansal tavsiyede yer alması, okuyucu açısından gelecekteki fiyat hareketlerinin de gerçekleşme olasılığına ilişkin bir yargıya varmasına ve dolayısıyla daha tutarlı bir yatırım kararı vermesine imkân sağlayacaktır.

Belirli bir finansal araca veya ihraççıya ilişkin finansal tavsiyelerin yenilenme sıklığı ile sözkonusu politikada ortaya çıkan önemli değişikliklerin açıklanması ilgili finansal araç veya ihraççı hakkında ne sıklıkla tavsiye üretildiği konusunda bilgi vermesi açısından önemlidir. Ancak sözkonusu yükümlülük mutlaka yenilenme sıklığına ilişkin yazılı politikaları olmasını zorunlu tutmamakta, bununla birlikte bu tür politikaların var olması durumunda sözkonusu politika ile politikada meydana gelen değişikliklerin açıklanmasını istemektedir.

Finansal tavsiyelerin ilk yayımlanma tarihleri ile tavsiyeye konu finansal araçların tavsiyede yer alan fiyatlarının hangi tarih ve andaki fiyatlar olduğunun da açıklanması gerekmektedir. Sözkonusu açıklamaların açık ve dikkate çekici bir şekilde yapılması zorunludur. Finansal araçların fiyatlarının hangi tarih ve andaki fiyatlar olduğunu açıklanmasına ilişkin olarak, tavsiyede “*tüm fiyatlar 12.10.2006 tarihli ikinci seans kapanışları fiyatlarıdır*” şeklindeki bir genel ifade, yükümlülüğün yerine getirilmesi için yeterlidir.

Yayımlanan finansal tavsiye son 12 ay içinde aynı ihraççı veya finansal araç hakkında yayımlanan finansal tavsiyedeki yatırım stratejisinden önemli ölçüde bir değişikliği içeriyorsa, sözkonusu değişiklik ve önceki finansal tavsiyenin yayımlanma tarihine açıkça ve dikkat çekici bir nitelikte yer verilmesi gerekmektedir.

Finansal tavsiyelerin adil sunumu konusunda, kaynak, finansal tavsiyede yapılan değerlendirmeye ilişkin metot ve değerlendirme teknikleri ile duyarlılık analizleri dahil risklerin açıklanmasına ilişkin yukarıda sayılan yükümlülüklerin yerine getirilmesine ilişkin olarak, yapılacak açıklamaların finansal tavsiyeye oranla çok yer kaplaması durumunda, okuyucuların ilgili açıklamalara kolaylıkla ulaşabilecekleri bir yere açık ve dikkat çekici şekilde referans gösterilmesi yeterlidir. Referans gösterilecek yerin okuyucular tarafından kolayca ve doğrudan ulaşabilecek nitelikte olması gerekir. Finansal tavsiyeyi hazırlayan kurum ve kişinin web sitesi sözkonusu referans noktalarına örnek teşkil etmektedir. Bununla birlikte, ilgili yükümlülük ancak referans noktasına doğrudan ulaşma imkânı varsa sağlanmış kabul edilecektir. Örneğin referans gösterilen internet sitesinde ilgili açıklamaların başka bir site veya referans noktasından temin edilebileceğinin ifade edilmesi, ya da başka bir siteye link konulması ilgili yükümlülüğün yerine getirilmesi olarak kabul edilmeyecektir. Referans gösterilen web sitesinin ücrete tabi olması yükümlülüğün yerine getirilmesi açısından önem taşımamaktadır.

II.4.4. Çıkar Çatışmaları veya İlişkilerin Açıklanmasına İlişkin Genel Kurallar

Yatırımcıların doğru yatırım stratejileri belirleyebilmeleri için, finansal araç veya ihraççıya ilişkin mümkün olan her türlü bilgiye ulaşmaları önem taşımaktadır. Bu amaçla, finansal tavsiye hazırlayanlar ile finansal tavsiyede yer alan ihraççı veya finansal araçla herhangi bir finansal çıkar

ilişkisi veya çıkar çatışması bulunması durumunda, tavsiyelerde sözkonusu ilişkiler hakkında bilgi verilmesi yatırımcılar tarafından doğru yatırım kararları alınması açısından önemlidir. Aksi takdirde okuyucular, bu tür ilişkilerden haberdar olmadıklarından tavsiyenin subjektif bir nitelik içerebileceğini değerlendiremez ve eksik bilgi ile yatırım kararları alabilirler. Finansal piyasalarda, özellikle sermaye piyasalarında, kamu otoritelerinin en temel görevi ise, yukarıdaki gibi, oluşabilecek bilgi asimetrisini ortadan kaldırılmasıdır.

Bu amaçla, finansal tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek finansal ilişkiler dâhil tüm ilişki ve şartların açıklanması önem taşımaktadır. Sözkonusu açıklama yükümlülüğü, tavsiyeyi hazırlayanın tüzel kişilik olması durumunda, tüzel kişilik için herhangi bir sözleşme veya sözleşme olmaksızın çalışan gerçek veya tüzel kişiler açısından da uyulması gereken bir zorunluluktur.

Tavsiyeyi hazırlayanın tüzel kişilik olması durumunda, yapılacak açıklama, finansal tavsiyeyi tüzel kişilik adına hazırlayan gerçek kişi tarafından bilinen veya bilinmesi objektif kurallar içerisinde beklenebilecek olan çıkar ilişkisi veya çatışmalarını kapsamaktadır. Açıklama yükümlülüğü, tavsiyenin hazırlanmasında görev alması bile, tavsiye kamuya veya ihraççıya sunulmadan önce sözkonusu tavsiyeye ulaşan veya objektif kurallar içerisinde ulaşması beklenebilecek olan kişiler açısından da geçerlidir. Örneğin araştırma departmanı tarafından hazırlanan bir finansal tavsiye kamuya sunulmadan önce pazarlama müdürü tarafından inceleniyor ise, sözkonusu pazarlama müdürünün araştırma departmanında görev alan personelin vakıf olmadıkları bazı ilişkilerden veya çıkar çatışmalarından haberdar olması durumunda tavsiyeyi geri göndermesi ve sözkonusu ilişki ve çatışmaların da açıklanmasını sağlaması gerekmektedir.

Açıklanacak ilişki veya çatışma sadece finansal tavsiyenin hazırlanmasını sağlayan tüzel kişilik için değil aynı zaman sözkonusu tüzel kişilik ile ilişkili tüm tüzel kişiler için de geçerlidir. Örneğin, aracı kurumun ana ortaklığının aracı kurum tarafından hazırlanan tavsiyenin konusunu teşkil eden banka ile bir yatırım bankacılığı sözleşmesi bulunması durumunda sözkonusu ilişkinin tavsiyede açıklanması gerekmektedir. Benzer şekilde, aracı kurum için çalışan ve tavsiyeyi hazırlayan kişinin ücretinin, aracı kurum tarafından ihraççıya sunulan yatırım bankacılığı faaliyetleri ile finanse ediliyor olması, açıklanması gereken bir başka finansal ilişkidir. Yine, tavsiyeyi hazırlayan analistin, halka arz öncesi sözkonusu tavsiyenin konusu finansal aracı satın almış veya temin etmiş olması da açıklanması gereken bir ilişki niteliğindedir.

Çıkar ilişkisi ve çatışmalarının kural olarak tavsiyede yer alması gerekir, bununla birlikte sözkonusu açıklamaların tavsiyeye oranla çok yer kaplaması durumunda, tavsiyede açık ve ayırt edici bir şekilde sözkonusu açıklamaların yer aldığı bir yere atıf yapılması da yeterlidir. Daha önce

de ifade edildiği üzere atıf yapılan yerde açıklamaların kamu tarafından kolaylıkla ve doğrudan ulaşılabilir olması gerekmektedir.

II.4.5. Çıkar Çatışması veya İlişkilerin Açıklanmasına İlişkin İlave Yükümlülükler

Yatırımcıların korunması ve yatırım kararlarının objektif kriterler çerçevesinde verilebilmesini teminen, finansal tavsiyeyi hazırlayanlar ile finansal tavsiyenin konusu ihraççı veya araca ilişkin çıkar çatışması ve ilişkilerinin genel olarak açıklanmasına ilave olarak, bazı ilişkiler özellikle açıklanması gereken hususlar olarak tanımlanmıştır.

Her şeyden önce, finansal tavsiyeyi hazırlayan ile tavsiye konusu ihraççı arasındaki iştirak ilişkilerinin açıklanması önem taşımaktadır. Finansal tavsiyeyi hazırlayan ilgili kurum, sözkonusu kurum ile ilişki kurum ve ihraççı ile ihraççının ilişkili olduğu kurumlar arasındaki karşılıklı iştirak ilişkilerinin açıklanması gerekmektedir. Düzenlemelere temel teşkil eden Direktif kapsamında kurumların karşılıklı olarak birbirlerinin çıkartılmış sermayesinde % 5 veya daha fazla iştirake sahip olmaları durumunda sözkonusu iştirak bilgisinin finansal tavsiyede açıklanması zorunludur. Bununla birlikte Direktifteki sözkonusu oran üye ülkelerin inisiyatifleri doğrultusunda düşürülebilmektedir. Almanya için sözkonusu oranın, sözkonusu orana ilişkin açıklamaların detayına yer vermek şartıyla, finansal tavsiyeyi hazırlayan kurumlar için % 0,5'e kadar düşürülebileceği düzenlenmiştir. İngiltere'de ise açıklama yükümlülüğü % 5 olarak belirlenmiş olmakla birlikte firmaların % 1 oranındaki iştirakleri de açıklayabilecekleri düzenlenmiştir (FSA Handbook, COB-G 7.17.12) .

İştiraklerin doğrudan finansal tavsiyeyi hazırlayan kurum ile tavsiye konusu ihraççı arasında olması gerekmemektedir. Finansal tavsiyeyi hazırlayan kurumla ilişkili konumdaki bir ortaklıkta ihraççının sahip olduğu % 5 veya daha fazla pay ile ortaklık ve ilişkili kurumun ihraççıda sahip olduğu % 5 veya daha fazla orandaki iştirakin de açıklanması gerekir. Örneğin X Menkul Değerler A.Ş.'nin % 75'ine sahip olduğu Y Sigorta Şirketinin X Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan finansal tavsiyenin konusunu oluşturan Z Holding A.Ş.'nde % 5 veya daha fazla paya sahip olması, X Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan finansal tavsiyede açıklanması gereken bir çıkar ilişkisidir. Benzer şekilde Z Holding A.Ş.'nin Y Sigorta Şirketi'nde sahip olduğu % 5 veya daha fazla orandaki pay sahipliği de yine açıklanması gereken bir iştirak ilişkisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla birlikte ihraççının ilişki kurumlarında finansal tavsiyeyi hazırlayan kurum veya ilişkili kurumun ortaklık payına sahip olması Direktif kapsamında açıklanması gereken bir ilişki olarak tanımlanmamıştır.

Direktife ilişkin bir başka eksiklik ise, oransal sahipliğe yer verilirken yönetim ve denetimde imtiyaz sahibi olunması açıklanması gereken bir unsur olarak tanımlanmamıştır.

Hâlbuki sözkonusu ilişki de finansal tavsiyeyi hazırlayan kurum üzerinde tavsiyenin objektifliğini etkileyebilecek önemli bir çıkar ilişkisidir. Bu kapsamda olmak üzere her ne kadar Direktif'te yer almasa da, Direktifin 6(1)(a) maddesinin ikinci fıkrası çerçevesinde sözkonusu ilişkinin de açıklanması gereken bir ilişki olarak tanımlanabileceği düşünülmektedir.

Direktif'te, finansal tavsiyeyi hazırlayan ilgili kişilerin veya ilişkili kişilerin ihraççı ile olan diğer tüm önemli mali ilişkilerinin de açıklanması gerektiğine yer vermektedir. Ancak önemli mali ilişki tanımına yer verilmediği gibi örnekleme de yapılmadığı görülmektedir. Bununla birlikte önemli mali ilişki tanımını içerisine, kredi ilişkisi, kira sözleşmeleri gibi çıkar ilişkilerinin girebileceği düşünülmektedir.

Direktifte üçüncü olarak, ülkemizde henüz uygulama alanı bulunmasa bile, ilgili kişinin ihraççının finansal araçlarında piyasa yapıcı olarak veya benzeri likidite sağlama görevi üstlenmiş olması durumunda, sözkonusu ilişkinin de finansal tavsiyelerde açıklanması gerektiği düzenlenmiştir. Benzer şekilde, ilgili kişinin son 12 ay içerisinde ihraççının herhangi bir finansal aracının halka arzında konsorsiyum lideri veya eş lider olarak görev almış olması durumunda sözkonusu hususunda da finansal tavsiye ile birlikte okuyucuya sunulması gerekmektedir.

Okuyucunun ilgili kişi ile ihraççı arasındaki ilişkilerin niteliği konusunda bilgi sahibi olabilmesini teminen ihraççı ile ilgili kişi arasında imzalanmış olan yatırım bankacılığı hizmetine ilişkin sözleşmelerin açıklanması oldukça önem taşımaktadır. Keza sözkonusu sözleşmelerin hazırlanan finansal tavsiyelerinin sıhhatini etkilemesi kuvvetle muhtemeldir. Sözleşmeye ilişkin bilgilerin açıklanması iki şarttan herhangi birinin gerçekleşmesi durumunda sözkonusu olacaktır. Bu şartlar;

- sözleşmenin son 12 ay içinde imzalanmış olması
- sözleşme daha eski tarihli olsa bile son 12 ay içerisinde sözkonusu sözleşmeye ilişkin bir ödemenin veya ödeme taahhüdünün yapılmış olması

dır. Ancak eğer açıklanacak olan bilgi, ihraççı veya ilgili kişinin ticari sırlarının kamuya açıklanması sonucunu doğurması veya doğurma ihtimali bulunması durumunda açıklama yapılmayacaktır. Açıklama yapma yükümlülüğü sadece ihraççı ile ilgili kişi arasındaki sözleşmeler için değil, ilişkili kişi ile ihraççı arasındaki sözleşmeler için de geçerlidir.

İlgili kişi ve ihraççılar arasında açıklanacak bir başka sözleşme ise, taraflar arasında finansal tavsiye üretilmesine ilişkin varılan anlaşmalardır. İlgili kişi veya ilişkili kişi ile ihraççı arasında gerek ilgili kişi veya gerekse ilişkili kişinin ihraççıyı veya ihraççının finansal araçlarını konu alan

tavsiyelerin hazırlanması konusunda bir sözleşme imzalanmış olması durumunda sözkonusu sözleşmenin varlığı konusunda okuyucuya açıklama yapılması zorunludur.

Düzenleme, daha önce de ifade edildiği üzere ilgili kişiler ile ihraççılar arasındaki çıkar çatışmalarının önlenmesine ilişkin bir yükümlülük getirmemekle birlikte, 2004/39/EC sayılı Finansal Araçlara İlişkin Piyasalar Direktifinde, yatırım şirketleri ve kredi kuruluşlarının çıkar çatışmalarını önleyecek gerekli organizasyonel ve idari önlemleri almaları zorunluluğu getirilmiştir. Benzer bir yükümlülük Seri:V, No:46 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği”nin 11 inci maddesi kapsamında Türk sermaye piyasası mevzuatında da yer almaktadır. Bu çerçevede, yatırım şirketleri (aracı kurumlar) veya kredi kuruluşları tarafından bu yönde alınmış olan önlemlerin tavsiyeler ile birlikte okuyucuya sunulması zorunludur.

Düzenlemelerde, yatırım şirketleri ve kredi kuruluşları tarafından, her üç ayda bir, “al”, “sat”, “tut” veya benzeri terimlerle yapmış oldukları tavsiyelerin toplam tavsiyeler içerisindeki payı ile her bir tavsiye grubu içerisinde geçen 12 ay boyunca önemli yatırım bankacılığı hizmeti vermiş oldukları ihraççıların oranlarının açıklanması bir yükümlülük olarak yer almaktadır. Sözkonusu yükümlülüğün yerine getirilmesi için, “Geçmiş 12 ay boyunca yapılan “tut” tavsiyesi toplam tavsiyelerin % 13’ü, “sat” % 45’i, “al” ise % 42’sidir. Sözkonusu tavsiyeler içerisinde yatırım bankacılığı hizmeti verilen ihraççıların oranı ise sırasıyla, % 3, % 12 ve % 17’dir.” şeklindeki bir açıklama yeterli olacaktır. Tabii ki sözkonusu oran ve rakamlar bir tablo şeklinde verilebileceği gibi grafik olarak da tavsiyelerde yer alabilir.

Gerek finansal tavsiyelerin adil sunumuna gerekse çıkar çatışmalarının açıklanmasına ilişkin bölümlerde de ifade edildiği üzere yapılacak tüm açıklamaların finansal tavsiyede yer alması esastır. Bununla birlikte yapılacak açıklamaların finansal tavsiyeye nazaran çok yer kaplaması durumunda, tavsiyelerde açıklamaların yer aldığı ve okuyucular tarafından kolaylıkla ve doğrudan ulaşılabilecek bir bilgi kaynağına atıf yapılması da mümkündür.

II.4.6. Sözlü Finansal Tavsiyelere İlişkin Yükümlülükler

Finansal tavsiyeler basılı ortamda verilebileceği gibi elektronik posta yolu ile veya sözlü olarak radyo veya televizyon kanalları vasıtasıyla da kamuya açıklanabilir. Finansal tavsiyelerin yazılı veya başka yollarla yapılmış olması durumunda yükümlülükler uyum konusunda herhangi bir farklılaştırma sözkonusu olmayıp, tavsiyelerin basılı ortam dışında sunulması halinde de, çıkar ilişkisi ve çatışmalarına ilişkin açıklamaların aynen yazılı finansal tavsiyelerde öngörüldüğü üzere yapılması gerekli görmüştür. Bununla birlikte, tavsiyenin niteliği nedeniyle, açıklama yükümlülüğü, açıklamaların yer aldığı ve tavsiyeden haberdar olanların doğrudan ve kolaylıkla ulaşabilecekleri bir bilgi kaynağına atıf yapılması olarak tanımlanmıştır. Sözkonusu bilgi kaynağı tavsiyeyi hazırlayanın

internet sitesi olabileceği gibi başka herhangi bir ortam da olabilir. Daha önce de ifade edildiği üzere buradaki kritik terim, ilgililer tarafından doğrudan ve kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

III. DÜZENLEME İLE BEKLENEN FAYDA

Türk sermaye piyasasında yatırımcılara doğrudan sunulan yatırım tavsiyelerine ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:V, No:55 sayılı Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Aracı Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlemeler getirilmiştir. Ancak söz konusu düzenlemeler, Rapor'un başlangıcında ifade edilen ayırım çerçevesinde sadece yatırım danışmanlığı faaliyetine yöneliktir. Hatta söz konusu Tebliğ'de Direktif ve Tebliğ Taslağı kapsamında "finansal tavsiye" olarak tanımlanan yönlendirici nitelikteki tavsiyeler Tebliğ kapsamı dışında tutulmuştur. Bu husus "yatırım danışmanlığı" ve "finansal tavsiye" arasındaki ayırım dikkate alındığında doğru olarak nitelendirilebilecek olmakla birlikte finansal tavsiyelere yönelik herhangi bir standardın belirlenmemiş olması düzenlemeleri eksik bırakmaktadır diye düşünülmektedir.

Türk yatırımcıların gazete, dergi gibi basılı yayın organları ile diğer kaynaklardan temin ettikleri değerlendirmelere dayalı yatırım yaptıkları bir gerçektir. Bu anlamda olmak üzere sermaye piyasasına olan güvenin temini ve yatırımcıların korunması açısından esas itibarıyla yatırım danışmanlığı dışında kalan finansal tavsiyelere ilişkin standartların belirlenmesi de önem taşıdığı düşünülmektedir. Gelişmiş ülke düzenlemeleri dikkate alındığında AB'de 2003/125/EC sayılı Direktif, Amerika Birleşik Devletleri'nde ise AC Düzenlemesi (Regulation AC) bu konudaki standartları belirleyen düzenlemeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Keza yatırımcıların büyük bir kısmının piyasalarda yaygın olarak kullanılan ve kamuoyuna açık bir şekilde sunulan araştırma raporlarına dayalı olarak yatırım yaptıkları hususu dikkate alındığında konunun önemi daha net olarak ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcıların finansal tavsiyelere dayalı olarak yatırım yapmaları nedeniyle piyasaya olan güvenin tesisinin yanı sıra, finansal araştırmalar neticesinde yatırımcıların hukuka aykırı eylemlerle yönlendirilebileceği hususu da dikkate alınması gereken başka bir unsurdur. Keza, finansal araştırma veya tavsiyede, söz konusu tavsiyeyi/raporu hazırlayan kişinin, tavsiyede yer alan finansal araç üzerinde menfaatinin bulunması, bu bilgi olmaksızın yapılan yatırımlar açısından önemli problemlere neden olabilecektir. Ancak bu bilginin tavsiyede yer alması ve yatırımcının bu bilgiyle birlikte yatırım yapması durumunda herhangi bir aykırılıktan veya yatırımcının korunması ihmalinden bahsedilemeyecektir.

Sonuç olarak finansal tavsiyelerin adil sunumu ve çıkar çatışmaları ile finansal çıkarın açıklanması, sermaye piyasasında yatırımcının korunması ve piyasaya olan güvenin sağlanması

açısından önemli bir düzenleme niteliği taşımaktadır. Anılan düzenlemelerin sermaye piyasası mevzuatına alınması ile yatırımcıların korunması ilkesinin daha etkin sağlanması anlamında önemli bir gelişmenin elde edileceği düşünülmektedir.

KULLANILAN KAYNAKLAR

1. CESR, CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments 1st Set of Mandates, Paris, France, January 2005
2. CESR, CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments 1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates Paris, France, April 2005
3. COMMISSION Directive, 2003/125/EC on implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest, Official Journal of the European Union, 24.12.2003, L 339/73
4. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Investment research and financial analysts*, Brussels, 12.12.2006 SEC(2006) 1655
5. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Investment research and financial analysts*, Brussels, 12.12.2006, COM(2006) 789 final
6. IOSCO, Report on Analyst Conflicts of Interest, September, 2003,
7. IOSCO, IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell Side Securities Analyst Conflict of Interest, September 2003