

**SERMAYE PİYASASI KURULU  
ARACILIK FAALİYETLERİ DAİRESİ**

**YATIRIMCILARIN KORUNMASI KAPSAMINDA  
ARACILIK FAALİYETLERİNDE İŞ YAPIŞ KURALLARINA  
İLİŞKİN YURTDIŞI DÜZENLEMELER  
VE TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Uzman Yardımcısı  
Tuğba ÇAKIN**

**Şubat 2010  
ANKARA**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Küreselleşmenin etkisiyle sermaye piyasalarında sunulan ürün ve hizmetler çeşitlenmiş ve daha karmaşık hale gelmiştir. Bu durum tasarruf sahiplerinin tasarruflarını kullanabilecekleri seçenekleri artırmakta, ancak aynı zamanda yatırımcılar için yeni risklerin doğmasına neden olmaktadır.

Diğer taraftan finans alanındaki düzenleyici otoriteler için düzenleme arbitrajının ülke aleyhine neden olabileceği olumsuz etkilerden sakınırken yatırımcıların haklarının korunması arasında ince bir dengede düzenleme yapma gereği doğmaktadır. Sermaye piyasalarında sermaye piyasası suçlarının önlenmesinden, halka açık şirketlerdeki kamuyu aydınlatma ve çağrı gibi düzenlemelere kadar yatırımcının korunmasına ilişkin pek çok düzenleme bulunmaktadır. Yatırımcıların korunması amacıyla sermaye piyasalarında yapılan düzenlemelerden birini de aracı kuruluşların müşterilerine sundukları finansal ürün veya hizmetlere ilişkin iş yapış kurallarının düzenlenmesi oluşturmaktadır. İş yapış kurallarının düzenlenmesi özellikle yeni çıkan finansal ürün ve hizmetlerde yatırımcının korunması ve piyasa ortamına yeteri kadar esneklik sağlanması arasındaki dengeyi sağlamak açısından önem arz etmektedir.

Bu kapsamda yurtdışı düzenlemelerine bakıldığı zaman ABD’de konuya ilişkin ilkelerin ilgili kanunlar kapsamında SEC tarafından belirlendiği, alt düzenlemelerin ise öz düzenleyici kuruluşlar tarafından yapıldığı anlaşılmaktadır. ABD düzenlemelerinde aracı kurumların adil muamele ilkesine bağlı kalarak müşterileri ile işlerini yürüteceği kabulü ile yatırım danışmanlığı için yerindelik yükümlülükleri, durum tespiti ve açıklama yapma yükümlülüğü, en iyi işlemi gerçekleştirme yükümlülüğü ve müşteri onayı kuralı gibi ilkeler aracılık faaliyetlerinde iş yapış kurallarının genel çerçevesini oluşturmaktadır.

Avrupa Birliği’ndeki düzenlemeler ise MiFID kapsamında tek bir şemsiye altında toplanmaktadır. Esas olarak, Avrupa Birliği üyesi ülkeler arasında uyumlaştırılmış bir piyasa oluşturmayı hedefleyen MiFID’de yatırımcı ve aracı kuruluş arasındaki ilişkilere ilişkin düzenlemeler de geniş yer tutmaktadır.

Düzenlemeler, hem bireysel yatırımcılar için hem yetkin ve risk iştahı kabarık yatırımcılar için Avrupa sermaye piyasalarını cazip hale getirmeyi hedeflemektedir. Bu çerçevede, iş yapış kurallarına ilişkin olarak açıklama yapma yükümlülüğü (disclosure), çıkar çatışması, yerindelik testi (suitability test), uygunluk testi (appropriateness test), en iyi işlem gerçekleştirme yükümlülüğü (best execution policy) ve yatırımcıların sınıflandırılmasına ilişkin hususlar düzenlenmiştir.

Yukarıda yer alan hususlar da dikkate alınarak Türkiye sermaye piyasalarının Dünya genelinde rekabet edebilir hale getirilmesi için yurtdışındaki benzer uygulamaların ülkemiz içinde uygulanması, özellikle tezgahüstü türev araçlar ile forex olarak adlandırılan kaldıraçlı döviz işlemlerinin taşıdığı yüksek karşı taraf ve pozisyon riskleri dikkate alınarak bu ve benzeri ürün ve hizmetlerin ülkemizde düzenleme altına alınmasında yurtdışındaki uygulamalara paralel, çıkar çatışmasının açıklanması, yatırımcıların sınıflandırılması, sınıflandırılan yatırımcılara göre iş yapış kurallarının düzenlenmesi gerektiği düşünülmektedir.

Bu çerçevede Türkiye için getirilen öneriler arasında yer alan yatırımcıların sınıflandırılmasına ilişkin hükümler öncelikle kompleks ürünler için geliştirilen uygunluk testi için uygulanacak olsa da ileride yatırım danışmanlığı veya yoğunlaşma kuralının terk edilmesi gibi düzenlemeler için de bir altyapı oluşturacaktır. Diğer bir öneri olan uygunluk testi ülkemiz için yeni bir uygulama olmakla birlikte risk düzeyi yüksek ürünlerin müşterilere sunulması sırasında aracı kuruluşların sorumsuz davranarak yatırımcı mağduriyetine yol açmamaları için aracı kuruluşlara belirli sorumluluklar yüklemektedir. Diğer yandan yatırımcı sınıflandırmasının sağladığı imkan ile sermaye piyasalarında belirli bir yetkinliği haiz yatırımcıları düzenlemenin dışında tutarak profesyonel yatırımcılar için esnek bir yatırım ortamı sunacaktır. Son olarak, aracı kuruluşların kendi nam ve hesaplarından yatırımcıya sunacakları finansal ürünlerde, özellikle foreks ve türev araçlarda doğabilecek çıkar çatışmaları hakkında yatırımcının bilgilendirilmesi amacıyla mevcut düzenlememizde bir değişiklik önerisi getirilmiştir.

## İÇİNDEKİLER

<i>YÖNETİCİ ÖZETİ</i>	<i>ii</i>
<i>İÇİNDEKİLER</i>	<i>iv</i>
<i>KISALTMALAR CETVELİ</i>	<i>vi</i>
<i>I. GİRİŞ</i>	<i>1</i>
<i>II. YATIRIMCILARIN KORUNMASI VE İŞ YAPIŞ KURALLARI</i>	<i>3</i>
II.1. Finansal Piyasada Yatırımcıların Korunması	3
II.2. Sermaye Piyasalarında Yatırımcıların Korunması	3
II.3. Aracılık Faaliyetleri Kapsamında Yatırımcının Korunmasına İlişkin Düzenlemeler	4
II.3.1. Mali Yapılarının Güçlü Tutulması	4
II.3.2. Dolandırıcılığa Karşı Koruma	6
II.3.3. Çıkar Çatışmalarına Karşı Koruma Sağlanması	7
II.4. İş Yapış Kuralları	8
<i>III. İŞ YAPIŞ KURALLARINA İLİŞKİN YURTDIŞINDAKİ DÜZENLEMELER</i>	<i>10</i>
III.1. Amerika Birleşik Devletlerindeki Düzenlemeler	10
III.1.1 Giriş	10
III.1.2 Adil Muameleye İlişkin Hükümler	11
III.1.3 Yerindelik Yükümlülükleri	11
III.1.4 Açıklama Yapma Yükümlülükleri ve Durum Tespitine İlişkin Düzenlemeler	13
III.1.5 En İyi İşlemi Gerçekleştirme Yükümlülüğü	15
III.1.6. Müşteri Onayı Kuralı	16
III.2. Avrupa Birliğindeki Düzenlemeler	17
III.2.1 Giriş	17

III.2.2. MiFID Kapsamında Genel Görünüm	18
III.2.3. Açıklama Yapma Yükümlülüğü (Disclosure)	20
III.2.4. Yerindelik Testi	23
III.2.5. Uygunluk Testi	25
III.2.6. En İyi İşlemi Gerçekleştirme Yükümlülüğü	26
III.2.7. Çıkar Çatışmalarına İlişkin Düzenlemeler	27
III.2.8. Yatırımcıların Sınıflandırılması	28
<i>IV. TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER</i>	32
IV.1. Yatırımcıların Sınıflandırılması	33
IV.2. Uygunluk Testi	36
IV.3. Çıkar Çatışmaları	40
<i>V. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ</i>	42
<i>KAYNAKÇA</i>	44

## KISALTMALAR CETVELİ

<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>SEC</b>	Securities and Exchange Commission
<b>FSA</b>	Financial Services Authority
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPKn</b>	Sermaye Piyasası Kanunu
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>FINRA</b>	Financial Industry Regulation Authority
<b>NASD</b>	National Association of Securities Dealers
<b>FSAP</b>	Financial Sector Assessment Program
<b>NFA</b>	National Futures Association
<b>MiFID</b>	Markets in Financial Instruments Directive
<b>UCITS</b>	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
<b>İFM</b>	İstanbul Finans Merkezi

## I. GİRİŞ

Küreselleşmeye yön veren önemli unsurlarından biri olarak sermaye piyasaları, son yıllarda giderek daha fazla bireyin hayatında yer almaya başladığı gibi, bu alanda yaşanan uzmanlaşmanın neticesinde sunulan ürün ve hizmetler hem çeşitlenmiş hem daha karmaşık hale gelmiştir. Sermaye piyasalarına ulaşılabilirliğin özellikle internet üzerinden sağlanan hizmetler vasıtasıyla kolaylaştığı günümüzde tasarruf sahiplerinin tasarruflarını kullanabilecekleri seçenekleri artmış, bu oranda sektördeki rekabet de hız kazanmıştır.

Yukarıda yer alan koşullar altında sermaye piyasalarında düzenleme çerçevesinin, düzenleme arbitrajının ülke aleyhine neden olabileceği olumsuz etkilerden sakınmakla yatırımcıların haklarının korunması arasında ince bir dengede değerlendirilmesi gereği doğmaktadır. Bu çerçevede, en önemli işlevlerinden biri yatırımcıların korunması olan sermaye piyasası düzenleyici otoritelerin bu alanda yapılan düzenlemelerde tasarruf sahibine yeteri kadar koruma sağlarken piyasa ortamını gereğinden fazla düzenlemeye, yani bir anlamda gereğinden fazla bürokratik süreç ve kırtasiye işlerine boğmaması gerekmektedir. Zira bu durum, ülkenin diğer ülkelere karşı rekabet edebilirliğini zayıflatırken yurt içi yerleşik tasarruflarında yurtdışına kaymasına neden olabilecektir.

Sermaye piyasalarında yatırımcının korunmasına ilişkin düzenlemeler çok önemli bir yer tutmaktadır. Manipülasyon ve içerden öğrenenlerin ticareti gibi sermaye piyasası suçlarının önlenmesinden, halka açık şirketlerdeki kamuyu aydınlatma ve çağrı gibi düzenlemelere kadar pek çok alandaki düzenleme yatırımcıların korunmasını amaçlamaktadır. Yatırımcıların özellikle ikincil piyasalarda işlem yaparken karşılaştığı önemli risklerden biri de iş yaptıkları aracı kuruluşların dolandırıcılık niyeti taşıyan ya da ihmalkâr ve özensiz davranışlarından dolayı maruz kalabilecekleri zararlardır. Yatırımcılara sermaye piyasalarında tam bir koruma şemsiyesi sağlamanın olmazsa olmaz koşullarından biri de düzenleyici otoritelerin aracı kuruluşlar ile yatırımcılar arasındaki ilişkilerde yatırımcıların korunmasını hedefleyen düzenleme yapması gereğidir. Diğer taraftan bu

düzenlemelerin hem yatırımcı için hem aracı kuruluş için gereğinden fazla iş yüküne ve bürokratik sürece neden olması da önlenmelidir.

Bu çalışmanın konusunu, yukarıda yer alan hususlar çerçevesinde sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kuruluşların müşterilerine sundukları finansal ürün veya hizmetlere ilişkin yatırımcıların korunması amacıyla iş yapış kurallarının düzenlenmesinin incelenmesi oluşturmaktadır.

Bu kapsamda, II. bölümde yatırımcıların korunmasına ilişkin genel çerçeve ve aracılık faaliyetleri kapsamındaki korumaya ilişkin düzenlemeler ile özelde iş yapış kurallarının düzenlenmesindeki temel gerekçeler sunulmaktadır. III. bölümde ABD ve AB mevzuatında konuya ilişkin düzenlemeler incelenmekte ve IV. bölümde yurtdışı uygulamalar da dikkate alınarak Türkiye için iş yapış kurallarına ilişkin düzenleme önerilerine yer verilmektedir. V. bölümde ise genel olarak konuya ilişkin değerlendirmelere yer verilmektedir.



## **II. YATIRIMCILARIN KORUNMASI VE İŞ YAPIŞ KURALLARI**

### **II.1. Finansal Piyasada Yatırımcıların Korunması**

Finansal piyasada kamu otoritesince düzenleme yapılmasının üç temel nedeni bulunmaktadır. Bunlar, monopolistik yapıların önlenmesi, müşteri koruması ve sistemik riskin bertaraf edilmesi olarak sıralanmaktadır. Monopolistik yapıların önlenmesi ve sistemik riskin bertaraf edilmesi hedefleri de dolaylı olarak yatırımcı korumasının içeren hedeflerdir.

Finansal piyasalarda yatırımcının korunmasına ilişkin düzenlemeler ise temel olarak ikiye ayrılmaktadır. İlk grupta yer alan mali yapıya ilişkin düzenlemeler, sistemik riskin önlenmesi saikinin yanı sıra finansal kuruluşun mali yapısının müşteri adına düzenleyici otorite tarafından izlenmesi ve denetlenmesi çerçevesinde yürütülmektedir. Buradaki ana hedef müşterinin iş yaptığı finansal kuruluşun finansal sağlamlığının devamını sağlamaktır. İkinci grupta yer alan iş yapış kurallarına ilişkin düzenlemeler ise finansal kuruluşların müşterileriyle nasıl iş ilişkisinde bulunması gerektiğini belirten hükümler içerir. (Goodhart vd. 1998)

### **II.2. Sermaye Piyasalarında Yatırımcıların Korunması**

Sermaye piyasası özelinde konu incelendiği zaman, finansal düzenlemenin üç temel sacayağından biri olan yatırımcıların korunması amacının daha da önem kazandığı görülmektedir. Zira sermaye piyasalarının güven içinde ve etkin çalışabilmesinin ve kaynakların fon arz edenlerden fon talep edenlere sağlıklı bir şekilde aktarılabilmesinin en önemli temellerinden birini yatırımcıların piyasaya güveninin tesis edilmiş olması oluşturmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanununun 1 inci maddesi *“Bu Kanunun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir.”* diyerek yatırımcıların korunması hususunu SPKn iki ana hedefinden biri olarak belirlemektedir.

Sermaye piyasasında yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemeler yatırımcıları piyasadaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkan zararlardan korumayı amaçlamamaktadır. Sermaye piyasasında yatırımcıların korunması hedefi ilk olarak doğrudan finansman modeli çerçevesinde sermaye piyasasına yatırım yapmış veya yapacak olan yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgileri tam, zamanında ve doğru biçimde edinmelerini sağlamayı ve ikinci olarak ise yatırımcıların varlıklarını bu piyasada faaliyet gösteren ve yatırımcıların nam ve hesabına işlem yapan aracılardan risklerine karşı korumayı hedeflemektedir. (Kılıç, 1997)

Halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma ve devralmalarda çağrı yükümlükleri başta olmak üzere manipülasyon, içerden öğrenenlerin ticareti ve şirketlerin yanlış beyanlarının önlenmesine ilişkin hükümler sermaye piyasalarında yatırımcının korunması hedefleyen ilk grupta yer alan düzenlemeler olarak sayılabilir. Bütün bunların yanında, yatırımcıların aracı kuruluşlarla yaptıkları işlemlerde aracı kuruluşların müşterisi olmalarından kaynaklanan risklere karşı koruma hedefleyen ikinci gruptaki düzenlemeler de aşağıda yer almaktadır.

### **II.3. Aracılık Faaliyetleri Kapsamında Yatırımcının Korunmasına İlişkin Düzenlemeler**

Yukarıda da belirtildiği üzere, yatırımcıların ihraççılara ve bu kapsamda finansal ürünlere olan güveninin yanında finansal piyasalarda işlem yapmalarına aracılık eden kuruluşlara olan güvenleri de sistemin işlerliği açısından önemli bir yer tutmaktadır.

Bu çerçevede kamu otoriteleri aracı kuruluşlara yönelik yapılan düzenlemelerle yatırımcıların korunmasına ilişkin bir takım önlemler almaktadır. Söz konusu düzenlemeleri; 1. Mali yapılarının güçlü tutulması, 2. Dolandırıcılığa karşı koruma, 3. Çıkar çatışmalarına karşı koruma hedefleri altında toplamak mümkündür.

#### **II.3.1.Mali Yapılarının Güçlü Tutulması**

Kamu otoriteleri tarafından aracı kuruluşların mali yapılarına ilişkin yapılan düzenleme, gözetim ve denetleme faaliyetlerinin iki ana amacı bulunmaktadır.

Bunlardan birincisini herhangi bir aracı kuruluşun mali zorluğa düşmesi durumunda sistemin bir bütün olarak bu durumdan olumsuz etkilenmesi yani oluşacak bir sistemik riske karşı önlem alınması oluştururken bir diğerini aracı kuruluşun müşterisi durumundaki yatırımcıların söz konusu mali sorunlardan etkilenmesini önlemek oluşturmaktadır.

Son finansal kriz, küreselleşen ve entegre olmuş mali piyasalarda aracı kuruluşların mali yapılarındaki bir zayıflığın sistemik risk üzerinden tüm finansal piyasaları hatta reel piyasaları da olumsuz etkileyebileceğini göstermiş ve bu durum aracı kuruluşların mali yapılarına ilişkin düzenlemelerin özellikle sermaye yeterliliği düzenlemelerinin yeniden tartışmaya açılmasına neden olmuştur. Konuya ilişkin tartışmaların ana odağını tezgahüstü piyasalardaki ürünlerin olası risklerini hesaplamada yaşanan problemler ile piyasa fiyatları üzerinden düzenli kar/zarar beyanına dayalı muhasebe sistemi olan “mark to market”ın yarattığı sorunlar oluşturmaktadır.

Mali yapıda ortaya çıkan zayıflıklar tüm mali piyasaları etkilediği için genel olarak yatırımcının güvenini sarsmakla birlikte söz konusu aracı kuruluşun müşterisi konumundaki yatırımcıların aracı kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirememesinden kaynaklanan mağduriyeti söz konusu olabilmektedir. Bu gibi durumlarda yatırımcının kayıplarının bir kısmı güvence fonları kapsamında karşılanabilmekte ancak koruma dışında kalan varlıklar için yatırımcının genel hukuk kuralları çerçevesinde hak araması gerekmektedir. Bu ise hem zaman alıcı hem yatırımcı için yorucu bir süreç olduğu için yatırımcının sermaye piyasalarına olan güveni büyük ölçüde sarsılmaktadır. Her ne kadar son finansal kriz ile birlikte aracı kuruluşların mali yapılarına ilişkin düzenlemelerin ana odağını sistemik riskin önlenmesi oluşturmakta ise de sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemelerin de önemli bir parçasını oluşturmaktadır.

Ülkemizde bu amaçla bankaların sermaye yeterliliğine ilişkin düzenleme ve gözetleme faaliyeti “Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik” çerçevesinde BDDK tarafından yürütülürken aracı kurumların sermaye yeterliliğine ilişkin düzenleme ve gözetleme

faaliyeti Seri:V No:34 sayılı “Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” kapsamında SPK tarafından yürütülmektedir.

### **II.3.2. Dolandırıcılığa Karşı Koruma**

Yatırımcıların aracı kuruluşlar ile olan ilişkilerinde aracı kuruluşlar menkul kıymetlere ilişkin yatırımcı nam ve hesabına alım satım yapmakta, virman işlemi gerçekleştirmekte ve gerektiğinde saklama hizmeti vermekte, bütün bunların dışında özellikle yurtdışındaki uygulamalarda sıkça görülen şekilde emirleri kendi portföyünden karşılayabilmektedir. Türev araçlara ilişkin ise üçüncü taraflarla sözleşme akdedilmesine aracılık etmekte, yatırımcı adına teminatını izlemekte veya kendi nam ve hesabına yatırımcı ile türev araç sözleşmesi akdedebilmektedir.

Aracı kuruluşların yatırımcı adına işlem yapması veya yatırımcılarla kendi arasında ikili işlem yapması yatırımcılara ait varlıklara ilişkin çeşitli riskleri de beraberinde getirmektedir. Sermaye piyasasında yatırımcılar adına işlem yapmaya yetkili aracı kuruluşların veya çalışanlarının hileli veya ihmalkar davranışları sonucunda yatırımcının zarara uğraması ve yatırımcıya ait varlıkların aracı kuruluş veya çalışanları tarafından yatırımcının izni olmaksızın kullanılması bu riskler arasında sayılabilir (Kılıç, 1997)

Bu konuda yapılan düzenlemeleri esas olarak ikiye ayırmak mümkündür. Aracı kuruluşun veya bir çalışanın yatırımcıya karşı hileli veya ihmalkar bir davranışta bulunmasını önleyici tedbirlere ilişkin düzenlemeler yapmak esas olmakla birlikte yatırımcının sermaye piyasalarına olan güveninin artırılması amacıyla hileli davranışa maruz kalan yatırımcının kayıplarının tazmin edilmesini sağlayan bir mekanizmanın kurulması da önem arz etmektedir.

İlk grupta yer alan önleyici tedbirler arasında aracı kuruluş nezdinde etkin ve sağlam bir iç kontrol mekanizmasının kurulması, düzenleyici kamu otoritesinin aracı kuruluşlar nezdindeki sistemli gözetim ve denetim yürütmesi ile kamu otoritesince belli alanlarda iş yapış kurallarının belirlenmesi yer almaktadır. Ayrıca müşteri varlıklarının müşteri mülkiyetinde kalmasının sağlayan kaydi sistem gibi mekanizmalar da yatırımcının bu anlamda korunmasına hizmet etmektedir.

İkinci olarak yatırımcı güveninin tesis edilebilmesi amacıyla yatırımcının varlıklarını kaybetme ihtimaline karşı, sonrasında varlıklarının en azından bir bölümünün karşılanacağı tazmin fonları oluşturulmaktadır.

### **II.3.3. Çıkar Çatışmalarına Karşı Koruma Sağlanması**

Aracılık faaliyetlerinde çıkar çatışması; aracı kuruluşun müşterileri ile arasında güven ilişkisine dayanan işlemlerde müşterilere karşı taşıdığı sorumluluklarla kendi menfaatlerinin çatışmasından kaynaklanmaktadır. Çıkar çatışması aracı kuruluş ile müşteri arasında olabileceği gibi, aracı kuruluşun müşterileri arasında da yaşanabilir. Aracılık faaliyetlerinde en belirgin çıkar çatışmalarından biri aracı kuruluşların birden fazla finansal hizmet sundukları durumlarda yaşanmaktadır. Örneğin, yatırım bankacılığı hizmeti verilen bir halka açık şirketin menkul kıymetlerine ilişkin diğer yatırımcılara sunulacak yatırım danışmanlığı faaliyeti bunların arasında sayılabilir. Bir diğer örnek de aracı kuruluşun kendi nam ve hesabına yazdığı türev ürünlerin yatırımcılara satışı sırasında yaşanabilmektedir. Örnekleri çoğaltmak mümkün olduğu gibi sık rastlanan durumlardan biri de, aracı kuruluşların yapılan işlem sayısına bağlı komisyon üzerinden çalışmaları nedeniyle yatırım danışmanlığı kapsamında olsun ya da olmasın müşterilerine sundukları finansal tavsiyelerde işlem hacmini artırıcı şekilde davranmalarıdır. (Poser, 1999)

Söz konusu çıkar çatışmalarını önlemek amacıyla doğrudan menfaat çatışmasını önleyici düzenleme yapılması mümkündür. Bununla beraber, özellikle son yıllarda artan finansal ürün ve finansal hizmetlerdeki çeşitlilik nedeniyle muhtemel çıkar çatışmalarını önceden tespit edip düzenleme yapılması her durumda mümkün olmamakta bunun yerine konuya ilişkin genel ilkeler belirlenmektedir.

Ülkemizde genel bir hüküm olarak Seri:V No:46 sayılı Tebliğ'in "*Faaliyetler Süresince Uyulması Gereken İlkeler*" başlıklı 11 inci maddesinin (b) bendinde aracı kuruluşların "*İşlemlerini gerçekleştirirken 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” (d) bendinde ise “Müşterileriyle olan ilişkilerinde müşteri ismine saklama uygulaması ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriye ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları” gerektiği hükme bağlanmıştır.*

Özgül düzenleme olarak ise Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ’in 15 inci maddesinde yer alan Kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışına aracılık faaliyetini aracılık yüklenimi şeklinde gerçekleştiren aracı kurumların halka arz süresince bu menkul kıymetlerle ilgili kredili işlem yapamayacağına ilişkin getirilen sınırlama örnek verilebilir.

#### **II.4. İş Yapış Kuralları**

İş yapış kuralları; aracı kuruluşların dolandırıcılık ve ihmalkarlık içeren davranışları ile muhtemel çıkar çatışmalarının neden olabileceği zararlardan yatırımcıyı korumak amacıyla aracı kuruluşların mali durumunun sağlamlığından ziyade müşterilerle olan ilişkilerinde uygun davranış ve uygulamaları belirleyen kurallar ve ilkeler hakkındaki hükümlerdir. İş yapış kuralları bu kapsamda çok geniş yelpazede yer alan, finansal kuruluşun açıklama yükümlülüğünden, firmanın dürüstlük ve bütünlük içinde hizmet sunmasına, adil muamele yükümlülüğünden yatırımcıların sınıflandırılmasına kadar pek çok hususu kapsamaktadır. (Goodhart vd, 1998)

Kamu otoritesinin yatırımcıları korumak amacıyla özelde iş yapış kurallarına ilişkin yaptığı düzenlemelerin ana gerekçesini esas olarak piyasa aksaklıklarının düzeltilmesi oluşturmaktadır. Özellikle, bireysel yatırım hizmetlerinde aracı kuruluş ile yatırımcı arasındaki vekalet ilişkisinden kaynaklanan, sunulan hizmet veya ürünün kalitesine ilişkin bir belirsizlik söz konusu olabilmektedir. Bu gibi durumlarda yatırımcının kendine sunulan finansal ürün ve hizmet kalitesini değerlendirme imkânı bulunmamaktadır.

Pek çok piyasa aksaklığında olduğu gibi finansal piyasalarda aracılık faaliyeti sunumunda da piyasanın etkin çalışmasını engelleyen faktörlerden biri bilgi asimetrisidir. Bilgi asimetrisinin nedeni, kamuya ait bir bilgiye erişimde aracı

kuruluş ve bireysel yatırımcı arasında eşitsizliklerin bulunması olabileceği gibi, mevcut bilginin değerlendirilmesinde bireysel yatırımcının yetersiz kalması da olabilmektedir. Bu durum aracı kuruluşun bilgi asimetrisini kendi lehine kullanıp kullanmamasından bağımsız olarak yatırımcı için güvensiz bir ortam oluşturmaktadır. (Georgosouli, 2006)

Diğer taraftan bilgi asimetrisinin olduğu bir ortamda, aracı kuruluş yatırımcı adına gerçekleştirdiği işlemlerde yatırımcının aracı kuruluşun sahip olduğu bilgiye sahip olması durumunda davranacağı şekilden daha farklı bir davranış şekli gösterebilmektedir. Bunun en önemli nedeni ise gerçekleştirilmesi olası işlemlerde aracı kuruluş ile yatırımcının farklı menfaatleri olması bir diğer deyişle, yatırımcı ile aracı kuruluş arasında kurulan vekâlet ilişkisi sonucunda doğabilecek çıkar çatışmalarıdır.

Bilgi asimetrisinin olduğu durumlarda, yatırımcının vekili konumundaki aracı kuruluş ihmalkârlık ya da çıkar çatışması nedeniyle yatırımcının yararını maksimize eden yönde işlemler gerçekleştirmeyebilir. Bunların yanı sıra, aracı kuruluşun yada bir çalışanın hileli ve sahtekarlık içeren bir davranış sergilemesi de mümkündür. Bilgi asimetrisinin neden olduğu bu gibi durumlarda genel hukuk kuralları yatırımcıyı aracı kuruluşu karşı korumaktadır ve bu kapsamda yatırımcı genel hukuk kuralları çerçevesinde hak talebinde bulunabilecektir. Ancak mahkeme kanalıyla hak arama sürecinin bürokratik bir süreç olması ve yatırımcı için belirsizlik yani belirli bir risk primi içermesi nedeniyle sermaye piyasaları üzerinde olumsuz bir etkiye neden olacak, yatırımcının tasarruflarını sermaye piyasalarında kullanmasını engelleyen bir saik ortaya çıkacaktır.

Esas olarak bilgi asimetrisinin neden olduğu durumlarda finansal düzenlemelerin üç sacayağından biri olan yatırımcıların korunması amacı kapsamında yatırımcı ile aracı kuruluş arasındaki işlemlerde iş yapış kurallarını düzenleme gereği ortaya çıkmaktadır. Bu düzenlemelerin temel hedefini yatırımcı ile aracı kuruluş arasındaki bilgi asimetrisi nedeniyle doğabilecek ihmalkârlık, çıkar çatışması veya hilekarlık gibi durumların bertaraf edilmesi oluşturmaktadır.

### **III. İŞ YAPIŞ KURALLARINA İLİŞKİN YURTDIŞINDAKİ DÜZENLEMELER**

Bu bölümde Avrupa Birliği'nde ve ABD'de yatırımcıların korunmasına kapsamında iş yapış kurallarına genel bakış açısı ile son yıllarda sermaye piyasalarının değişen yapısında giderek ağırlılığını artıran türev ürünlere ilişkin iş yapış kurallarının nasıl yapılandırıldığı incelenecektir.

#### **III.1. Amerika Birleşik Devletlerindeki Düzenlemeler**

##### **III.1.1 Giriş**

1929 Büyük Buhranı'ndan sonra ABD'de sermaye piyasalarına ilişkin federal düzeyde *1933 Menkul Kıymet Yasası*'ndan sonra yapılan ikinci yasal düzenleme *1934 Menkul Kıymet Borsaları Yasası* olmuştur. Yapılan bu ikinci yasa özellikle ABD'de sermaye piyasalarında aracılık faaliyeti gösteren aracı kurumların (broker ve dealer) işleyişlerine eğilmekte, mali ihtiyati düzenlemelerden yatırımcıların dolandırıcılığa karşı korunmasına kadar geniş bir yelpazede yer alan konuları ihtiva etmektedir. İş yapış kurallarına ilişkin ilkeleri belirlemekte olan *1934 Menkul Kıymet Borsaları Yasası*'nın yürütülmesinden esas olarak SEC yükümlü olmakla beraber söz konusu yasaya ilişkin ayrıntılı düzenlemeler ABD düzenleme anlayışında önemli bir yere sahip olan özdüzenleyici kuruluşlarca yapılmaktadır. Bunlardan ayrı olarak, ABD sermaye piyasalarında önemli bir yere sahip olan yatırım danışmanlığı faaliyeti için ayrıca *1940 Yatırım Danışmanlığı Yasası* kabul edilmiştir.

1934 Yasasında yer alan dolandırıcılığa karşı hükümler menkul kıymetlerin alım satımına ilişkin olmak üzere, esas olarak yalan ifadeye, zaruri unsurlara ilişkin yanıltıcı ihmalkarlığa, sahtekar ve manipülatif davranışlara ilişkin yasaklar getirmektedir. Söz konusu hükümler çerçevesinde, sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri SEC tarafından alınan yorumlayıcı hükümler ve denetim faaliyetleri ile içtihatlar çerçevesinde mahkemeler tarafından alınan kararlar oluşturmaktadır.<sup>1</sup> Söz konusu düzenlemeler, adil alım satımdan açığa satışa, kredili işlemlerden içeriden öğrenenlerin ticaretine kadar geniş yelpazede yer alan konuları kapsamaktadır. Bunların yanı sıra öz düzenleyici kuruluşlar olan FINRA ve NFA tarafından da her konuya ilişkin ayrıntılı düzenlemeler yapılmaktadır.

---

<sup>1</sup> SEC, Guide to Broker Dealer Registration



Bu bölümde yukarıda yer alan ABD düzenleme anlayışı çerçevesinde aracı kurumların müşterileri ile yaptıkları işlemlerde yatırımcıların korunmasını hedefleyen iş yapış kuralları düzenlemeleri incelenecektir.

### **III.1.2 Adil Muameleye İlişkin Hükümler**

Temel olarak, aracı kurumlar müşterilerine karşı adil muamelede bulunmakla yükümlüdürler. Bu temel görev, 1934 Yasasındaki yalan ifade, yanıltıcı ihmalkarlık, sahtekar ve manipülatif davranışlar kapsamında dolandırıcılığı önlemeye yönelik hükümlerden türetilmiştir. Adil muamelede esas olarak, “shingle” teorisi olarak adlandırılan aracılık faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında, aracı kurumun kendi imzasını veya kendini temsil eden bir işaret koymasının aracılık mesleği kapsamında müşterisine karşı dürüst işlem yapacağını ifade eden varsayım bulunmaktadır. Yani bir diğer deyişle, aracı kurumun kendini temsil eden bir işaret ya da iz (shingle) kullanması durumunda ilgili yasalar çerçevesinde bu işaretin dolaylı olarak aracı kurumun müşterisine karşı tüm çalışanlarının adil muamele edeceği ve profesyonel normlara uygun işlem yapacağına işaret ettiği kabul edilmektedir. Bu temel anlayış kapsamında, SEC tarafından alınan yorumlayıcı hükümler ve denetim faaliyetleri ile içtihatlar çerçevesinde mahkemeler tarafından alınan kararlarda aracı kurumlar için birtakım yükümlülükler öngörülmüştür. Bunların arasında yatırımcı emirlerinin derhal yerine getirilmesi, yatırımcıya yatırım kararı alması sırasında önemli olabilecek bilgilerin açıklanması, piyasadaki hakim fiyatlar üzerinden fiyatlama yapılması, tüm çıkar çatışmalarının tamamen açıklanması gibi hususlar bulunmaktadır.

Bütün bunların yanı sıra, ABD düzenleme çerçevesi içerisinde önemli bir yere sahip olan özdüzenleyici kuruluşlar tarafından da konuya ilişkin düzenlemeler yapılmaktadır. Menkul kıymet piyasasında işlem yapan tüm aracı kurumların üye olmakla yükümlü buldukları FINRA, tüm üyelerinin aracılık faaliyetlerini yürütürken işin gerektirdiği ticari onur ile tarafsız ve adil işlem yapma ilkelerini izlemelerini zorunlu tutmaktadır.

### **III.1.3 Yerindelik Yükümlülükleri**

Aracı kurumların belirli yatırım stratejilerine ilişkin sadece müşterileri için uygun olan tavsiyede bulunma yükümlülükleri bulunmaktadır. Yerindelik

(suitability) yükümlülüğü olarak tanımlanan bu ilke, öncelikle federal yasaların dolandırıcılığa karşı hükümlerine dayandırılmakta ve özdüzenleyici kuruluşlarca ayrıntılı olarak düzenlemektedir. Yerindelik yükümlülüğü uyarınca, aracı kurumların yapacağı yatırım tavsiyelerinde yeterli ve makul bir dayanağının bulunması zorunludur. Bu makul dayanak testi özellikle tavsiyede bulunulan yatırım aracı veya yatırım stratejisiyle ilgilidir. Buna göre, aracı kurumun tavsiyede bulunacağı finansal araca ilişkin araştırma yapma ve yeterli bilgi toplama yükümlülüğü bulunmaktadır.<sup>2</sup>

Yatırım aracına ilişkin araştırma yapma ve yeterli bilgi toplama yükümlülüğünün yanı sıra yerindelik ilkesi uyarınca aracı kurumun müşteriye özgü yerindelik testi yapma yükümlülüğü de bulunmaktadır. FINRA tarafından yapılan düzenlemeler uyarınca, müşteri tarafından bildirilmesi durumunda aracı kurum müşterisinin finansal durumu, ihtiyaçları ve diğer finansal araçlarını göz önünde bulundurarak tavsiyede bulunmalıdır.

Diğer yandan, FINRA'nın konuya ilişkin düzenlemelerinde kurumsal olmayan yatırımcılar için (non-institutional customer) para piyasası yatırım fonları dışında kalan işlemlerdeki tavsiyelerde aracı kurumun müşterinin finansal durumu, vergi durumu ve yatırım hedeflerine ilişkin bilgilerle diğer gerekli olan bilgileri toplaması zorunludur. Kurumsal yatırımcılar için ise müşterinin aracı kuruma bildirmesi durumunda aracı kurum bu bilgileri dikkate almak zorundadır.

Bu ilke kapsamında FINRA kurallarında kurumsal yatırımcı;

a) Banka, tasarruf ve kredi birlikleri, sigorta şirketi veya kayıtlı yatırım ortaklığı,

b) İlgili düzenleyici kuruluştan yetki almış yatırım danışmanları,

c) En az 50 milyon ABD Doları bulunan gerçek veya tüzel kişiler

olarak tanımlanmaktadır. Bunlar dışında kalanlar için ise aracı kurum tavsiyede bulunmadan önce müşterinin ilgili bilgilerini toplamak ve yerindelik ilkesi uyarınca tavsiyede bulunmakla yükümlüdür.

---

<sup>2</sup> SEC, Guide to Broker Dealer Registration

Bunların yanı sıra, FINRA disiplin komitesi tarafından yatırım tavsiyelerinde adil muamele ve yerindelik ilkesine aykırı olarak kabul edilen işlemlerden bazıları şunlardır.

- Spekülatif düşük fiyatlı menkul kıymetlerin tavsiye edilmesi
- Müşteri hesabında “churning” olarak adlandırılan fazla sayıda alım-satım gerçekleştirilmesi
- Müşterinin kapasitesini aşan tavsiyelerde bulunulması,
- Türev araçlara veya yeni finansal ürünlere ilişkin müşterilerle yapılan işlemlerde adil muameleye uyulmaması

#### **III.1.4 Açıklama Yapma Yükümlülükleri ve Durum Tespitine İlişkin Düzenlemeler**

Türev araçlara veya yeni finansal ürünlere ilişkin müşterilerle yapılan işlemlerde aracı kurumlar, adil muamele ilkesi uyarınca müşterilere söz konusu ürünün tavsiye edilmesi veya ürüne ilişkin emir kabul edilmesi durumlarında FINRA tarafından belirlenen ayrıntılı düzenlemelere uymakla yükümlü bulunmaktadır. Bu çerçevede, sadece yatırım tavsiyesi kapsamında yerindelik testi (suitability test) ile ilgili olarak değil, AB düzenlemelerinde yer alan uygunluk testine (appropriateness test) benzer şekilde yeni finansal ürünlere emirlerin kabulünde dahi FINRA üyelerine müşterilerinin finansal durumu, işlem tecrübeleri ve risk algılarına ilişkin bilgi sahibi olmalarını zorunlu tutmaktadır. Üyeler bu çerçevede, FINRA kuralları kapsamında söz konusu finansal ürünlere ilişkin işlem yapabilecek hesapları tanımlamak ve gerekli kontrolleri sürdürmekle yükümlüdürler.

Menkul kıymete dayalı türev araçlara ilişkin iş yapış kurallarıyla ilgili özel hükümleri içeren FINRA 2370 kuralı uyarınca aracı kurum müşteriden işleme ilişkin onay gelmeden önce veya onay sırasında ilgili finansal araca ilişkin FINRA tarafınca belirlenen matbu risk bildirimlerini yapmakla yükümlü bulunmaktadır.

Ayrıca, söz konusu kural uyarınca, menkul kıymete dayalı türev araç alım satımı yapmak üzere hesap açtıran müşterinin gelen emirleri yerine getirmeden önce aracı kurumun müşteriye ilişkin finansal durumunu ve yatırım hedeflerini içeren yeterli durum tespitini (due diligence) yapması gerekmektedir. Aracı kurum müşteri

hesabının açılmasına onay verilmesi ve hesabın sürdürülmesi için gerekli minimum şartları yazılı hale getirmek zorunda ve her müşteriye ilişkin verilen kararda söz konusu şartlara uygun hareket etmekle yükümlü bulunmaktadır. Aracı kurumun asgari olarak aşağıda yer alan hususlarda bilgi edinmesi gerekmektedir.

- i) Yatırım hedefleri,
- ii) Mesleği,
- iii) Tahmini yıllık geliri,
- iv) Tahmini serveti ve tahmini nakit varlığı
- v) Medeni durumu ve bakmakla yükümlü bulunduğu kişiler
- vi) Yaşı
- vii) Yatırım deneyimi ve bilgi düzeyi

Ayrıca, eğer varsa;

- i) Müşteriye ilişkin edinilen bilgilerin kaynağı
- ii) Müşteriye yapılan bildirimlerin tarihi
- iii) Lisanslı müşteri temsilcisinin adı,
- iv) Hesabın açılma tarihi ve hesabın açılmasını onaylayan yetkili,
- v) Hesaba ilişkin verilerin doğrulanma tarihi

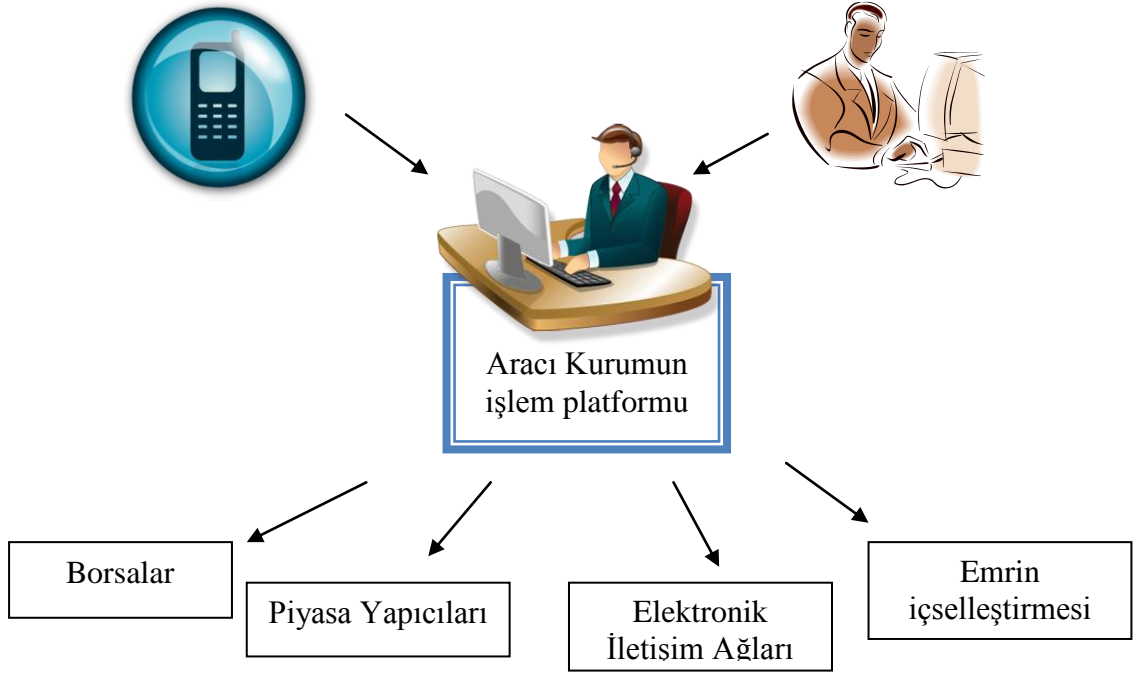
ilişkin bilgilerin de müşteri hesabıyla ilgili tutulması gereken diğer kayıtlarla birlikte saklanması gerekmektedir.

Müşterinin yukarıda yer alan hususlara ilişkin bilgi vermemesi durumunda bu husus hesabın açıldığı tarihte müşteri kayıtlarına işlenerek saklanmalıdır. Yukarıda yer alan hususlara ilişkin bilgiler ile hesabın açılım onayı ve onay verilmemesine ilişkin kayıtlar da aracı kurum nezdinde saklanmak zorundadır. Aracı kurumun yatırımcının finansal durumunu ve yatırım hedeflerini içeren yeterli durum tespitini yapmadığı durumlarda, FINRA bünyesindeki aracı kurumlar için tüm yatırımcılara, NFA bünyesindeki aracı kurumlar için ise kurumsal olmayan yatırımcılara yönelik türev ürünlere ilişkin tavsiye verilmesi yasaklanmaktadır.

Ayrıca müşteriye ilişkin edinilen bilgilerin müşteriye 15 gün içinde teyit ettirilmesi gerekmektedir.

### III.1.5 En İyi İşlemi Gerçekleştirme Yükümlülüğü

Federal yasalarda yer alan dolandırıcılığa karşı hükümlere dayandırılan en iyi işlemi gerçekleştirme yükümlülüğü, aracı kurumun müşterinin emrini en uygun şartlarda gerçekleştirmesini öngörmektedir. Bu yükümlülük, aracı kurumun kendi hesabından işlem yapması veya işlemi bir üçüncü tarafa iletmesine göre değişmemektedir.



Yoğunlaşma kuralının uygulanmadığı ABD sermaye piyasalarında müşteri tarafından verilen emirler, yukarıda yer aldığı şekilde aracı kurum tarafından kendi hesabından karşılanabileceği gibi borsalara, piyasa yapıcılara veya elektronik işlem platformlarına iletilebilecektir. Bu durumun yatırımcı aleyhine doğurabileceği olumsuz etkiler ise en iyi işlemi gerçekleştirme yükümlülüğü ile bertaraf edilmeye çalışılmıştır. Buna göre, bir işlemin yatırımcı için en uygun olması, fiyat avantajı ile ölçülebileceği gibi, müşterinin tercihine göre emrin yerine getirilme hızı ve olasılığı ile işlem hacmi gibi hususlara göre de değerlendirilebilecektir. Bu durumda aracı

kurum müşterinin tercihine göre tüm önemli hususları göz önüne alarak işlemi en iyi şartlarda gerçekleştirmeye çalışmalıdır.

Konuya ilişkin olarak özdüzenleyici kuruluşlar tarafından yapılan düzenlemeler de bulunmaktadır. Buna göre NASD 2320 kuralı uyarınca aracı kurum söz konusu menkul kıymete ilişkin olarak işlem yapılacak en iyi piyasayı tespit etmek hususunda makul özeni göstermekle yükümlüdür. Öyle ki sonuçtaki fiyat hakim piyasa koşullarında müşteri için avantajlı bir seviyede gerçekleşmiş olmalıdır. Aracı kurumun makul özeni gösterip göstermediği diğer hususların yanısıra;

- İşlem gerçekleştirilen piyasanın vasıfları (fiyat düzeyi, likiditesi, oynaklığı vb.)

- İşlemin hacmi ve türü

- Kontrol edilen piyasa sayısı

- Cari fiyata erişebilirlik

- Emrin gerçekleştirilmesi durumunda ortaya çıkacak şart ve koşullar

gibi hususlar dikkate alınarak değerlendirilecektir.

### **III.1.6. Müşteri Onayı Kuralı**

1934 Menkul Kıymetler Borsası Yasasının 10b-10 sayılı hükmü uyarınca aracı kurum devlet tahvili veya belediye borçlanma araçlarının dışında kalan menkul kıymetler için işlemin tamamlanmasından önce veya işlemin tamamlanması sırasında belirli bazı hususlarda müşteriyi bilgilendirmekle yükümlüdür. Bu hüküm uyarınca aracı kurumun,

- menkul kıymetin sayısı, fiyatı, işlem günü, zamanı ve niteliği,

- aracı kurumun kapasitesi, aracı kurumun temsilcilik yapması yani sadece emir iletmesi durumunda aldığı ücret, aracı kurumun kendi hesabına işlem yapması durumunda fiyat farkına ilişkin bilgilendirme,

- üçüncü bir taraftan komisyon alınması durumunda miktar ve kaynağa ilişkin bilgi,

- aracı kurumun tazmin fonuna üye olmaması ya da işleme özgü bilgilere ilişkin diğer bilgiler

hakkında yatırımcıya bildirim yapma yükümlülüğü bulunmaktadır.

## **III.2. Avrupa Birliğindeki Düzenlemeler**

### **III.2.1 Giriş**

Zaman içinde sermaye piyasalarının işleyiş tarzının değişmesi, yatırımcıları koruma kapsamındaki iş yapış kuralları düzenlemelerinin gittikçe daha fazla önem kazanmasına neden olmuştur. Sermaye piyasalarının artan oranda fiziksel ortamlardan uzaklaşarak elektronik ortamda özellikle internet üzerinden gerçekleştiriliyor olması ve finansal ürün ve hizmetlerdeki çeşitlilik, düzenleme anlayışının da zamanla değişmesine neden olmuştur. Sunulan finansal hizmet ve ürünlerdeki çeşitliliğin yanında bu ürün ve hizmetlere ilişkin yatırımcıların sahip oldukları bilgi ve tecrübe düzeyinin de farklılaşması konuya ilişkin düzenlemelerde bir ikileme neden olmaktadır. Şöyle ki, ülke düzeyinde yatırımcının korunmasına ilişkin yapılan sıkı düzenlemeler profesyonel yatırımcıyı internet ortamında yurtdışında yatırım yapmaya itmesinin yanısıra ülke içinde sunulan finansal hizmet ve ürünün daralmasına da yol açmaktadır. Diğer yandan konuya ilişkin düzenlemelerin esnek olması durumunda bireysel yatırımcıların birçok açıdan mağdur olmalarına yol açacak bir ortam oluşmaktadır.

Bu çerçevede, Avrupa Birliği nezdinde yatırım şirketlerinin iş-yapış kurallarına ilişkin yapılan düzenlemelerde yatırımcıları sınıflandırmak ve gözden geçirilen iş yapış kurallarının farklı kategorilerde yer alan yatırımcılara farklı şekilde uygulanması yaklaşımı benimsenmiştir.

Bu şekilde, aldığı hizmet ve ürün hakkında yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olan profesyonel yatırımcıların yaptıkları işlemlerdeki operasyonel yükümlülüklerin hem yatırımcı hem aracı kuruluş açısından azaltılması ile Birlik aleyhine düzenleme arbitrajının yol açtığı haksız rekabetin giderilmesi hedeflenmektedir. Diğer yandan, bireysel yatırımcıların söz konusu hizmet ve ürünleri alması halinde aracı kuruluş ile yatırımcı arasındaki çıkar çatışmalarının varlığı da göz önüne alınarak aracı kuruluşla yatırımcıyı bilgilendirme yükümlülüğü getirilmektedir.

### III.2.2. MiFID Kapsamında Genel Görünüm

Avrupa Birliği, Finansal Piyasalar Hareket Planı'nın (FSAP-Financial Sector Assessment Program) 1999'daki kabulünden bu yana sermaye piyasalarının düzenlemesine ilişkin bir dizi kapsamlı reform çalışması yürütmektedir. Bu çalışmaların en önemlilerinden biri de "Markets in Financial Instruments Directive" (MiFID) düzenlemesi olup, bu düzenleme Avrupa Birliği genelinde rekabet gücü yüksek entegre olmuş tek bir sermaye piyasasını hedeflemektedir.

Avrupa Birliği'ndeki düzenleme yapma sürecini belirleyen Lamfalussy modeli uyarınca "Düzey 1" düzenlemeleri ilke bazlı esasları belirlerken "Düzey 2" düzenlemeleri daha çok uygulama düzeyindeki ayrıntıları belirlemektedir. Yatırımcıların korunmasına ilişkin diğer düzenlemelerin yanısıra "Düzey 1" seviyesindeki MiFID kapsamında özellikle bireysel yatırımcıların korunmasına ilişkin ilkesel düzenlemeler mevcuttur. MiFID'ın uygulama direktifinde ise "Düzey 1"deki düzenlemelere ilişkin ayrıntılara yer verilmektedir.

MiFID esas olarak Avrupa Birliği genelinde tüm finansal araçları ve sunulan tüm finansal hizmetleri kapsayan tek bir düzenleme olarak tasarlanmıştır ve üye ülkeler arasında maksimum uyumu hedeflemektedir. MiFID, hem kendi hesaplarına menkul kıymetlerden yapılandırılmış ürünlere kadar geniş bir finansal araç yelpazesinde işlem yapan profesyonel yatırımcıları hem de sadece yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği gibi hizmetlerden yararlanan bireysel yatırımcıları ilgilendiren konularda düzenleme yapmakta, diğer yandan borsaların dışında işlem yapılabilen alternatif işlem platformları ya da aracı kuruluşların müşteri emirlerinin kendi hesabından gerçekleştirilmesi şeklinde tanımlanan içselleştirme (internalisation) gibi konuları düzenleme altına almaktadır. Bunun yanısıra, entegre olmuş bir Avrupa sermaye piyasası için borsaların, alternatif işlem platformlarının, aracı kuruluşların yetkilendirilmeleri ve piyasadaki aktörlerin uymakla zorunlu oldukları ihtiyati kurallar ve iş yapış kuralları da dahil olmak üzere pek çok alanda tüm üye ülkelerin uymakla zorunlu oldukları ilkeleri belirlemektedir. (Moloney, 2007)

MiFID ile yapılan bu geniş çaplı düzenlemede esas amacın uyumlaştırılmış bir piyasanın oluşturulması olmakla beraber yatırımcı ve aracı kuruluş arasındaki



ilişkilerde düzenlemeler de geniş yer tutmaktadır. Tüm dünyada rekabet gücü yüksek bir piyasa oluşturmayı hedefleyen Avrupa Birliği, Birlik genelinde yatırımcıların daha çok bireysel emeklilik, hayat sigortası veya yatırım fonları gibi yatırım araçlarını tercih etmeleri ve Dünya geneline göre yüksek tasarruf oranlarına sahip yatırımcı profilini de dikkate alarak bireysel yatırım yapma kültürünü yaymayı hedeflemektedir. Diğer yandan her düzenlemenin bir maliyeti olduğu ve bu maliyetin nihai olarak yatırımcı tarafından üstlenildiği göz önüne alınırsa bireysel yatırımcılar dışında kalan yetkin ve risk iştahı kabarık yatırımcıların da Avrupa sermaye piyasalarına çekilmesi gerekmektedir. (Moloney,2006)

MiFID ile hem karmaşık ürünlerde yetkin olmayan bireysel yatırımcıların hem de profesyonel yatırımcıların aynı piyasalarda işlem yapabilmelerine imkan tanıyan bir düzenleme çerçevesi oluşturulmaya çalışılmıştır. Düzenlemelerde esas olarak etkin piyasa hipotezi uyarınca, bilgi asimetrisinin neden olduğu aksaklıkların kaldırıldığı durumlarda piyasa aktörlerinin rasyonel davranışlar sergileyerek menfaatlerini maksimize etmeye çalışacakları varsayımı altında düzenleme yapılmıştır. Bu varsayım altında, yatırımcıya yeteri kadar bilgi sağlanması durumunda o finansal ürünü ya da hizmeti alıp almama konusunda seçim yatırımcıya bırakılmıştır. Bu kapsamda herhangi bir yatırımcının bir finansal ürün ya da hizmeti almaktan alıkonmasından ziyade aracı kuruluşun o ürün veya hizmet hakkında kapsamlı bir açıklama yapmasının sağlanması ilke olarak benimsenmiştir. Aracılık faaliyetleri sırasında aracı kuruluş ile yatırımcı arasında oluşan bilgi asimetrisinin ortadan kaldırılması amacıyla *açıklama yapma yükümlülüğü* (disclosure) iş yapış kurallarının temelini oluşturmaktadır.

Hem yatırımcının hem aracı kuruluşun menfaatlerini maksimize etmeye çalışacakları bir ortamda her iki aktör arasında çıkar çatışmasının kaçınılmaz olduğu göz önüne alınarak MiFID kapsamında *çıkar çatışmasına* ilişkin düzenlemelere de yer verilmiştir.

Bunun yanısıra yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği gibi kendine has özellikler taşıyan yatırım hizmetlerinde *yerinelik testi* (suitability test) uygulaması ile daha çok türev ürünlere ilişkin yapılan işlemleri hedefleyen *uygunluk testi* (appropriateness test) uygulamaları da düzenlenmiştir.

Bunların dışında rekabet gücü yüksek, maliyetleri düşük bir iş ortamı oluşturulmasını teminen alternatif işlem platformları olarak adlandırılan *çok taraflı işlem platformları* (Multi Trading Facilities-MTF) ile *sistemik içselleştiricilerin* (systematic internalisers) de borsaların yanında işlem yapabilmeleri ile birlikte oluşan çok parçalı yapıda yatırımcıların korunması amacıyla aracı kuruluşlara yönelik *en iyi işlem gerçekleştirme* (best execution policy) yükümlülüğü getirilmiştir.

### **III.2.3. Açıklama Yapma Yükümlülüğü (Disclosure)**

*Açıklama Yapma Yükümlülüğü* MiFID'in iş yapış kuralları çerçevesinde yatırımcıyı korumaya yönelik düzenlemelerin temelini oluşturmaktadır. Düzenleme yoluyla yatırımcının seçimlerinin kısıtlanmaması esas alınarak yatırımcının bilgilendirilmiş olması durumunda rasyonel seçimler yapacağı varsayımıyla piyasanın yanısıra, aracı kuruluşun kendisi ve sunduğu ürünler ile işlem sonrası maliyetlere ilişkin raporlama yükümlülüğü getirilmektedir.

#### *MiFID'in 19(2) maddesi*

19(2) maddesi ile aracı kuruluşun yatırımcıya iletişim araçları vasıtasıyla olanlar da dahil sunduğu tüm bilgilerin dürüst, açık ve yanlılıktan uzak olması gerektiği hükme bağlanmıştır. Uygulama direktifinde ise münhasıran bireysel yatırımcılara yönelik daha ayrıntılı düzenlemelere yer verilmiştir.

Uygulama Direktifi uyarınca;

➤ Yatırım şirketi sunduğu hizmet veya ürün hakkında ilgili tüm riskleri adil ve açık bir şekilde belirtmeden herhangi potansiyel bir kazancı yada karı vurgulayamayacaktır.

➤ Yapılan açıklamalar yatırım şirketinin hedeflediği ortalama bilgiye sahip bir yatırımcının anlayacağı şekilde olmalıdır.

➤ Herhangi bir yatırım hizmeti veya yardımcı hizmetin yada bu hizmetleri sunan insanların karşılaştırılmasının yapıldığı durumlarda karşılaştırmanın anlamlı bir şekilde yapılması ve dürüst bir şekilde sunulması, karşılaştırma yapılırken kullanılan kaynakların belirtilmesi, kullanılan diğer bilgi ve varsayımlara da yer verilmesi gerekmektedir.

➤ Finansal aracın ya da hizmetin geçmiş performansı hakkında bir göstergeye ilişkin bilgi verilmesi durumlarında,

- göstergenin iletişim sağlanan platformda en belirgin unsur olmaması,
- en az 5 yıllık süreyi ya da ürün veya hizmetin 12 aydan az olmamak üzere tüm geçmiş performansını kapsamaması,
- bilginin kaynağı hakkında bilgi verilmesi,
- geçmiş verilerin gelecek performansı hakkında güvenilir bir gösterge olamayacağına ilişkin belirgin şekilde uyarıya yer verilmesi,
- göstergenin başka bir döviz cinsine dayanıyor olması durumunda döviz cinsine açıkça yer verilmesi ve değerlerin döviz kurundaki değişimlere bağlı olarak dalgalanabileceğine ilişkin uyarı yapılması,
- göstergenin brüt veriler üzerinden veriliyor olması durumunda ilgili komisyon ve ücretlerin de açıklanması

gerekmektedir.

➤ Finansal aracın gelecek değerlerine ilişkin simülasyonlarla diğer tahminler de benzeri yükümlülöklere tabi tutulmaktadır.

➤ Sunulan ürün veya hizmetin bir düzenleyici otorite tarafından onaylandığına dair ifade kullanılmayacaktır.

*MiFID'in 19(3) maddesi*

Açıklama Yapma Yükümlülüğünün MiFID'deki ana maddesini 19(3) maddesi oluşturmaktadır. MiFID "Düzey 1"de;

*Yatırım hizmetlerinin ya da teklif edilen özel bir tür finansal aracın niteliği ve risklerinin makul bir şekilde anlaşılabilmesini teminen, aşağıdaki hususlarda uygun bilgi kapsamlı biçimde mevcut ve potansiyel müşterilere sağlanmalıdır:*

*- yatırım şirketi ve hizmetleri*

- finansal araçlar ve önerilen yatırım stratejileri (Verilen bilgiler söz konusu yatırım araçlarında ya da bunlara ilişkin özel yatırım stratejilerinde bulunan riskler hakkında uygun tavsiye ve uyarıları içermelidir.)

- işlem platformları, ve

- ücretler ve ilgili masraflar

*Bu bilgiler standart bir biçimde sağlanabilir.”*

denilmektedir. Bireysel ya da profesyonel ayrımı yapılmadan söz konusu hususlarda yapılacak açıklamalara ilişkin bildirimler “Düzey 2” uygulama direktifinde ayrıntılı olarak belirlenmiştir. Uygulama direktifindeki hükümler uyarınca aracı kuruluşun; kendisi, sunduğu hizmet veya ürünün yapısı ve taşıdığı riskler, komisyon ve ücretler, garantiler, yatırımcı varlıklarının nerede saklanacağı gibi bilgilere açıkça yer vermesi gerekmektedir.

Uygulama direktifinde her bir konudaki bildirim içeriğine ilişkin asgari hususlar ile istisnalar ayrıntılı olarak belirlenmiş olup ayrıca, yatırımcıya aracı kuruluş tarafından çıkar çatışmasına ilişkin politikalarını içeren bir bildirim yapılması öngörülmektedir.

*MiFID'in 19(8) maddesi*

MiFID “Düzey 1” kapsamında 19(8) maddesi yatırım şirketlerine müşterilerine sundukları hizmet kapsamında raporlama yapma yükümlülüğü getirmektedir. Bu raporun işlemin ya da sunulan hizmetin maliyetlerini de içermesi gerekmektedir. “Düzey 2” seviyesinde uygulama direktifinde ise raporlamaya ilişkin olarak portföy yöneticiliği hizmeti veren yatırım şirketleri ile diğer hizmetleri sunan yatırım şirketleri arasında bir ayrıma gidilmiştir.

Her iki raporlama türünde de makul bir sürede yatırımcılara raporlama yapılmasının esas olduğu belirtilmiştir. Bireysel yatırımcılara yapılacak olan raporlamalara ilişkin zaman kısıtlaması ve raporlamanın asgari esasları belirlenmiştir.

Portföy yöneticiliği dışında kalan finansal hizmetlerde; işlemin gerçekleştiğine dair yatırım şirketine onayın iletildiği tarihten bir iş gününü

geçmeyecek şekilde bireysel yatırımcıya bildirim yapılması gerekmektedir. Bildirimin içeriğini; işlemi gerçekleştiren yatırım şirketi, yatırımcının kimliği, işlem günü, işlem zamanı, emrin türü, işlemin gerçekleştiği platform, finansal ürünün tanımı, alım/satım göstergeleri yada işlemin türüne göre diğer göstergeler, miktar, birim fiyat, toplam maliyet, komisyon ve diğer ücretler, yatırımcının yükümlülüklerini içeren ayrıntılı bilgi, işlemin karşı tarafının yatırım şirketinin kendisi olması durumunda bu konuya ilişkin bilgi oluşturmaktadır.

Portföy yöneticiliğinde ise bireysel yatırımcıya, yatırım şirketinin kimliği, yatırımcının kimliği, portföyün içeriği ve değerlemesine ilişkin ayrıntılı bilgiler, toplam ücret ve komisyonlar, karşılaştırma için bir performans göstergesi seçilmiş ise ona ilişkin açıklama, toplam temettü, faiz oranı veya diğer kazançlara ilişkin bilgi raporlanmak zorundadır. Raporlama süresi 6 ayda bir olmak üzere belirlenmekle birlikte bazı şartlarda sürenin azalıp artması mümkün olabilmektedir.

#### **III.2.4. Yerindelik Testi**

MiFID kapsamında yatırımcının bilgilendirilmesi sağlanarak yatırımcının seçimini esas alan düzenleme anlayışı, yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği hizmetlerinin kendilerine has özellikler taşıdığı da dikkate alınarak yerini yerindelik testi (suitability test) ile daha korumacı ve sıkı bir düzenleme anlayışına bırakmıştır. (Moloney, 2006)

Yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği dışında kalan finansal hizmetlerde yatırımcının bilgilendirilmesi ve bu kapsamda yatırım şirketinin yatırımcıya açıklama yapma yükümlülüğü esas iken yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği hizmetlerinde yerindelik testi ile temel olarak yatırım şirketinin hizmet vereceği yatırımcıyı tanınması (know your customer) hedeflenmektedir. Bu şekilde, yatırımcının bilgi düzeyini, finansal ürün ve piyasalara ilişkin yetkinliğini ve risk iştahını öğrenen aracı kuruluşun yatırımcıya uygun bir yatırım danışmanlığı veya portföy yöneticiliği hizmeti vermesi öngörülmektedir.

MiFID “Düzy 1” seviyesinde *“Yatırım şirketi yatırım danışmanlığı ya da portföy yönetimi sunarken, mevcut veya potansiyel müşterilere uygun yatırım hizmetleri ve finansal araçları tavsiye edebilmek için, mevcut veya potansiyel*

*müşterilerin ürün ya da hizmetin özel türleriyle ilgili yatırım alanında sahip olduğu bilgi ve tecrübe, mali durumu ve yatırım amaçları hakkında gerekli bilgileri toplar.”* denmektedir.

Uygulama direktifinde ise sunulan danışmanlık ya da portföy yöneticiliği hizmetinin bireysel yada profesyonel ayrımı yapılmaksızın yatırımcıya uygun olup olmadığının nasıl belirleneceğine dair ayrıntılara yer verilmiştir. Bu çerçevede, yatırım şirketinin yeterli bir değerlendirme yapabilmesi için öncelikle yatırımcının i) yatırım hedefleri, ii) finansal risk iştahı, iii) konuya ilişkin bilgi ve deneyimi hakkında gerekli bilgileri öğrenmesi gerekmektedir. Uygulama direktifi uyarınca, yatırımcının şahsı, sunulan hizmetin niteliği ve ürün/işlemin taşıdığı risk ve karmaşıklıklarda göz önüne alınarak yeterli bilgi ve deneyime sahip olup olmadığının tespiti için yatırım şirketlerince asgari olarak ;

- Yatırımcının aşına olduğu finansal hizmetler, işlemler ve ürünler,
  - Yatırımcının işlem yaptığı ürünlere ilişkin işlem sıklığı, hacmi ve niteliği ile ne kadar süreden beri işlem yaptığı,
  - Yatırımcının eğitim düzeyi veya mesleği,
- hakkında bilgi toplanması gerekmektedir.

Diğer yandan, AB düzenlemeleri profesyonel yatırımcılar için yerindelik testi uygulamasında yerindelik testinin üç temel dayanağı olan i) yatırım hedefleri, ii) finansal risk iştahı, iii) konuya ilişkin bilgi ve deneyimi hususlarında birtakım istisnalar getirmiştir. Yatırım şirketi tarafından uygulanacak testte profesyonel yatırımcıların konuya ilişkin yeterli bilgi ve deneyimi taşıdıkları varsayılmakta, eğer profesyonel yatırımcı, kendi isteği ile profesyonel olmayı tercih eden gruptan değil de taşıdığı nitelikler gereği profesyonel yatırımcı sayılan gruptan ise bu yatırımcının ilgili ürün ve hizmete ilişkin riskleri bildiği ve üstlenebileceği de varsayılmaktadır. Bu durumdaki profesyonel yatırımcılar için aracı kuruluşun sadece yatırım hedeflerine yönelik yerindelik testi yapması yeterli olmaktadır.

Aracı kuruluşun MiFID 19(4) uyarınca gerekli bilgiyi toplayamaması durumunda ise yatırımcıya portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmeti vermesi yasaklanmıştır.

### III.2.5. Uygunluk Testi

Portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı hizmetleri dışında kalan finansal hizmetlere ilişkin daha önce AB düzenlemelerinde yer almayan ancak MiFID düzenlemesi ile getirilen *uygunluk testi* (appropriateness test) *yerindelik testine* nazaran daha gevşek bir düzenleme öngörmektedir. Uygunluk testi yatırımcının genel portföyünden ziyade hususi bir finansal araca yönelik uygulanmaktadır. Bu uygulama Avrupa Birliği'nin genel düzenleme mantığı içinde yatırımcının kısıtlanmaması ama yeteri kadar bilgilendirilmesi gerektiği bakış açısıyla aracı kuruluşun yatırımcının söz konusu ürün ya da hizmetin kendisi için uygun olup olmadığına karar vermesi sürecinde yardımcı olması olarak görülebilir. (Moloney, 2006)

Uygunluk testi esas olarak MiFID "Düzey 1" seviyesinde ayrıntılı olarak düzenlenmiş olup ek olarak uygulama direktifinde bu testin sadece bireysel müşterilere uygulanacağı hükme bağlanmıştır. MiFID'ın 19(5) maddesi uyarınca yatırım şirketinin yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği dışında kalan finansal hizmetler için sunulan veya yatırımcı tarafından talep edilen ürün veya hizmetin yatırımcı için uygun olup olmadığını değerlendirmek üzere yatırımcıdan söz konusu ürün veya hizmete dair bilgi ve deneyimini yansıtan bilgi vermesini istemesi gerekmektedir.

Yatırımcı tarafından sağlanan bilgi ışığında eğer yatırım şirketi söz konusu ürün veya hizmetin yatırımcıya uygun olmadığı sonucuna ulaşırsa konu hakkında yatırımcıya uyarıda bulunması gerekmektedir. Eğer yatırımcı bilgi vermeyi reddederse ya da yetersiz bilgi verirse, bu kararın aracı kuruluşun söz konusu ürün veya hizmetin yatırımcıya uygun olup olmadığını tespit etmesine imkan vermediği hususunda yatırımcıya uyarıda bulunulmalıdır. Uyarıların standart formda yapılması da mümkündür.

Uygunluk testinin sadece bireysel müşterilere uygulanmasının yanısıra MiFID'de diğer bazı istisnalara da yer verilmiştir. Buna göre, sadece emir iletimi ve/veya emrin gerçekleştirilmesi ile sınırlı hizmet veren aracı kuruluşların aşağıda yer alan hususları da sağlamaları durumunda bireysel yatırımcılara uygunluk testi yapmalarına gerek bulunmamaktadır.

- AB Bünyesinde düzenlenmiş bir piyasada ya da  c nc  bir ülkenin denk piyasalarında işlem gören hisse senetleri, para piyasası araçları, borçlanma araçları, yatırım fonları ve diğer karmaşık olmayan finansal araçlara ilişkin işlem yapılması,
- Hizmetin yatırımcının talebi üzerine veriliyor olması,
- Yatırımcıya, aracı kuruluşun söz konusu hizmeti sunması sırasında bir uygunluk değerlendirmesi yapmadığı ve bu çerçevede yatırımcının ilgili iş yapış kurallarına ilişkin korumalardan yararlanamayacağına ilişkin uyarı verilmesi,
- Aracı kuruluşun MiFID kapsamındaki çıkar çatışmalarına ilişkin y k ml klere uyumuŐ olması

### **III.2.6. En İyi işlemi Gerçekleştirme Yükümlülüğü**

MiFID'ın 21 inci maddesinde düzenlenen en iyi işlemi gerçekleştirme yükümlülüğü; yatırım Şirketlerine yatırımcının emirlerini fiyat, maliyet, hız, gerçekleŐtirilme olasılığı, hacim ve işlemin doğasından kaynaklanan diğer hususları göz önüne alarak yatırımcı için en iyi sonucu üretecek Şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü getirmektedir. Uygulama direktifinde bunlara ek olarak müşterinin hangi yatırımcı kategorisinde yer aldığına da en iyi işlemi gerçekleştirme yükümlülüğü çevresinde dikkate alınması gerektiği vurgulanmaktadır. Eğer müşterinin özel bir tercihi varsa yatırım Şirketi söz konusu tercih doğrultusunda hareket etmelidir.

Yatırım Şirketlerinin, adı geçen yükümlülüğe uyumu sağlamak için kendi bünyelerinde gerekli önlemleri almaları ve MiFID uyarınca bir “emir iletim politikası” oluşturmaları gerekmektedir. Söz konusu emir iletim politikasının asgari olarak, her bir finansal araç türünde işlemin hangi platformda gerçekleŐtirileceđi ve farklı işlem platformlarının seçimini etkileyen faktörleri içeriyor olması gerekmektedir. Ayrıca, yatırım Şirketlerinin müşterilerine emir iletim politikaları hakkında yeterli bilgiyi sağlamaları ve müŐterilerinden adı geçen emir politikalarına ilişkin onay almaları zorunludur.



Uygulama direktifinde ayrıca, bireysel yatırımcılar için en iyi işlem gerçekleştirme yükümlülüğünün finansal aracın fiyatı ve emrin gerçekleştirilmesi ile ilgili maliyetlerin (işlem platformu ile takas ve saklama ücreti gibi) tamamının göz önüne alınarak yerine getirilmesi gerektiği hükme bağlanmıştır.

### **III.2.7. Çıkar Çatışmalarına İlişkin Düzenlemeler**

Çıkar çatışmalarına ilişkin düzenlemeler, hem MiFID’de hem uygulama direktifinde kendine geniş yer bulmaktadır. Çıkar çatışmaları Avrupa Birliği’nin yatırımcının bilgilendirilmesi ve tercihin yatırımcıya bırakılmasını esas alan düzenleme anlayışı perspektifinde değerlendirilmiş ve çıkar çatışmalarının tek tek tespiti ve önlenmesi yerine ilke bazlı düzenlemeler yapılmıştır.

MiFID’de çıkar çatışmaları başlığını taşıyan bir madde bulunmasının yanısıra Direktifin farklı yerlerinde çıkar çatışmasına ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Buna göre; MiFID’deki çıkar çatışmalarına ilişkin düzenlemeleri dört ana başlık altında incelemek mümkündür. (Luca, 2006)

- i) Organizasyona ilişkin yükümlülükler
- ii) Çatışmaların tespiti
- iii) Çıkar çatışmalarının açıklanması
- iv) Dürüst ve adil işlem yapma

MiFID’ın 13 üncü maddesi olan organizasyonel yükümlülükler başlığı altında genel bir hüküm olarak “*Yatırım şirketi müşterilerinin çıkarlarının 18. maddede tanımlanan çıkar çatışmalarından olumsuz yönde etkilenmesini önlemek için gerekli tüm makul tedbirlerin alınmasını teminen etkin örgütsel ve idari düzenlemeleri sağlar ve uygular.*” denmektedir. Uygulama direktifinde ise yatırımcıların menfaatlerini tehdit etme ihtimali taşıyan aracı kuruluşların kendi adlarına yürüttükleri işlemlere ilişkin kayıtların tutulması ve güncellenmesi zorunlu kılınmaktadır.

MiFID’de çıkar çatışması başlığını taşıyan 18 inci maddede aracı kuruluşlar kendi çalışanları arasında, çalışanları ile müşterileri arasında ya da iki farklı müşterisi arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarını tanımlamak zorundadır. Uygulama

direktifinde ise konunun ayrıntılarına yer verilerek hangi şartlarda çıkar çatışmasının olduğu ortaya konmuştur. Ayrıca, aracı kuruluşun yazılı çıkar çatışması politikası oluşturması gerektiği ve aracı kuruluşun bir büyük şirketin parçası olması durumunda şirketin genelinin göz önüne alınarak çıkar çatışması politikasının nasıl oluşturulması gerektiği hükme bağlanmıştır.

*MiFID'in* 13 üncü maddesi uyarınca çıkar çatışmalarını önlemek amacıyla alınan önlemler makul gerekçelerden dolayı çıkar çatışmasının önüne geçemiyorsa aracı kuruluşlar bunu müşterisine açıklamakla yükümlü bulunmaktadır.

Yatırımcıların korunmasına ilişkin hükümler başlığını taşıyan MiFID'in 2 nci bölümünde daha çok iş yapış kurallarına ilişkin açıklama yükümlülüğünü düzenleyen 19 uncu maddenin 1 inci fıkrasında açık uçlu bir düzenleme yapılarak yatırım hizmetlerinin ve yan hizmetlerin sunumunda aracı kuruluşların müşterilerine en iyi menfaati sağlayacak şekilde dürüst, adil ve profesyonelce davranmaları hükme bağlanmıştır.

### **III.2.8. Yatırımcıların Sınıflandırılması**

MiFID düzenlemeleri kapsamında yatırımcıların sınıflandırılması iş yapış kurallarının uygulanması açısından önemli bir yer tutmaktadır. Daha önce de belirtildiği üzere hem bireysel hem de profesyonel yatırımcılar için uygun bir yatırım ortamı oluşturmak isteyen Avrupa Birliği, bireysel yatırımcılar için yeterince koruma sağlayan, profesyonel yatırımcılar için ise yeteri kadar esneklik getiren bir sistem kurmak için iş yapış kurallarında yatırımcı sınıfları bazında yatırım şirketi için farklı yükümlülükler öngörmüştür.

MiFID kapsamında üç farklı yatırımcı sınıfından bahsetmek mümkündür; Bireysel yatırımcılar, profesyonel yatırımcılar ve uygun karşı taraf (eligible counterparties). Uygun karşı taraf olarak nitelendirilen yatırımcı sınıfı asıl itibarıyla profesyonel yatırımcıların bir alt kümesi olarak düşünülebilir.

MiFID'in 24 üncü maddesi uygun karşı tarafın kimler olduğunu açıklamış ve uygun karşı tarafla yapılan işlemlerdeki muafiyetleri belirtmiştir. Maddeye göre uygun karşı taraf; yatırım şirketleri, UCITS direktifine tabi kurumsal yatırımcılar, emeklilik fonları, AB bünyesinde yetkilendirilmiş finansal kuruluşlar, uluslararası

kuruluşlar ve kamu maliyesiyle ilgilenen devlet kuruluşları ile merkez bankaları olarak tanımlanmıştır.

Uygun karşı taraf sınıflandırılması içinde yer alan kuruluşlar ile yapılan işlemlerde yatırım şirketleri MiFID'in iş yapış kuralları başlıklı 19 uncu maddesi, en iyi işlemi gerçekleştirme yükümlülüğü ile ilgili 21 inci maddesi ile müşteri emirlerinin hızlı, adil ve süratli gerçekleşmesini öngören 22(1) maddesinde yer alan yükümlülüklerden muaf tutulmaktadır.

Profesyonel yatırımcı tanımına Direktifin ekinde yer verilmiş, bireysel yatırımcılar da diğer sınıflandırma içinde yer almayan yatırımcılar olarak kabul edilmiştir. Profesyonel yatırımcılar öncelikle *“kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip yatırımcılar”* olarak tanımlanmış ve profesyonel yatırımcı sınıfına dâhil olmak için taşınması gereken vasıflar, doğrudan profesyonel yatırımcı olarak kabul edilecekler ile talep üzerine profesyonel yatırımcı sayılacak kişiler için ayrı ayrı sayılmıştır. Buna göre;

1 ) Profesyonel Yatırımcı Sayılan Yatırımcılar;

- a) Finansal Piyasalarda faaliyet göstermek üzere yetkilendirilen ve düzenleme altında bulunun finansal kuruluşlar
- Kredi Kuruluşları
  - Yatırım Şirketleri
  - Diğer Yetkilendirilmiş Kuruluşlar
  - Sigorta Şirketleri
  - Kurumsal Yatırımcılar (Fon ve Yatırım Şirketleri)
  - Emeklilik Fonları
  - Emtia ve Emtia Türevleri Aracıları
  - Diğer Yerel Finansal Kuruluşlar
  - Diğer Kurumsal Yatırımcılar

b) Şirket bazında aşağıda yer alan en az iki koşulu taşıyan yatırımcılar

-Bilanço toplamı : 20.000.000 €

- Net devir hızı : 40.000.000 €

- Özsermaye : 2.000.000 €

c) Ulusal ve Bölgesel İdareler, kamu borcunu yöneten kuruluşlar, merkez bankaları, IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar

d) Menkul kıymetleştirme de dahil temel faaliyeti finansal ürünlere yatırım yapmak olan şirketler

Yukarıda yer alan vasıfları taşıyan yatırımcılar esas olarak profesyonel yatırımcı kabul edilmekte ve yararlanamayacağı hükümler hakkında yatırım şirketinin yatırımcıyı bilgilendirmesi gerekmektedir. Yatırımcının istemesi durumunda yatırımcı profesyonel yatırımcı sınıfından çıkarılabilmekte veya sözleşme maddeleri daha yüksek koruma içeren hükümlerle değiştirilebilmektedir.

2) Talebe dayalı olarak profesyonel yatırımcı olarak dikkate alınacak yatırımcılar

I no'lu bölümde yer verilen kuruluşlar dışında kalan yatırımcılar, aşağıda yer verilen nitel ve nicel koşulları haiz olmaları durumunda kendi talepleri üzerine, Direktif uyarınca profesyonel yatırımcı olarak dikkate alınabileceklerdir.

Yatırım şirketinin, iş yapış kurallarına ilişkin hükümlerde yer alan korumaların kalkması için müşterinin kendi kararlarını alabilecek ve risk değerlendirmesi yapabilecek düzeyde uzmanlık, deneyim ve bilgi sahibi olduğunu gösterecek değerlendirme yapması gerekmektedir. Uygulama Direktifinin 5-1(d) maddesi uyarınca yatırım şirketlerinin yeterli bilgi, deneyim ve yetenek sahibi personel çalıştırması gerektiği hükmü uyarınca uygulanan ehil olma testinin (fitness test) benzerinin profesyonel yatırımcı olma talebi ile gelen müşteriler için de uygulanabileceği belirtilmektedir. Bu nitel değerlendirmenin yanı sıra yatırımcının aşağıda yer alan nitel şartlardan en az ikisini taşıması gerekmektedir.

- Yatırımcının son bir yıl içinde ilgili piyasalarda, her üç aylık dönemde önemli hacimlerde en az 10 işlem yapması

- Yatırımcının nakit mevduatlarının ve sahip olduğu finansal araçlarının toplamı olarak ifade edilen finansal portföyünün 500.000 €'yu geçmesi

- Yatırımcının yapılacak işleme ilişkin gerekli deneyim ve bilgi sahibi olabileceği finans sektöründe üst düzey bir pozisyonda en az bir yıl görev yapmış olması

Bunların yanı sıra, yatırımcının profesyonel yatırımcı olarak tanınmak talebini yatırım şirketine yazılı olarak iletmesi ve yatırım şirketinin yatırımcıyı mahrum kaldığı korumalar hakkında bilgilendirmesi gerekmektedir.

## IV. TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER

Tüm dünyada finansal mimari arayışlarının olduğu dönem sona erdiğinde, bölgesel ve küresel sermayenin yönlendirilmesinde İstanbul'un önemli bir rol alabilmesi ve İstanbul'un dolayısıyla Türkiye'nin rekabetçi bir yapıya kavuşması için yürütülen İstanbul Finans Merkezi Projesi kapsamında bir finansal merkezin tercih edilmesindeki en önemli etkenin finansal merkezde sunulan ürün ve hizmet çeşitliliği ile bunların sunulduğu koşulların cazip olması olduğu dikkate alınarak Türkiye sermaye piyasalarında ürün ve hizmet çeşitliliğinin artırılması gerekmektedir. Diğer önemli bir husus, sunulan ürün ve hizmet çeşitliliğinin artırılırken piyasa koşullarının her türlü yatırımcı için cazip hale getirilebilmesidir. (İFM Strateji Belgesi)

İFM projesinin yanı sıra finansal piyasalarda sınırların giderek anlamını yitirdiği dikkate alınarak Türk sermaye piyasalarının Dünya ile rekabet edebilir seviyede tutulabilmesi için aracılık faaliyetleri kapsamında iş yapış kurallarının tekrar gözden geçirilmesi ihtiyacı doğmaktadır. İstanbul'un tüm dünyadaki yatırımcılar için cazip bir yatırım merkezi getirilmesinin yanında yurt içi yerleşik yatırımcıların tercihlerinin yurtdışı finansal piyasalara kaymaması için iş yapış kurallarının düzenlenmesi ve yatırımcıların korunmasının sağlanması amacıyla yatırımcı profiline göre düzenleme yapılması gerekmektedir. Bu şekilde riskten kaçınan yatırımcı profili için yeterli düzeyde koruma sağlanırken, aldığı hizmet veya ürüne ilişkin risk seviyesine dair yeterli yetkinliğe sahip profesyonel yatırımcılar için esnek bir piyasa ortamı sağlanmış olacaktır.

ABD ve Avrupa Birliği düzenlemelerinde sunacağı ürün ve hizmet yelpazesi geniş tutulan aracı kuruluşlar için doğabilecek çıkar çatışmaları için yasaklar getirilmesinin yerine muhtemel çıkar çatışmalarının yatırımcıya açıklanması esas alınmaktadır. Özellikle yatırımcı için yüksek oranda risk taşıyan türev araçlarda, aracı kuruluşlar ile yatırımcı arasında bilgi asimetrisinden doğan çıkar çatışmalarının ortadan kaldırılması için yatırımcıya açıklama yapma (disclosure) temeline dayanan bir yaklaşım benimsenmiştir. Herhangi bir yatırımcının için herhangi bir ürüne yatırım yapması veya finansal hizmeti alması yasaklanmamakta ancak taşıdığı riskler yüksek olan ürün ve hizmetler için yatırımcının tecrübesi, bilgisi ve yetkinliğinin az olduğu durumlarda aracı kuruluşu bir takım yükümlülükler getirilmektedir.

Bu çerçevede Türkiye sermaye piyasalarının Dünya genelinde rekabet edebilir hale getirilmesi için yurtdışındaki benzer uygulamaların ülkemiz içinde uygulanması önem arz etmektedir. Özellikle tezgahüstü türev araçlar ile forex olarak adlandırılan kaldıraçlı döviz işlemlerinin taşıdığı yüksek karşı taraf ve pozisyon riskleri dikkate alınarak bu ve benzeri ürün ve hizmetlerin ülkemizde düzenleme altına alınmasında yurtdışındaki uygulamalara paralel, çıkar çatışmasının açıklanması, yatırımcıların sınıflandırılması, sınıflandırılan yatırımcılara göre iş yapış kurallarının düzenlenmesi gerektiği düşünülmektedir.

Bu kapsamda, aşağıda ülkemiz için yatırımcıların sınıflandırılması, çıkar çatışmalarının açıklanması ve foreks ile türev araçlar gibi kompleks ürünlerde yatırımcı sınıfına göre aracı kuruluşlarca yürütülecek müşteri tanıma uygulamalarına ilişkin öneriler getirilmektedir.

#### **IV.1. Yatırımcıların Sınıflandırılması**

Mevcut düzenlemelerimiz kapsamında yatırımcıların sınıflandırılmasına ilişkin herhangi bir düzenlememiz bulunmamakla beraber “Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Taslağı”nda AB düzenlemelerine paralel niteliklere sahip bir yatırımcı sınıflandırılması yapılmıştır. Diğer yandan, yatırımcı sınıflandırmasının türev araçlarla sınırlı kalmamak üzere yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliğine ilişkin düzenlemelerde de kullanılabileceği dikkate alınarak müşteri tanımı ve yatırımcı sınıflandırılmasının Kurulumuzun Seri:V No:46 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”inde yapılmasının uygun olduğu düşünülmektedir.

Bunun yanı sıra, AB düzenlemelerinde “uygun karşı taraf” olarak adlandırılan aslen profesyonel yatırımcıların bir alt sınıfı olup münhasıran finans şirketlerinden oluşan yatırımcı sınıfına da düzenlemelerimizde yer verilmesi ile İFM projesi kapsamında risk algıları yüksek yatırımcılar için esnek düzenleme yapılmasına zemin hazırlanacaktır.

Bu kapsamda hazırlanan madde taslağına aşağıda yer verilmektedir.

**“Müşteri Tanımı**

**Madde 12/A–** Müşteri, aracı kuruluşların sermaye piyasası faaliyeti kapsamında hizmet sundukları tüm tasarruf sahibi gerçek ve tüzel kişilerdir. Bu Tebliğ kapsamında tüm müşteriler yatırımcı olarak değerlendirilir.

Profesyonel yatırımcılar kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip yatırımcıları ifade eder. Bir yatırımcının profesyonel yatırımcı olarak dikkate alınabilmesi için aşağıda yer alan nitelikleri taşıması gerekmektedir:

*I. Profesyonel yatırımcı sayılan yatırımcılar*

*1) Finansal kuruluşlar*

*a) Bankalar*

*b) Aracı kurumlar*

*c) Vadeli işlem aracılık şirketleri*

*d) Portföy yönetim şirketleri*

*e) Yatırım fonları*

*f) Yatırım ortaklıkları*

*g) Risk sermayesi yatırım fonları*

*h) Risk sermayesi yatırım ortaklıkları*

*i) Varlık yönetim şirketleri*

*j) İpotek finansmanı kuruluşları*

*k) Konut finansmanı fonları*

*l) Varlık finansmanı fonları*

*m) Sigorta şirketleri*

*2) Aşağıda yer alan kriterlerden en az ikisini taşıyan kuruluşlar*

*- Bilanço toplamı : 40.000.000 TL*



- Net hasılat : 80.000.000 TL

- Özsermaye : 4.000.000 TL

*Yukarıda yer verilen kuruluşlar profesyonel yatırımcı olarak dikkate alınır. Ayrıca (I) nolu bölümde yer alan kuruluşlar ile uluslararası kuruluşlar, kamu maliyesiyle ilgilenen devlet kuruluşları ile merkez bankaları uygun karşı taraf olarak kabul edilir. Aracı kuruluşun söz konusu yatırımcıları, yararlanamayacağı mevzuat hükümleri hakkında bilgilendirmesi gerekmektedir.*

*İlgili kuruluşun, profesyonel yatırımcı olarak dikkate alınmak istemediği ve bu talebini yazılı olarak aracı kuruluşa ilettiği durumlarda, aracı kuruluşun bu talebi dikkate alması zorunludur. Ayrıca aracı kuruluş ile profesyonel yatırımcı arasında imzalanacak çerçeve sözleşmesinde daha yüksek koruma içeren hükümlere yer verilebilir.*

*II. Talebe dayalı olarak profesyonel yatırımcı olarak dikkate alınacak yatırımcılar*

*I no'lu bölümde yer verilen kuruluşlar dışında kalan yatırımcılar, aşağıda yer verilen nitelikleri haiz olmaları durumunda kendi talepleri üzerine, bu Tebliğ'de yer verilen faaliyetlere ilişkin olarak profesyonel yatırımcı olarak dikkate alınabilir. Yatırımcıların profesyonel yatırımcı olarak dikkate alınabilmeleri için,*

*- Yatırımcının son bir yıl içinde ilgili piyasalarda, her üç aylık dönemde en az 1.000.000 TL hacminde işlem yapmış olması*

*- Yatırımcının nakit mevduatlarının ve sahip olduğu finansal araçlarının da dahil olduğu finansal portföyünün 500.000 TL tutarını aşması*

*- Yatırımcının finans sektöründe üst düzey bir pozisyonda en az bir yıl görev yapmış olması veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı ve Türev Araçlar Lisansına sahip olması*

*hususlarından en az ikisini sağlamaları gerekmektedir.*

*Profesyonel yatırımcı olmayan tüm müşteriler bireysel yatırımcı kabul edilir.*

*Aracı kuruluşlar yatırımcıların, profesyonel yatırımcı olup olmadığına ilişkin gerekli araştırmayı yapmakla ve konuya ilişkin tevsik edici belgeleri 5 yıl boyunca saklamakla yükümlüdür.”*

#### **IV.2. Uygunluk Testi**

Yukarıda yer alan yatırımcı sınıflandırılması paralelinde iş yapış kurallarına ilişkin olarak Kurulumuz nezdinde çalışmaları sürdürülen “Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetine ve Kaldıraçlı Döviz İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” kapsamındaki araçlar ve ortaklık ve aracı kuruluş varantları gibi risk düzeyleri geleneksel sermaye piyasası araçlarından yüksek olan araçlara ilişkin sunulacak aracılık faaliyetleri kapsamında bu araçlara ilişkin hizmet almak isteyen hiçbir yatırımcının bu işlemleri yapması yasaklanmadan aracı kuruluşun yatırımcıdan edindiği bilgiler kapsamında ürün veya hizmetin yatırımcıya uygunluğunun değerlendirilmesinin esas alınmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Konuya ilişkin olarak, mevcut düzenlemelerimiz kapsamında Seri:V No:46 sayılı Tebliğ’in “Müşteri Tanıma Kuralı” başlıklı 12 nci maddesinde “*Aracı kuruluşlar ayrıca müşterilerinin risk ve getiri tercihleri, yatırım amaçları ve mali durumları hakkında yeterli bilgiye sahip olmak amacıyla standart formları geliştirmek, bu formlarda yer alan bilgileri güncelleştirmek ve formları saklamak zorundadırlar. Müşterilere bu bilgilerin risk tercihlerinin ölçülmesi amacıyla istendiğinin bildirilmesi, müşterinin bilgi vermekten kaçınması halinde sorumluluğun kendisine ait olacağı konusunda uyarılması ve bilgi vermek istemediğine ilişkin yazılı beyanının alınarak müşterinin çerçeve sözleşmeleriyle birlikte saklanması gereklidir.*” denmektedir. SPK’nın Seri: V No:55 sayılı “Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”in 7 nci maddesinde

*“Yatırım danışmanlığı kapsamında sayılmayan haller*

*Madde 7 – Aşağıda sayılan yönlendirici nitelikteki işlem ve faaliyetler; sunulan yorum ve tavsiyelerin tarafsız ve dürüst olması, belli bir kişinin, grubun veya portföyün ihtiyaçlarına yönelik olmaması ve karşılığında doğrudan ya da dolaylı*

*maddi menfaat temin edilmeksizin verilmiş olması kaydıyla yatırım danışmanlığı kapsamı dışındadır.*

*a) Herhangi bir faaliyetin, mesleğin veya işin yürütülmesi sırasında, bu faaliyet, meslek veya işin içerdiği hizmetlerle ilgili olarak, süreklilik arz etmeyen ve istisnai birkaç olaya yönelik olarak yazılı veya sözlü yorum ve tavsiyelerde bulunulması.*

*b) Aracı kurumların alım satım aracılığı faaliyetlerinin icrası sırasında müşterilerine sermaye piyasası araçları, bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar, piyasa eğilimleri hakkında ve sermaye piyasası ile ilgili diğer konularda yazılı veya sözlü yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunması.*

*Aracı kurumların alım satım aracılığı faaliyetlerinin icrası sırasında, 18 inci madde çerçevesinde yorum ve tavsiyelerde bulunabilmesi için, Kurulun aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin düzenlemelerinde yer alan ve müşteriye tanıma kuralı kapsamında düzenlenen standart formlardaki müşterinin risk ve getiri tercihi, yatırım amacı, mali durumu gibi bilgileri dikkate almaları zorunludur. Aracı kurumların 18 inci madde çerçevesinde sundukları yorum ve tavsiyelerden yararlanmak isteyen müşterilerin de Kurulun aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin düzenlemelerinde yer alan ve müşteriye tanıma kuralı çerçevesinde aracı kurumlar tarafından hazırlanan formları doldurmaları ve imzalamaları zorunludur.”*

denmektedir.

Yukarıda yer alan hükümler uluslararası uygulamalara paralellik göstermekle beraber, finansal araçlar veya yatırımcı sınıfları arasında ayırım gözetmemesi ve müşteri tanıma kuralının uygulanışında aracı kurumun yükümlülüklerine ilişkin ayrıntılı hükümlere yer vermemesi nedeniyle Dünya genelindeki benzer düzenlemeler esas alınarak revize edilmesi gerekmektedir.

Bu kapsamda, Seri:V No:46 Sayılı Tebliğ'e aracı kuruluşun yatırımcıya sunacağı hizmetlerin uygun olup olmadığını değerlendirilmesine ilişkin yeni hükümler eklenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Hazırlanan madde taslaklarına aşağıda yer verilmektedir.

### **“Uygunluk Testi**

**Madde 12/B–** Aracı kuruluşlar bireysel müşterilere sunacakları aracılık hizmetleri kapsamında, müşterilere önerilen ya da müşteri tarafından talep edilen söz konusu ürün ya da hizmete ilişkin uygunluğun değerlendirilmesi amacıyla müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek hususi bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarını tespit etmekle yükümlüdür.

Müşteriler için hesap açılmasına onay verilmesi ve hesabın sürdürülmesi için gerekli asgari şartların yazılı hale getirilip aracı kuruluş yönetim kurulunca onaylanması ve bir aracı kurum çalışanının yönetim kurulu kararı ile müşterinin uygunluk değerlendirmesini yazılı şartlar kapsamında yapmakla görevlendirmesi gerekmektedir. Aracı kuruluşun müşterilere önerilen ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmete ilişkin yapacağı değerlendirme için asgari olarak aşağıda yer alan hususlarda bilgi edinmesi gerekmektedir.

- i) Yatırım hedefleri,
- ii) Mesleği,
- iii) Tahmini yıllık geliri,
- iv) Tahmini serveti ve tahmini nakit varlığı
- v) Medeni durumu ve bakmakla yükümlü bulunduğu kişiler
- vi) Yaşı
- vii) Yatırım deneyimi ve bilgi düzeyi (işlem yaptığı sermaye piyasası araçları ve aldığı finansal hizmetler, müşterinin işlem yapma sıklığı, işlem hacmi, ne kadar zamandır işlem yaptığı gibi hususlar)

Ayrıca, eğer varsa;

- i) Müşteriye ilişkin edinilen bilgilerin kaynağı
- ii) Müşteriye yapılan bildirimlerin tarihi
- iii) Hesabı açan ve/veya bilgileri toplayan lisanslı müşteri temsilcisinin adı,

- iv) Hesabın açılma tarihi ve hesabın açılmasını onaylayan yetkili,
- v) Hesaba ilişkin verilerin doğrulanma tarihi

*İlişkin bilgilerin de müşteri hesabıyla ilgili tutulması gereken diğer kayıtlarla birlikte saklanması gerekmektedir.*

*Aracı kuruluş, bireysel müşterilere önerilen ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin söz konusu müşteriye uygun olmadığı kanaatine varırsa, aracı kuruluş müşteriye yazılı şekilde uyarır. Bu uyarılar standart bir formatta sağlanabilir.*

*Müşterinin bu maddenin birinci fıkrası çerçevesinde aracı kuruluşa bilgi sağlamaması durumunda ya da kendi bilgisi ya da tecrübesi hakkında eksik bilgi vermesi halinde, aracı kuruluş tarafından hangi hizmet ya da ürünlerin müşteriye uygun olup olmadığının tespit edilmesine imkan bulunmadığı hususunda müşteriye yazılı bir uyarıda bulunur. Bu uyarı standart bir formatta sağlanabilir. Söz konusu uyarının bir örneği aracı kuruluş nezdinde de saklanmalıdır.*

*Müşteriye aracı kuruluş tarafından sunulması öngörülen hizmet ya da ürünün müşteriye uygun olmadığına ilişkin uyarıda bulunulmuş olmasına rağmen müşterinin söz konusu hizmet yada ürünü almak istemesi durumunda aracı kuruluş diğer şartları da değerlendirmek suretiyle müşteriye hizmet verip vermemek hususunda serbesttir. Bu gibi durumlarda aracı kuruluş, müşteriye Seri:V No:55 sayılı Tebliğ'in 7 nci maddesi kapsamında yer alan hususlar da dahil olmak üzere yazılı veya sözlü yorum yapamaz ve yatırım tavsiyesinde bulunamaz.*

*Aracı kuruluşlar, sunulması öngörülen hizmet ya da ürünün müşteriye uygun olup olmadığına ilişkin tevsik edici belgeleri 5 yıl süreyle saklamakla yükümlüdür.*

**Madde 12/C–** *Aracı kuruluş, Kurul kaydına alınan hisse senetleri ve borçlanma araçları, A ve B tipi yatırım fonu katılma belgeleri ile borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesi kaydıyla ülkemize ait devlet tahvili ve hazine bonosuna ilişkin vereceği aracılık hizmetlerinde söz konusu sermaye piyasası aracının müşteriye uygun olup olmadığını tespit etmekle yükümlü değildir.”*

### IV.3. Çıkar Çatışmaları

Mevcut düzenlemelerimizde çıkar çatışmasına ilişkin genel bir hüküm olarak Seri:V No:46 sayılı Tebliğ'in "Faaliyetler Süresince Uyulması Gereken İlkeler" başlıklı 11 inci maddesinin (b) bendinde aracı kuruluşların "İşlemlerini gerçekleştirirken 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" (d) bendinde ise "Müşterileriyle olan ilişkilerinde müşteri ismine saklama uygulaması ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriye ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları" gerektiğine yer verilmiştir.

Mevcut düzenlemelerimiz yurtdışındaki çıkar çatışmalarına ilişkin düzenlemelerle paralellik arz etmekle birlikte, aracı kuruluş varantlarında veya taslak halindeki "Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetine ve Kaldıraçlı Döviz İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" kapsamında sunulacak ürün veya hizmetlerde özellikle aracı kuruluşun kendi hesabından işlem yapması yani karşı tarafın müşteriye karşı bizzat aracı kuruluşun olduğu durumlarda çıkar çatışmaları kaçınılmaz hale gelecektir. Bu gibi durumlarda, yani çıkar çatışmalarının önlenememesi halinde, Tebliğ'in 11- b bendi uyarınca müşteriye adil davranma yükümlülüğü getirilmektedir.

Hem yurtdışı düzenlemelere uyumun sağlanması hem şeffaf ve rekabet edebilir sermaye piyasaları hedefi çerçevesinde; adil davranma yükümlülüğünün daha somut bir şekilde ifade edilmesinin yanında muhtemel çıkar çatışmaları hakkında müşterinin bilgilendirilmesi esasının 11 inci maddenin (d) bendinden bağımsız olarak ayrıca ifade edilmesinin uygun olacağı değerlendirilmektedir.

Bu kapsamda, hazırlanan madde değişikliği taslağına aşağıda yer verilmektedir.

**“Faaliyetler süresince uyulması gereken ilkeler**

**Madde 11–** Aracı kuruluşlar sermaye piyasası faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında aşağıdaki ilke ve esaslara uymak zorundadırlar.

Bu kuruluşların;

a) Faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri, bu doğrultuda gerekli önlemleri almaları,

b) İşlemlerini gerçekleştirirken müşterilerinin çıkarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek dürüst davranmaları, bu amaç doğrultusunda müşterileriyle olan ilişkilerinde çıkar çatışmalarını önlemeye çalışmaları ve buna uygun bir organizasyon oluşturmaları, **sunulacak ürün veya hizmetin türüne göre doğabilecek muhtemel çıkar çatışmalarına ilişkin müşteriye yazılı olarak bildirimde bulunmaları**, doğrudan veya dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşterilerinin menfaatini gözetmeleri, müşterileri arasındaki çıkar çatışmalarının önlenememesi halinde müşterilerine **piyasadaki hakim fiyat, oran ve uygulamalardan önemli ölçüde farklı olmayacak şekilde** adil davranmaları,

c) Faaliyetlerini sürdürmeleri için sahip oldukları kaynakları etkin bir biçimde kullanmaları,

d) Müşterileriyle olan ilişkilerinde müşteri ismine saklama uygulaması ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriye ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları,

gerekir.”

## V. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Son finansal kriz ile birlikte her ne kadar duraklama dönemine girmiş olsa da sermaye piyasalarında yaşanan yeni piyasa ve ürün gelişimine ilişkin rekabette ülkeler rekabetçi pozisyonlarını kaybetmemek veya yeni finansal mimari içinde bir yer edinmek için düzenleme çerçevelerini yatırımcının korunması ve esnek piyasa koşulları arasındaki ince dengede yapılandırmaya çalışmaktadırlar. Finansal kriz, tartışma konularını özellikle sistemik risk ve türev ürünlerin karşı taraf riskine yoğunlaştırmış olsa da Türkiye gibi finans piyasalarında kendine yer edinmeye çalışan ülkeler için kriz dolayısıyla yaşanan duraklama düzenleme anlayışlarını önemli finans merkezleri ile rekabet edebilir hale getirmek için fırsat yaratmaktadır.

Yatırımcıların korunması hususu bir bölgenin finans merkezi olarak anılması için önemli etkenlerden birini oluşturmaktadır. Bu kapsamda yatırımcıların korunmasına ilişkin özellikle yeni piyasa koşulları ve yeni ürünlerde iş yapış kurallarının ABD ve AB gibi önemli finans merkezlerinin yer aldığı ülkelerin düzenleme anlayışına paralel hale getirilmesi önem kazanmaktadır.

ABD ve AB genelinde aracı kuruluşların müşterileri ile olan iş ilişkilerinde dolandırıcılığın, ihmalkarlığın veya çıkar çatışmalarının önlenmesi amacıyla iş yapış kuralları çerçevesinde aracı kuruluşların müşterilerine yapacakları açıklamalar ve müşterilerin herhangi bir ürünü satın almaktan alıkoymaktan ziyade ürünün müşteriye uygunluğuna ilişkin aracı kuruluşun sorumluluk alması temel hususları oluşturmaktadır. Bütün bu uygulamalar sırasında üstleneceği riske ilişkin yetkinliğe sahip yatırımcılar için esnek bir yatırım ortamı oluşturulması amacıyla birçok yükümlülükte istisna tanınmaktadır. Bu kapsamda yatırımcıların belirli kıstaslara göre sınıflandırılmaları gereği doğmaktadır.

Bu çalışma kapsamında Türkiye için iş yapış kuralları çerçevesinde getirilen öneriler, özellikle risk düzeyleri yüksek yeni finansal araçların ülkemizde düzenleme altına alınması ile birlikte aracı kuruluşlar ile müşterileri arasındaki iş yapış kurallarına yönelik getirilmiştir. Yatırımcıların sınıflandırılmasına ilişkin hükümler öncelikle kompleks ürünler için geliştirilen uygunluk testi için uygulanacak olsa da



ileride yatırım danışmanlığı veya yoğunlaşma kuralının terk edilmesi gibi düzenlemeler için de bir altyapı oluşturacaktır.

Uygunluk testi ülkemiz için yepyeni bir uygulama olmakla birlikte risk düzeyi yüksek ürünlerin müşterilere sunulması sırasında aracı kuruluşların sorumsuz davranarak yatırımcı mağduriyetine yol açmamaları için aracı kuruluşlara belirli sorumluluklar yüklemektedir. Diğer yandan yatırımcı sınıflandırmasının sağladığı imkan ile sermaye piyasalarında belirli bir yetkinliği haiz yatırımcıları düzenlemenin dışında tutarak profesyonel yatırımcılar için esnek bir yatırım ortamı sunulacaktır.

Ayrıca, aracı kuruluşların kendi nam ve hesaplarından yatırımcıya sunacakları finansal ürünlerde, özellikle foreks ve türev araçlarda doğabilecek çıkar çatışmaları hakkında yatırımcının bilgilendirilmesi amacıyla mevcut düzenlememizde bir değişiklik önerisi getirilmiştir.

Getirilen öneriler, bir finansal ürün veya hizmetin sunulmasını engellemeden doğabilecek muhtemel risklere karşı düzenleme yoluyla önlemlerin alınması anlayışının hakim olduğu yurtdışı düzenlemelerine paralel şekilde kompleks türev ürünlerin Türk sermaye piyasalarında düzenleme altına alınması durumunda iş yapış kuralları ile yatırımcıların korunmasını hedeflemektedir.

## KAYNAKÇA

Coffee, J., (2009) *Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets* Columbia Law and Economics Working Paper No. 348.

Enriques, L., (2006) *Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework*. In Ferrarini, G. ve Wymeersch, E. *Investor Protection in Europe* (syf. 321-338) Oxford University Press, New York

FSA, (2006) *Reforming Conduct Of Business Regulation*, Consultation Paper 06/19

Georgosouli, A., (2006) *Investor Protection Regulation: Economically Rational?* Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=893451>

Goodhart, C., Hartmann, P., Llewellyn, D., Rojas-Suarez, L. ve Weisbbrod, S. (1998) *Financial Regulation - Why, How and Where Now?* Routledge, New York

İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi Eylem Planı (Ekim 2009)

Kılıç, S. (1997) *Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması: Güvence Fonları* Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara

Langevoort, D. C., (2008). *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets* Georgetown Law and Economics Research Paper Series.

Lee, K., (2009). *Investor Protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1339305>

Moloney, N., (2006) *Effective Policy Design for the Retail Investment Services Market: Challenge and Choices Post FSAP* In Ferrarini, G. ve Wymeersch, E. *Investor Protection in Europe* (syf. 381-443) Oxford University Press, New York

Moloney, N. (2007) *Large-Scale Reform of Investor Protection Regulation: the European Union Experience* Macquarie Journal of Business Law 147

MiFID Connect *Guideline on the application of the suitability and appropriateness requirements under the FSA rules implementing MIFID in the UK*, (2007)

Poser, N., (1999) *Broker- Dealer Law and Regulation*, Aspen Law & Business, New York

Ratner, D., (1996) *Securities Regulation in a Nutshell*, West Publishing Co., St. Paul Minnesota

### **Yararlanılan İnternet Siteleri**

<http://www.sec.gov/>

Guide to broker regular registration

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).

Sermaye Piyasası Mevzuatı

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/index_en.htm)

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) (2004/39/EC)

Implementing Directive of MiFID (2006/73/EC)

<http://finra.complinet.com/>

Finra Regulation Manual

<http://www.nfa.futures.org/nfamanual/>

NFA Manual / Rules