T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSİ
ÖZEL HUKUK ANA BİLİM DALI

YATIRIM DANIŞMANLIĞI ve ÇIKAR ÇATIŞMASI

Doktora Tezi

Hazırlayan
Enver USCA

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Kudret GÜVEN

Ankara-2007

ONAY

Enver USCA tarafından hazırlanan "Yatırım Danışmanlığı ve Çıkar Çatışması" başlıklı bu çalışma, 02.07.2007 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda (oybirliği/oyçokluğu) ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Özel Hukuk Anabilim Dalında Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan..Prof.Dr..Kudret..Güven.....
Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üye..Prof..Dr..Rıza AYHAN.....
Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üye..Prof.Dr.Kürşat..ÜNAL.....
Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üye..Prof.Dr.İhsan ERDOĞAN.....
Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üye..Doç.Dr.K.Sarıca.....
Akademik Unvanı, Adı Soyadı

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER ..... İ

KISALTMALAR V

GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM DANIŞMANLIĞI

1. YATIRIM DANIŞMANLIĞINA İLİŞKİN TARİHSEL GELİŞİM, YASAL DÜZENLEMELER VE YATIRIM DANIŞMANLARININ FONKSİYONLARI 3

I. TARİHSEL GELİŞİM 3
II. YASAL DÜZENLEMELER 5
III. YATIRIM DANIŞMANLARININ FONKSİYONU 7

2. YATIRIM DANIŞMANLIĞI SÖZLEŞMESİ 10

I. TANIM 10
II. UNSURLAR 12
A. Sözleşmenin Tarafları 12
1. Yatırım Danışmanlığı Sunanlar 13
a. Türk Hukukunda Yatırım Danışmanlığı Yapmaya Yetkili Kurumlar 13
aa. Genel Olarak 13
bb. Aracı Kurumlar 14
cc. Portföy Yönetim Şirketleri 16
dd. Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar 17
b. ABD ve İngiliz Hukukuna Göre Yatırım Danışmanlığı Yapmaya Yetkili Olanlar 18
2. Yatırım Danışmanlığı Talep Edenler 20
a. Genel olarak yatırım ve yatırımcı kavramı 20
b. Konuya ilişkin olarak V/55 sayılı Tebliğ'de yer alan düzenlemenin değerlendirilmesi 21
B. Sözleşmenin Konusu 22
1. Yorum ve Tavsiyenin Sermaye Piyasasına İlişkin Olması 22
2. Tavsiyenin Yönlendirici Nitelikte Olması 26
3. Yatırım Danışmanları Tarafından Sunulabilecek Diğer Hizmetler 28
C. Ücret 30
III. SÖZLEŞMENİN ŞEKLİ 32
IV. SÖZLEŞMENİN HUKUKİ NİTELİĞİ 34
A. Yatırım Danışmanlığı ve Satım Sözleşmelerinin Karşılaştırılması 34
B. Yatırım Danışmanlığı ve Eser (İstisna) Sözleşmelerinin Karşılaştırılması 36
C. Yatırım Danışmanlığı ve Hizmet (İş) Sözleşmelerinin Karşılaştırılması 39

D. Yatım Danışmanlığı ve Vekalet Sözleşmelerinin Karşılaştırılması 42
E. Değerlendirme 45

3. YATIRIM DANIŞMANLIĞI KAPSAMINDA DEĞERLENDİRİLMEYEN FAALİYETLER 48

I. TÜRK HUKUKUNDA 48
A. İstisnai Olarak Verilen Yorum Ve Tavsiyeler 48
B. Medya Ve Elektronik Ortamda Sunulan Yorum Ve Tavsiyeler 52
II. ABD VE İNGİLİZ HUKUKUNDA 58

4. YATIRIM DANIŞMANLIĞI SÖZLEŞMESİNİN BENZER SÖZLEŞMELERLE KARŞILAŞTIRILMASI 61

I. YATIRIM DANIŞMANLIĞI VE PORTFÖY YÖNETİM SÖZLEŞMESİ 61
II. YATIRIM DANIŞMANLIĞI VE KNOW HOW SÖZLEŞMESİ 63
III. YATIRIM DANIŞMANLIĞI VE YÖNETİM DANIŞMANLIĞI (MANAGEMENT CONSULTİNG) SÖZLEŞMESİ 64
IV. YATIRIM DANIŞMANLIĞI VE YÖNETİM (MANAGEMENT) SÖZLEŞMESİ 65

5. YATIRIM DANIŞMANLIĞI SÖZLEŞMESİNDE TARAFLARININ HAK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ 66

I. GENEL OLARAK 66
II. YATIRIM DANIŞMANININ YÜKÜMLÜLÜKLERİ 67
A. Edimini İfa Yükümlülüğü 67
B. Özen ve Sadakat Yükümlülüğü 68
1. Genel Olarak 68
2. Müşteriler İçin Uygun Olan Tavsiyede Bulunma Yükümlülüğü 72
3. Tavsiyelerini Yeterli Ve Makul Temellere Dayandırma Yükümlülüğü 75
4. Tavsiyelerin Müşteri Menfaatlerini Gözeterek Ve Tarafsız Olarak Verilmesi Yükümlülüğü 78
5. Müşteriyi Bilgilendirme Yükümlülüğü 79
6. Sır Saklama Yükümlülüğü 81
7. İlan Ve Reklama İlişkin Sınırlamalar 82
8. Mesleki Yeterlilik ve Eğitim 84
C. Konunun Hukuki Sorumluluk Hükümleri Açısından Değerlendirilmesi 84
III. MÜŞTERİNİN YÜKÜMLÜLÜKLERİ 88

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM DANIŞMANLIĞINDA ÇIKAR ÇATIŞMASI

6. ÇIKAR ÇATIŞMASI VE ÖNEMİ 89

I. GENEL OLARAK ÇIKAR ÇATIŞMASI 89
A. Tanım 89
B. Konunun Önemi 90
1. Çıkar çatışması objektif bilgilendirmeyi etkileyebilmektedir 90

2. Çıkar Çatışmasının Varlığı Yatırımcıların Yetkili Kurumlara ve Piyasaya Olan Güveninin Kaybolmasına Yol Açar 92
C. Yatırımcıların Bilgilendirilmesine İlişkin Olarak Çıkar Çatışmasının Tartışılmaya Başlanmasına İlişkin Süreç 95
D. Enron Olayı 98
E. Mevzuat 99
II. ULUSLARARASI UYGULAMADA ÇIKAR ÇATIŞMASI VE DEĞERLENDİRİLMESİ 101
A. Genel Olarak 101
B. Sermaye Piyasasında Aracı Faaliyetinde Bulunan Kurumların Çeşitleri ve Yatırımcıların Bilgilendirilmesine İlişkin Sürecin Karşılaştırmalı Hukuk Açısından İncelenmesi 102
1. Aracılık Faaliyetinde Bulunan Kurumların Çeşitleri 102
2. Finansal Analistler (Financial Analyst) 104
a. Tanım 104
b. Analist Çeşitleri 107
aa. Satış Analistleri (Sell-Side Analyst) 107
bb. Alış Analistleri (Buy-Side Analyst) 108
cc. Bağımsız Analistler (Independent Analyst) 109
3. Araştırma Raporu 110
C. Türk Hukuku Açısından Değerlendirme 111
7. UYGULAMADA ORTAYA ÇIKAN BAŞLICA ÇIKAR ÇATIŞMASI HALLERİ 112
I. DANIŞMANIN YA DA YETKİLİ KURUMUN SAHİP OLDUĞU PORTFÖY NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI (SCALPING) 112
A. Genel Olarak 112
B. "SEC v Capital Gains Research Bureau Inc" olayı 118
C. D. Zweig v. Hearst Corp. Olayı 120
D. Konunun Manipülasyon Düzenlemeleri Açısından Değerlendirilmesi 122
E. Konunun Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanlar Açısından Değerlendirilmesi 124
II. KOMİSYON GELİRLERİ NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI (CHURNING) 126
III. YETKİLİ KURUMUN SUNDUĞU DİĞER HİZMETLER NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI 128
A. Genel Olarak 128
B. Konunun İçerden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading) Düzenlemeleri Açısından Değerlendirilmesi 131
C. Tavsiyelerin Yetkili Kurumun Diğer Faaliyetlerinden Etkilenmemesine İlişkin Mekanizmalar 136
1. Çin Seddi (Chinese Wall/Fire Wall) Uygulaması 136
2. Sınırlama ve İzleme Listeleri (Restricted List-Watch List) 140
IV. DANIŞMANLIK HİZMETİNİ SUNAN KURUMUN HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZINA DA YETKİLİ OLMASI NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI 141

V. PİYASA YAPICILIĞINA BAĞLI ÇIKAR ÇATIŞMASI 147
VI. DEĞERLENDİRME KONUSU ŞİRKET İLE YETKİLİ KURUM/DANIŞMAN ARASINDAKİ İLİŞKİ NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI.....148
VII. ÜCRETLENDİRME POLİTİKASINA BAĞLI ÇIKAR ÇATIŞMASI 151
VIII. RAPORLAMA SİSTEMLERİNE İLİŞKİN UYGULAMADAN DOĞAN ÇIKAR ÇATIŞMASI.....153
IX. BAZI MÜŞTERİLERE FARKLI DAVRANILMASINA BAĞLI ÇIKAR ÇATIŞMASI 154
X. YATIRIMCILARIN BİLGİ VE TECRÜBE EKSİKLİĞİNE BAĞLI ÇIKAR ÇATIŞMASI 155
XI. TAVSİYELERİN DOĞRULUĞU VE ETKİNLİĞİNİN ARACI KURULUŞLARCA TAKİP EDİLMEMESİ NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI.....158
SONUÇ.....160
KAYNAKÇA 162
ÖZET 174
ABSTRACT 176

KISALTMALAR

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BATIDER: Banka Ve Ticaret Hukuku Dergisi

BK: Borçlar Kanunu

Bkz: Bakınız

C: Cilt

FSA: Financial Services Authority

IOSCO: International Organization of Securities Commissions

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

md: Madde

NASD: National Association of Securities Dealers

NYSE: New York Stock Exchange

s: Sayfa

S: Sayı

SEC: Securities and Exchange Commission

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

SPKn: Sermaye Piyasası Kanunu

TTK: Türk Ticaret Kanunu

Vol: Volume

Vd: Ve Devamı

V/34 Sayılı Tebliğ: Seri:V, No:34 Sayılı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği

V/46 Sayılı Tebliğ: Seri:V, No:46 Sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

V/55 Sayılı Tebliğ: Seri:V, No:55 Sayılı Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

V/59 Sayılı Tebliğ: Seri:V, No:59 Sayılı Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği

V/60 Sayılı Tebliğ: Seri:V, No:60 Sayılı Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

VI/15 Sayılı Tebliğ: Seri:VI, No:15 Sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği

VIII/11 Sayılı Tebliğ: Seri: VIII, No: 11 Sayılı Menkul Kıymetleri Halka Arz Edilmiş Anonim Şirketlerle Menkul Kıymet Alım Satımı ile Uğraşan Kuruluşların İlan ve Reklamlarında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ

VIII/22 Sayılı Tebliğ: Seri:VIII, No:22 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği

VIII/39 Sayılı Tebliğ: Seri:VIII, No:39 Sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

GİRİŞ

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde tasarrufların yetersiz olması nedeniyle ülke ekonomisinin kalkınmasında birikimlerin kullanılış yöntemi büyük önemi haizdir. Tasarruf sahipleri menkul kıymetlere yatırım yapmak suretiyle tasarruflarını değerlendirebilirler. Ancak menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir.

Genel ekonomik durum, piyasa ve ihraççılara ilişkin bilgileri diğer yatırımcılar edinmeden ya da bu bilgilerin önemini anlamadan ve bu bilgilere göre davranmadan önce bilgiye ulaşan ve yatırımlarını buna göre yönlendiren yatırımcıların bu şekilde kendilerine yarar sağlama imkanı bulunmaktadır.

Günümüz sermaye piyasalarında bilgi hayati önem taşımaktadır. Zamanlı ve uygun bilgi akışı piyasaya sermaye sağlayan yatırımcıya güven verecektir. Bununla birlikte kamuyu aydınlatma çerçevesinde ihraççılardan, hükümet tarafından ilan edilen ekonomik verilerden ve konuya ilişkin rapor düzenleyen özel kaynaklardan temin edilen kapsamlı ve karışık bilgiler ve ham veriler, yatırımcının kapasitesini aşıyor olabilir. Ortalama bir yatırımcının bu bilgileri elde etmesi veya değerlendirmesi mümkün olmadığından portföylerin profesyonel yöneticilere teslim edilmesi yahut da profesyonel kişilerden tavsiyeler alınması ekonomik bir zorunluluk haline gelmiştir.

Yatırım imkan ve stratejilerinin çok büyük ölçüde artmış olması, yatırımların kârlı alanlara yönlendirilmesi için bu alanda uzmanlaşmış, yeterli eğitim ve tecrübeye sahip kadrolara ihtiyacı da beraberinde getirmiştir. Bu kadrolar, sermaye piyasası araçları ve yatırım alanları hakkında yeterli bilgiye sahip olup, bu amaçla, bilgi kaynaklarını ve yurt içi ve yurt dışı gelişmeleri iyi takip etmekte ve değerlendirmektedir.

Bazı yatırımcılar, bilgiye basın ve internet üzerinden ücretsiz olarak yahut alım satım komisyonu ücretinin içerisine dolaylı olarak ücret ödemek

suretiyle ulaşırken, özellikle kurumsal yatırımcılar ile büyük bireysel yatırımcılar bu bilgilere ulaşmak için profesyonel yardıma başvurmayı tercih etmekte ve yatırım danışmanlığından faydalanmaktadırlar. Konu hakkında bilgi ve tecrübe sahibi olsalar dahi, uzman olan kişilerin tavsiyelerine uyarak yatırım yapmak, yatırımcıların kendilerini rahat hissetmelerini sağlamaktadır.

Yatırımcıların bilgilendirilmesi aşamasında yatırımcıları bilgilendiren danışmanların, yatırımcıların hak ve yararlarına değil, kendilerinin ya da çalıştıkları kurumların menfaatleri doğrultusunda hareket etmeleri ve yatırımcıları bu amaç doğrultusunda bilgilendirmeleri söz konusu olabilecektir. Bu durumu kısaca çıkar çatışması olarak tanımlamak mümkün olup, kurumların çıkarlarının müşterilerinin çıkarları ile ya da müşterilerin her birinin çıkarlarının diğeri ile çatıştığı durumlarla sık sık karşılaşılmaktadır.

Halka açılmalarda çok sıkı kurallar getirilmiştir. Bu kapsamda gerekli tüm bilgiler verilmeli, kamu tam olarak aydınlatılmalıdır. Bunların ihlali halinde ihraççı, yöneticileri ve halka arz yüklenicilerinin sorumluluklarına gidilmiştir. Zira bunlar menkul kıymetin değerini etkilemektedir. Ancak tavsiyeye ilişkin bir yasaklama ya da açıklama yükümlülüğü bulunmamaktadır.

Çalışmamızın ilk bölümünde yatırım danışmanlığı sözleşmesi, tarafları, konusu ve diğer unsurlarını içerecek şekilde ayrıntılı olarak incelenmiştir. Bunun yanında yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmeyen faaliyetler ile yatırım danışmanlığı sözleşmesinin hukuki niteliği, benzer sözleşmelerle karşılaştırılması ve tarafların yükümlülüklerine ilk bölümde yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümü, yatırım danışmanlığının sunulması sırasında karşılaşılabilecek olan çıkar çatışması hallerine ayrılmış olup, çıkar çatışmasının nedenleri ve çözüm önerileri ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Çalışmamız sonuç ve değerlendirme bölümü ile sona erdirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM DANIŞMANLIĞI

1. YATIRIM DANIŞMANLIĞINA İLİŞKİN TARİHSEL GELİŞİM, YASAL DÜZENLEMELER VE YATIRIM DANIŞMANLARININ FONKSİYONLARI

I. TARİHSEL GELİŞİM

Para yöneticileri ve yatırım danışmanları binlerce yıl önce ortaya çıkmış ve mülk, koyun, dana, işçi ve köleleri yönetmişlerdir. Ancak yatırım danışmanlığının bağımsız bir iş ya da meslek olması birinci dünya savaşından sonrasına kadar gerçekleşmemiştir. 20. yüzyıldan önce yatırım fırsatları yok denecek kadar az olduğundan, söz konusu fırsatların yönetimi göreceli olarak kolaydı. Son yüzyılda ise sermaye piyasaları gelişmiş ve yatırım imkânlarındaki çeşitlilik artmış, yatırım seçimi ve alım satım konusunda zamanlama yapmak zor bir konu haline gelmiştir[1].

Endüstri devriminden sonra şirketler kurumsallaşmıştır. İşadamlarının kazançlı gördükleri alanlardaki şirket hisselerini almak sureti ile bu şirketlere ortak olmaya başlamaları sonucunda, şirket yönetiminde bulunmayan merkezden uzak şirket ortakları ortaya çıkmıştır. Bunun sonucu olarak da, yatırımcılar artık menkul kıymetini aldıkları şirketlerin yönetiminden ve dolayısı ile şirkete ilişkin tam bilgilendirmeden uzak kalmışlardır. Yönetimle sahipliğin giderek ayrılması, şirket hakkındaki bilginin eksikliği ve menkul kıymetlere ilişkin karışık ve teknik ifadelerin anlaşılmasının zorluğu sonucunda yatırımcılar, gelişmeleri tam anlamıyla takip edememeye başlamışlardır. Bilgiye tam ulaşma yahut bilgi eksikliği yatırımcılar arasında farklar oluşmasına yol açmıştır. Bu değerlendirme ve bilgi eksikliği nedeni ile

---

[1] **FRANKEL, Tamar**, The Regulation Of Money Managers; The İnvestment Company Act And The Investment Advisers Act, Vol. I, Boston, 1978, (Supplement, New York, 1999), s.2

sık sık kendi yatırım programları ile tam olarak örtüşmeyen menkul kıymetlere yatırım yapmak zorunda kalmışlardır[2].

20. yüzyıldan sonra, yatırım seçimi ve alım ve satım zamanının belirlenmesinin zorlaşması üzerine, ortalama yatırımcılar, becerisi ve uzmanlığı ile kendisine yol gösterecek kişilere ihtiyaç duymuştur[3]. Bu ihtiyacı karşılamak ve kompleks finansal dünyada yatırım yapmadaki zorlukların üstesinden gelebilmek ve yatırımcılar tarafından bilgilere ulaşılabilmesini sağlamak amacı ile başta menkul kıymet aracıları (broker-dealer) olmak üzere, finans dünyasında faaliyet gösteren kurumlar tarafından değişik adımlar atılmıştır[4].

Bu faaliyetler ilk başta yatırımcılara yardım amacını taşımakla birlikte, daha sonra finansal kurumlar, özellikle aracılık yapanlar, yatırımcı için uygun olan ve onun menfaatine ve ihtiyacına yönelik olan işlemler yerine, kendi lehlerine olan işlemleri tavsiye etmeye başlamışlardır[5].

Yatırımcıları tarafsız olarak bilgilendirecek, yönlendirecek ve yatırımcı menfaatlerini düşünen uzman yardımcılara ihtiyaç duyulması üzerine, yatırımcılara tavsiyede bulunmak ve onları yönlendirmek üzere firma ve şahıslar ortaya çıkmıştır[6]. Bu da yatırım danışmanlığının ve profesyonel yatırım danışmanlarının doğmasına neden olmuştur[7].

İlk yatırım danışmanlığı organizasyonu 1899'da New York'da şekillenmiş ve 1919'a kadar ona yakın firma kurulmuştur. Danışmanların çoğu ilk başlarda kendi işleri sırasında tavsiye veren banker ve menkul kıymet aracıları (broker-dealer) olmuştur[8]. Scudder, Stevens ve Clark isimli şirketler menkul kıymet alım satımı yerine sadece tavsiyede bulunma amacı

---

[2] **WILSEY, Lawrence**, The Investment Advisers Act of 1940, The Journal of Finance Vol. 4, No. 4, Dec. 1949, (s.286-297), s.286
[3] **FRANKEL**, Vol. I, s.2
[4] **WILSEY**, s.286
[5] **WILSEY**, s.286
[6] **WILSEY**, s.286
[7] **FRANKEL**, Vol. I, s.2
[8] **FRANKEL**, Vol. I, s.2

ile kurulmuş olan en önemli ilk şirketlerdir. Birinci dünya savaşından sonra, başta önde gelen finansal merkezler olan New York ve Boston'da olmak üzere profesyonel olarak yatırım danışmanlığı yapan şirketler kurulmuş ve yatırım danışmanlığı hızlı bir şekilde yayılarak daha sonra yatırım mekanizmasının önemli bir parçası haline gelmiştir[9].

II. YASAL DÜZENLEMELER

Ülkemizde konuya ilişkin düzenleme, sermaye piyasası mevzuatında yer almaktadır.

Yatırım danışmanlığı, sermaye piyasası faaliyetlerini düzenleyen SPKn'nun[10] 30'uncu maddesinin (e) bendinde sermaye piyasası faaliyetleri arasında sayılmıştır. Yatırım danışmanlığı faaliyetini yerine getiren şirketler de, SPKn. md. 39 hükmünde sermaye piyasası kurumu olarak nitelendirilmiştir.

SPKn'nun 31'inci maddesi uyarınca sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunacak kurumların, Kurul'dan izin almaları zorunlu olup, başvuru ve izin esasları Kurul tarafından belirlenir. Öte yandan SPKn'nun 22'nci maddesinin (s) bendinde, Kurul'un sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil yatırım tavsiyelerinde bulunacak kişi ve kuruluşların uyacakları ilke ve esasları belirlemeye yetkili olduğu düzenlenmiştir.

Bu çerçevede, Kurul tarafından, yatırım danışmanlığı faaliyetine ve bu faaliyette bulunacak kurumlara ilişkin esaslar, Seri:V, No:55 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin

---

[9] **WILSEY**, s.287

[10] 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 30.7.2981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de, Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılması İle Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi ve Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanunu'nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun ise 18.12.1999 tarih ve 23910 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Kanun metnine Sermaye Piyasası Kurulu web adresinden (www.spk.gov.tr) ulaşmak mümkündür.

Esaslar Hakkında Tebliği" ile düzenlenmiştir[11].

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda yatırım danışmanları ile ilgili temel düzenleme 1940 tarihli The Investment Adviser Act'dır (Yatırım Danışmanları Yasası). Bunun yanında yatırım danışmanı ile onun müşterisi olan yatırım şirketi arasındaki ilişkileri inceleyen 1940 tarihli The Investment Company Act (Yatırım Şirketleri Yasası) da konuya ilişkin bir diğer düzenlemedir.

İngiltere'de yatırım danışmanlarının faaliyetleri, 2000 tarihli Financial Services And Markets Act (Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası) ile bu kanuna ilişkin ayrıntılı düzenlemelerin yer aldığı Regulated Activities Order (Düzenlenmiş Faaliyetler Talimatı) altında düzenlenmiştir (md. 53, 54, 55).

Avrupa Birliği direktiflerinden[12] yatırım danışmanlığı açısından en önemlisi "Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetleri Hakkında 30.4.2004 tarih ve 94/39/EEC sayılı Konsey Direktifi (Yatırım Hizmetleri Direktifi)'dir. Direktif'te, bir başka üye ülkede (misafir ülke, host country) faaliyet göstermek isteyen bir üye ülke (ev sahibi ülke, home country) arasında karşılıklılık ilkesinin oluşturulması amacıyla asgari unsurlar ortaya konulmaktadır. Direktif'te, menkul kıymetlere ilişkin olarak danışmanlık sunulması da düzenlenmiş olup, yatırım danışmanlığı, düzenlemelerde portföy yönetimi ile birlikte yatırım hizmetleri kapsamında yer almaktadır ve bu hizmetleri görecek kurumların belirli niteliklere sahip olması ve yetkilendirilmiş olması gerekmektedir[13].

---

[11] Seri:V, No:55 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ", 22.4.2002 tarih ve 24734 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

[12] Avrupa'da ortak bir pazarın oluşturulması yönündeki çabaların bir devamı olarak, AB'nin mali hizmetlere ilişkin yasaların uyumlaştırılması yönünde düzenlemeleri bulunmaktadır. Mali hizmetlerin uyumlaştırılması yönündeki yasal çalışmalar, Avrupa Komisyonu tarafından önerilen ve Bakanlar Konseyi tarafından onaylanan direktiflerin çıkarılması suretiyle yerine getirilmektedir. AB'nde bu düzenlemelerin başlaması ve koordinasyonuna ilişkin çalışmalar Avrupa Komisyonu tarafından yürütülmekte olup, düzenlemelerle üye ülkeler arasında uyumun sağlanmasını amaçlanmaktadır (**MACHARG, Marcia L./KAMEDA, Roberta R. W.** (Editors), International Survey of İnvestment Adviser Regulation, London, 1994, s.119).

[13] Konuya ilişkin bir önceki direktif olan 10.5.1993 tarih ve 93/39/EEC sayılı direktifte yatırım danışmanlığı kapsamına girmeyen ve ücretsiz olarak yapılan yatırım tavsiyesi işlemleri de

AB Komisyonunun 22.12.2003 tarihli yatırım tavsiyelerinin adil olarak sunulması ile çıkarların ve çıkar çatışmalarının kamuya duyurulması için gereken genel standartlar ve yükümlülükler hakkındaki 2003/125/EC sayılı Direktif konuya ilişkin bir diğer önemli düzenlemedir[14].

III. YATIRIM DANIŞMANLARININ FONKSİYONU

Sermaye piyasasında yatırımcıların yanlış seçim yapmalarını ya da yanlış karar almalarını önlemeye yönelik liyakat yaklaşımı ve kamuyu aydınlatma yaklaşımı olarak adlandırılan iki görüş bulunmaktadır.

Liyakat yaklaşımında, menkul kıymetlerin halka arzında belirli bir resmi otoriteye takdir yetkisinin tanınması ve menkul kıymetlerle, onları ihraç eden ortaklığın sağlamlığı, güvenilirliği ve tatminkar bir getiri sağlayıp sağlamayacağı hususlarında olumlu bir kanaate varılarak, bunlara izin verilmesi söz konusudur. Liyakat yaklaşımında, düzenleyici otorite, yatırımcıların zarara uğramasına yol açacak riskli yatırım araçlarının piyasaya çıkmasını önleyerek yatırımcıyı bu tür yatırımlardan uzak tutmaya ve bu şekilde yatırımcıyı korumaya çalışır[15].

Kamuyu aydınlatma yaklaşımında ise, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek menkul kıymetleri ihraç eden ortaklıkların yönetim, finansal durum, faaliyet sonuçları ve menkul kıymetlerin niteliklerine ilişkin her türlü bilginin ve riskin yatırımcılar tarafından elde edilmesine imkan tanınmakta, yatırımcı, piyasadaki mevcut bilgiler ışığında kendi stratejisi ile

---

Direktif kapsamına alınmış, yatırım tavsiyesinde bulunacak kurumun da belirli şartları sağlaması ve yetkilendirilmiş olması gerektiği ifade edilmiştir.

[14] Söz konusu Direktif 24.12.2003 tarih ve L 339/74 sayılı AB Resmi Gazetesi'nde yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

[15] Geniş bilgi için bkz. **KABAALİOĞLU, Haluk**, Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, 1985, s.9; **KARABABA, Serdar**, Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara, 2001, s.47; **KILIÇ, Saim**, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması, Güvence Fonları, Ankara, 1997, s.18; **KÜÇÜKSÖZEN**, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara, 1999 (Yatırımcının Korunması), s.15; **TYSON, William C.**, Legal Aspects of Securities Regulation In The United States, Ankara, 1985, s.180

hareket etmekte ve üstleneceği riskin sorumluluğunu almaktadır[16].

Ülkemiz uygulamasında, 2499 sayılı SPKn'de 3794 sayılı Kanun'la 1992 yılında yapılan değişiklikle liyakat yaklaşımı terk edilerek, kamuyu aydınlatma yaklaşımı benimsenmiştir. Kamuyu aydınlatma yolu ile risk/getiri değerlendirmesi ve yatırım kararının piyasa ve yatırımcıya bırakılması sonucunda, piyasadaki araç çeşitliliğinin artmasına ve doğru yatırım kararı verilmesinde rol oynayan derecelendirme ve danışmanlık kurumlarının doğmasına olanak tanınmıştır[17].

Kamunun aydınlatılması izahnameler yolu ile halka arzdan itibaren başlamakta, sonrasında da yıllık rapor, bilanço, kâr zarar hesapları, denetim raporları yolu ile kamunun sürekli ya da önemli olayların varlığı halinde olay bazında aydınlatılması sağlanmaktadır. Konuya ilişkin olarak SPK tarafından Seri:VIII, No:39 sayılı "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" ile ayrıntılı düzenlemeler getirilmiştir[18].

Yatırımcılar yatırım kararını bilgiye dayalı olarak vermelerine karşın, maliyet, ulaşımdaki zorluk, teknolojik imkanları kullanamama gibi nedenlerle

---

[16] Geniş bilgi için bkz. **KABAALİOĞLU**, s.9 vd; **KARABABA**, s.48 vd; **KILIÇ**, s.19,20; **KÜÇÜKSÖZEN**, (Yatırımcının Korunması) s.15; **POROY, Reha (TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin)**, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul, 2000, s.249,250; **TEKİNALP, Ünal**, Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle, İstanbul, 1979, s.5 vd; **TYSON**, s.180; **ÜNAL, Oğuz Kürşat**, Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara, 1999 (Halka Açık), s.127. Kamuyu aydınlatma yükümlüğü açısından aracı kurumun sorumluluğu için bkz. **İNCEOĞLU, Mehmet M**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara, 2004, s.130 vd.

[17] **KILIÇ**, s.24,25. SPKn'de 3794 sayılı Kanunla yapılan değişiklik öncesinde, menkul kıymetlerin halka arzı için SPK'dan "izin" alınması gerekli olup, açıklamaların yeterli ve gerçeğe uygun bulunmadığı, halka arzın kamu yararına aykırı düşeceği veya halkın istismarına yol açacağı kanısına varılması halinde Kurul ihraççıların izin talebini reddetme yetkisine sahipti. Konuya ilişkin süreç ve kayda alma sistemine geçilmesinden sonra yatırımcıların tam, zamanında ve doğru bilgilendirilmesi için getirilen düzenlemelere ilişkin olarak bkz. **GÜNAL**, s.5; **KARSLI**, s.609,610; **KILIÇ**, s.24 vd; **ŞENGÜL**, s.25 vd.

[18] TTK'da yer alan kamuyu aydınlatmaya yönelik hükümler için bkz. **POROY (TEKİNALP/ÇAMOĞLU)**, s.250. Özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin olarak bkz. **GÜNAL, Vural**, Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İstanbul, 1997, s.228; **KARSLI, Muharrem**, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul, 2004, s.613 vd; **KÜÇÜKSÖZEN**, (Yatırımcının Korunması), s.130,131; **ŞENGÜL, Selami**, Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları, Ankara, 2002, s.146 vd; **TANÖR, Reha**, Türk Sermaye Piyasası, C.I (Taraflar), İstanbul, 1999, s.179 vd.

tüm yatırımcılar bilgiye aynı düzeyde ulaşamamaktadır[19]. Kamuyu aydınlatma ilkesine yapılan en büyük eleştiri bu hususa ilişkin olup, kamuya açıklanan bilgilerin tüm yatırımcılar tarafından yeterli ve doğru biçimde değerlendirilemeyeceği, halkın bu bilgileri aynı düzeyde yorumlama ve anlama yeteneğinden yoksun olduğu noktasındadır[20].

Sermaye piyasasında yatırımcı, yatırım kararını verirken, arz ve talebe, ekonomiye, sektöre, şirketin mali yapısına, kârlılığına, rekabet gücüne, yönetimine ilişkin bilgiler ile ikincil piyasada işlem gören sermaye piyasası araçlarının cari fiyatına, işlem hacmine, açılış ve kapanış fiyatına, işlem gördüğü en yüksek ve en düşük fiyata ve piyasaya iletilen emirlere ilişkin bilgileri dikkate alacaktır[21].

Yatırımcılar çoğu zaman kamuya açıklanan bu bilgileri değerlendirip yatırım kararına dönüştürecek bilgi ve tecrübeye sahip olmadığından, bu bilgileri yatırımcılar için takip edecek ve değerlendirecek olanlar yatırım danışmanlarıdır. Yatırım danışmanları yapmış oldukları inceleme ve araştırma neticesinde menkul kıymetin gerçek değerini ortaya koyacak ve bunu piyasa değeri ile karşılaştırmak suretiyle senede ilişkin yorum ve tavsiyelerini yatırımcılara iletecektir[22].

Yatırım danışmanları, bir sektör veya menkul kıymetle ilgili olarak yatırımcılardan, şirketlerden, sektör çalışanlarından ve diğer bilgi

---

[19] **ERSEL, Hasan/SAK, Güven,** Düzenleme ve İktisat Kuramı, Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Ankara, 1996 (SPK Yayın No. 54), s.306; **KILIÇ**, s.14. Tüm piyasa katılımcılarının aynı seviyede bilgilendirilmemesi asimetrik bilgi dağılımı olarak nitelendirilmektedir. Asimetrik bilgi dağılımı ters seçme (adverse selection) ve ahlaki risk (moral hazard) olarak adlandırılan sonuçları doğurmaktadır. Bilginin asimetrik olarak dağıldığı bir ortamda satıcı sattığı mal hakkında alıcıdan daha fazla bilgi sahibi olduğundan, alıcı yanlış seçim yani yanlış fiyattan işlem yapabilir (ters seçim). Ahlaki risk ise bir kısım piyasa katılımcısının eylemeleri ile koşula bağlı durumları etkileyebildikleri hallerinde diğerlerine nazaran daha fazla bilgi sahibi olmalarıdır (Bkz. **ERSEL/SAK**, s.306; **KARAN, Mehmet B./KARACABEY, Ali A**, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği, Ankara, 2003, s.146 vd; **KILIÇ**, s.14; **KÜÇÜKSÖZEN** (Yatırımcının Korunması),s.12 vd.)

[20] Bkz. **KARABABA**, s.51; **KILIÇ**, s.20; **KÜÇÜKSÖZEN**, (Yatırımcının Korunması), s.15,16; **TYSON**, s.181

[21] **ERSEL/SAK**, s.307; **KILIÇ**, s.13-14; **ŞENGÜL** s.24

[22] Eğer mevcut piyasa değeri bulunan değerden aşağıda ise al ya da kesinlikle al (buy/strong buy), eğer piyasa değeri bu değerin üzerinde ise tarafsız (nötr) ya da tut (hold) ve şirketin ciddi bir problemle

kaynaklarından topladıkları bilgileri tahlil ederek kâr zarar tahminlerine ve yatırım tavsiyesine dönüştürecek ve yatırımcılara sözlü ya da yazılı olarak yatırım tavsiyelerini sunacaklardır[23].

Hangi menkul kıymetlere yatırım yapılmasının daha kazançlı olacağı, piyasadaki menkul kıymetler arasındaki risk ve kâr unsurlarını nasıl değerlendireceği kaygısını taşıyan yatırımcıların bu sorunları yatırım danışmanı uzmanlarca çözülmektedir[24].

2. YATIRIM DANIŞMANLIĞI SÖZLEŞMESİ

I. TANIM

Yetkili kurumların müşterileri ile yaptıkları, hangi sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılacağı, sermaye piyasası araçlarını alma ve satma zamanı hakkında ve bir ücret karşılığında, tecrübelerine, teknik araştırmalarına ve bilimsel verilere dayanan tavsiyelerde bulunma konusunda taahhütte bulunmasına ilişkin sözleşme, yatırım danışmanlığı sözleşmesi olarak isimlendirilmektedir[25].

V/55 sayılı Tebliğ'in 4'üncü maddesinde yatırım danışmanlığı,

---

karşı karşıya kalındığı tespit edilirse sat (sell) ya da performans altında (under performance) yorum ve tavsiyesinde bulunulacaktır (**SHKOLNIK, Eric**, When Buy Means Sell, New York, 2003, s.47,48).

[23] **MICHAELY, Roni/WOMACK, Kent L**, Conflict of İnterest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, The Review of Financial Studies, Vol.12 No.4, 1999, (s.653-686), s.658. Bir kurum bünyesinde çalışan yatırım danışmanları için bilgi toplama ve belirli ölçüde değerlendirme yapma işini kurumun araştırma bölümünde çalışan finansal analistler yapmaktadır. Bkz İkinci Bölüm, I, B, 3

[24] **SUMER, Ayşe**, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul, 2002 (Sermaye Piyasası), s.6,7

[25] **ÜNAL, Oğuz Kürşat**, Aracı Kurumlar, Ankara, 1997, (Aracı Kurumlar), s.228; **ÜNAL, Oğuz Kürşat**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara, 2005 (Sermaye Piyasası), s.619. Yatırım danışmanlığı sözleşmesi bir çerçeve sözleşmesi olup, bu sözleşme müşteri ile bir kez akdedilmekte ve daha sonra müşterilerin bu sözleşme kapsamında sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında farklı zamanlarda aldıkları münferit işlem olan her yorum ve tavsiyenin temelini teşkil etmektedir (V/46 sayılı Tebliğ md. 13; **İNCEOĞLU**, s.196). KABUKÇUOĞLU danışmanlık sözleşmesini "danışmanın, belirli ücret karşılığında, danışmanlığının talep edildiği konularda gerekli bilginin sağlanması ile bunları yorumlamayı, danışanın karşılaştığı sorunları teşhis ederek bunlar için amaca en iyi ve en uygun çözüm önerilerini hazırlamayı ve gerekirse sunduğu çözüm önerilerinin uygulanmasını ve hatta bazen denetimini veya uzmanlığının gerektirdiği çeşitli hizmet edimlerinde bulunmayı üstlendiği sözleşmedir" şeklinde tanımlamaktadır. Danışmanlık

"karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin etmek suretiyle, müşterilere sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında ve sermaye piyasası ile ilgili diğer konularda yönlendirici nitelikte yazılı veya sözlü yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunulması" olarak tanımlanmıştır.

Buna göre yatırım danışmanlığının iki unsuru bulunmaktadır. İlki sermaye piyasası alanında müşterilere yönlendirici nitelikte bilgiler verilmesi ve tavsiyelerde bulunulması, diğeri ise yatırım danışmanlığında bulunan yetkili kurumun bunun karşılığında müşterilerinden bir menfaat elde etmesidir[26]. Öte yandan yorum ve tavsiyeler yazılı olarak verilebileceği gibi, bunların sözlü olarak da verilmesi mümkündür.

ABD hukuknda, Investment Adviser Act'da, yatırım danışmanlığı değil, ancak yatırım danışmanı tanımlanmıştır. Yasa'da, *"Bir bedel karşılığında ve müşterilere tavsiye verme faaliyetiyle uğraşılması çerçevesinde, doğrudan doğruya veya yayınlar vasıtasıyla, menkul kıymetlerin değeri veya menkul kıymetlere yönelik yatırım yapma, alım veya satım (kararları) üzerinde tavsiye edilmesi mümkün hususlarda tavsiye verme işiyle uğraşan veya bir bedel karşılığında ve asıl faaliyet alanının bir parçası olarak menkul kıymetlerle ilgili raporlar ve analizler yayınlayan kişiler"* yatırım danışmanı olarak tanımlanmıştır[27].

Yasa'daki tanım incelendiğinde, yatırım danışmanlığı faaliyetinin bir

---

sözleşmesine ilişkin tanımlar için bkz. **KABUKÇUOĞLU, Fatma Dilek,** Danışmanlık Sözleşmesi, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2001, s.27 vd.

[26] **İNCEOĞLU**, s.48

[27] Investment Adviser Act, Section 202 a 11. Ayrıca bkz. **DOROSIN, Robert N/JAFFE, Ira J/WORDEN, Rolfe A/LOCKWOOD, James C/ JOHNSON, Willoughby C**, Current Problems İn Securities Regulation, Michigan Law Review, Vol.62, No.4, Feb 1964, (s.680-751), s.717; **FRANKEL**, Vol. I, s.149; **FRIEDMAN, Howard M**, Securities Regulation In Cyberspace, Newyork, 2004, s.17-1,17-2; **HAZEN, Thomas Lee**, Treatise on The Law of Securities Regulation, Vol. III, St. Paul, MINN, 1995, s.238; **MACHARG/KAMEDA**, s.320; **WILSEY**, s.288. Yatırım danışmanlığı, Investment Adviser Act.'da menkul kıymetlerin değeri, menkul kıymetlere yatırım yapılması bunların alınması ve satılması olarak tanımlarken, Investment Company Act menkul kıymet ve diğer varlıklara ilişkin tavsiyeler denilmek sureti ile diğer varlıklara ilişkin danışmanlık da bu kapsama alınmıştır. Bunun sebebi ise yatırım şirketlerinin menkul kıymetler dışında belirli diğer bazı varlıklara da yatırım yapmasının yasal zorunluluk olmasından kaynaklanmaktadır (Bkz. **FRANKEL**, Vol. I, s.160).

bedel karşılığında yapılması, tavsiyenin genel olarak menkul kıymetlere yatırım yapılmasına yönelik olarak verilmesi, tavsiye verme faaliyetinin sürekli ve düzenli bir iş olarak yapılması, menkul kıymetlere yönelik yatırım yapma, alma veya satma kararları üzerinde etkili olabilecek tavsiyede bulunulması, yahut bir bedel karşılığı ve asıl faaliyet alanının bir parçası olarak menkul kıymetlerle ilgili raporlar ve analizler yayınlanması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır[28].

İngiltere düzenlemesinde ise yatırım danışmanlığı, sermaye piyasası araçları ile ilgili olarak, alım satım, aracılık yüklenimi, her hangi bir yatırımdan sağlanacak bir hakkın kullanılması, elden çıkarılması veya bir başka yatırıma dönüştürülmesi konusunda tavsiye verme işi olarak tanımlanmıştır[29].

II. UNSURLAR

A. Sözleşmenin Tarafları

Yatırım danışmanlığı sözleşmesinin tarafları yatırım danışmanlığı yetki belgesi almış kurumlar ile sermaye piyasası aracı yatırımcılarıdır[30].

---

[28] Bkz. **FEIN, Melanie L,** Securities Activities Of Banks, Third Edition, Aspen Law&Business, (Latest Supplemented Date 1.4.2005), s.5-28; **FRANKEL,** Vol. I, s.156, s.163; **MACHARG/KAMEDA,** s.295; **SALMANOWITZ, John. M,** Broker İnvestment Recomendations And The Efficient Capital Market Hypothesis: A Proposed Cautionary Legend, Stanford Law Review, Vol.29, No.5, May 1977 (s.1077-1114), s.1083. SEC analiz yapan ve rapor yayımlayan kişilerin kendisini danışman ya da yatırım tavsiyesi veren bir kişi olarak tanıtması ve yatırım tavsiyesi verme işini ücret karşılığı yapması kriterlerini esas almaktadır (**MACHARG/KAMEDA,** s.320).

[29] Regulated Activities Order 2003, md. 53; İngiltere düzenlemesinde yatırım danışmanlığının İngilizce karşılığı olan "investment advise" terimi hem yatırım danışmanlığı hem portföy yönetimi (investment manegement) için kullanılmakta ve bu ifade iki hizmeti de karşılamaktadır (**MACHARG/KAMEDA,** s.295). Yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi investment business (yatırım işi) olarak nitelendirilmektedir (**MACHARG/KAMEDA,** s.288).

[30] **ÜNAL,** (Aracı Kurumlar), s.228; **ÜNAL,** (Sermaye Piyasası), s.619; KABUKÇUOĞLU danışmanlık sözleşmesinin taraflarını danışman ve danışan olarak nitelemiş olup, danışmanlık sözleşmesinin tarafları için bkz. **KABUKÇUOĞLU,** s.44 vd.

1. Yatırım Danışmanlığı Sunanlar

a. Türk Hukukunda Yatırım Danışmanlığı Yapmaya Yetkili Kurumlar

aa. Genel Olarak

Yatırım danışmanlığı faaliyetini yerine getiren şirketler, SPKn. md. 39 hükmünde sermaye piyasası kurumu olarak sayılmıştır. Sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunacak kurumların, SPK'dan izin almaları zorunlu olup, başvuru ve izin esasları SPK tarafından belirlenir[31].

Yetkili kurumlar, yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetki belgesi verilen aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen bankalardır[32]. Ülkemiz düzenlemesinde yatırım danışmanlığının gerçek kişiler ya da salt yatırım danışmanlığı için kurulmuş tüzel kişiler tarafından verilmesi şu an için mümkün değildir. Sermaye piyasası faaliyetlerinin tüzel kişiler vasıtası ile yürütülmesindeki amaç piyasalara olan güveni sağlama ve yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmelerini teşvik etmektir. Yatırım danışmanlığında sunulan genel olarak bilgi olup, araştırma ve tavsiyede bulunma faaliyetinin tüzel kişiliğe sahip olunmadan gerçek kişilerce de yürütülmesi mümkün olmalıdır[33].

Yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunacak kurumların SPKn ve Tebliğ'de belirlenen şartları yerine getirerek Kurul'dan yetki belgesi almış olmaları gerekmektedir[34].

---

[31] SPKn. md. 31

[32] Yetkili Kurum V/55 sayılı Tebliğin 3. maddesinde, *"Kanunun 31 inci maddesi uyarınca yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetki belgesi verilen aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen bankalar"* olarak tanımlanmıştır.

[33] **ASLAN, A. Gökhan**, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetinde Analistlerin Rolü, Çıkar Çatışmaları, Düzenlemeler ve Türkiye İçin Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2004, s.35

[34] V/55 sayılı Tebliğ md. 5

Yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunacak yetkili kurumların bünyelerinde, yatırım danışmanlığı ve araştırma birimleri için yeterli mekan, teknik donanım ile organizasyonu sağlamış ve yeterli sayıda yatırım danışmanını istihdam etmiş olmaları şarttır[35].

Bunun yanında, yetkili kurumlarda görevlendirilecek yatırım danışmanlarının 4 yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun olmaları, kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca gerekli lisans belgesine sahip olmaları gerekmektedir[36].

bb. Aracı Kurumlar

Aracı kurumlar, sermaye piyasası araçlarını aracılık amacıyla, kendi nam ve hesabına veya başkası nam ve hesabına yahut kendi namına başkası hesabına alım satım yapan anonim ortaklıklardır. Aracı kurumlar, faaliyette bulunabilmek için Kurul'dan faaliyet izni ve yetki belgesi almak ve Borsa'da işlem yapabilmek için de borsa üyelik belgesi almak zorundadırlar[37].

Aracı Kurumlar tarafından sunulan faaliyetlerden birisi de yatırım danışmanlığıdır[38]. Bununla birlikte aracı kurumların asıl faaliyet konusu aracılık faaliyetleri olup, bunun dışında bazı sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmaları da söz konusu olmakla birlikte, aracılık dışında sadece diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak üzere aracı kurum kurulması mümkün değildir[39]. SPKn'nun 3. maddesinin (i) bendi ile aracı kurumlar,

---

[35] V/55 sayılı Tebliğ md. 8

[36] V/55 sayılı Tebliğ md. 9

[37] SPKn. md. 30/II, md. 31, md. 34/II. Aracı Kurum kavramı için bkz. ÜNAL, (Sermaye Piyasası), s.460,461; İNCEOĞLU, s.19 vd. Halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgelerinin ikisine birden sahip kurumlar ileride halka açılması planlanan şirketlere iştirak etmek ya da iştirak edecek ortaklar bulmak suretiyle bu şirketlerin rehabilitasyonuna yönelik çalışmalar yapılması gibi faaliyetleri de yürütebilirler (V/46 sayılı Tebliğ md. 38/8).

[38] Aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerine ilişkin esaslar Kurul tarafından düzenlenir. Kurul, her bir aracılık faaliyetinin ayrı kuruluşlar tarafından yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapmaya yetkilidir. Aracı kuruluşlar, kurulca belirlenecek esaslar dahilinde, izin almak şartıyla, diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde de bulunabilirler (Bkz. SPKn. md. 34/I, md. 30).

[39] İNCEOĞLU, s.19

bankalarla birlikte aracı kuruluşlar olarak belirlenmiştir[40]. Ayrıca, SPKn'nun 30. maddesinde aracılık faaliyetinin tanımı yapılmış ve kapsamı belirtilmiştir. Bu madde uyarınca aracılık, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır[41].

SPKn'nun 34. maddesi ile aracı kurum ve bankaların faaliyet şartları düzenlenmiş olup, maddenin birinci fıkrası, aracı kurumların temel faaliyet konuları olan aracılık faaliyetinden hariç diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde de bulunabilmelerinin yasal dayanağını oluşturmaktadır. Öte yandan, Kurul'un aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin temel düzenlemesi olan Seri:V, No:46 sayılı "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"in 4. maddesinde de aracı kurumların yatırım danışmanlığı faaliyetinde de bulunabilecekleri düzenlenmiştir.

Anonim ortaklıkların kuruluşu TTK tarafından düzenlenmiştir. Anonim ortaklık olması yönü ile aracı kurumun kuruluş iznini Sanayi ve Ticaret Bakanlığı verecektir. Sanayi Ticaret Bakanlığı bu izni verirken her şeyden önce kuruluşa ilişkin TTK hükümlerini dikkate alacaktır[42]. Ancak, bunun yanında, aracı kurum olarak kurulacak bu anonim ortaklığın hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması, hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması, sermayelerinin kurulca belirlenen miktardan az olmaması, esas sözleşmelerin SPKn hükümlerine uygun olması ve kurucularının müflis olmadığının veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin

---

[40] Sermaye piyasası faaliyetinde bulunan bankalar yalnızca sermaye piyasası faaliyeti ile sınırlı olarak SPKn'na tabidir (SPKn. md. 50). SPKn'na göre (SPKn. md. 32) sermaye piyasası kurumu olan aracı kurumlar ise bütünüyle SPKn. ve bu Kanuna dayanılarak çıkarılan düzenlemelere tabidir.

[41] Benzer bir tanıma V/46 sayılı Tebliğin md. 3 hükmünde de yer verilmiştir. BK, TTK ve SPKn. açısından aracılık tanım ve türlerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.53 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.449 vd; **TANÖR**, s.247 vd.

[42] TTK md. 280/I, md. 273. Anonim şirket kuruluşuna ilişkin geniş bilgi için bkz. **POROY (TEKİNALP/ÇAMOĞLU)**, s.267 vd. Anonim ortaklık modelinin seçilmesinin nedenleri için bkz. **MANAVGAT, Çağlar**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara, 1991 (Aracı Kurumlar), s.37

bulunmadığının tespit edilmiş olması gerekmektedir[43]. Kuruluşunu tamamlayan aracı kurumların, Kurul'dan faaliyet izni ve bunun sonucunda da yetki belgesi alması, Borsa'da işlem yapacak aracı kurumların ise "Borsa Üyelik Belgesi" alması yani Borsa'ya üye olması gerekmektedir[44].

2007 yılı başı itibari ile 104 adet aracı kurumdan 54 adedi Kurul'dan yetki belgesi almak suretiyle yatırım danışmanlığı faaliyetini yürütmektedir[45].

cc. Portföy Yönetim Şirketleri

Portföy yönetim şirketleri, portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmak üzere SPKn'da ve V/59 sayılı Tebliğ'de belirtilen şartları yerine getirerek Kurul'dan yetki belgesi almış olan şirketlerdir[46]. Portföy yönetim şirketleri Kurul'dan yetki belgesi almak koşuluyla yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilir ve yatırım danışmanlığı kapsamında faaliyette bulunulabilecek alanlarda vekil sıfatı ile müşterilerini temsil edebilirler[47].

Kuruluş izni başvurusunun Kurul'ca değerlendirilebilmesi için şirketin anonim ortaklık şeklinde kurulması, hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması, hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması, kurucularının portföy yönetim şirketi kurucusu ve ortağı olmanın gerektirdiği mali güç, itibar ve yeterli tecrübeye sahip olması ve düzenlemeler ile öngörülen diğer şartları sağlaması gerekmektedir[48]. Portföy yönetim şirketlerinin faaliyette bulunabilmek için Kurul'dan faaliyet izni ve yetki belgesi alması

---

[43] SPKn. md. 33 ve V/46 sayılı Tebliğ md. 6. Aracı Kurumlar için getirilmiş bulunan söz konusu özel şartlara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **KÜÇÜKSÖZEN**, (Yatırımcının Korunması), s.137 vd; **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.84 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.474 vd; **TANÖR**, s.286 vd.

[44] Bkz. SPKn. md. 31/I, II, md. 34/II, V/46 sayılı Tebliğ md. 9, md. 15. Sermaye piyasası faaliyetinde bulunacak olan aracı kurumlar açısından, her bir faaliyet için asgari sermaye yükümlülüğü, sermaye yeterliği tabanı yükümlüğü ve likidite yükümlüğü öngörmüştür. Bu yükümlükler için bkz. V/34 sayılı Tebliğ md. 7, md. 8, md. 9; **ŞENGÜL**, s.230 vd. Aracı kurumların kuruluş ve faaliyet şartlarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **MANAVGAT**, (Aracı Kurumlar), s.37 vd; **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.79 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.449 vd; Aracı kurumların mali sistem içerisindeki yeri için bkz. **KARAN/KARACABEY**, s.69 vd.

[45] Bkz. http://www.spk.gov.tr/afd/akmevcutyetkiler_tüm.asp ve http://www.spk.gov.tr/afd/index.html?tur=ak

[46] V/59 sayılı Tebliği md. 4/I

[47] V/59 sayılı Tebliği md. 4/IV

[48] V/59 sayılı Tebliği md. 5

gerekmektedir[49]

Portföy yönetim şirketlerinin sayısı, 2007 yılı başı itibari ile 19'dur. Mevcut 19 adet portföy yönetim şirketinin 8 tanesi ayrıca Kurul'dan yatırım danışmanlığı yetki belgesi de almış olup, portföy yöneticiliği yanında yatırım danışmanlığı da yapmaktadırlar[50].

dd. Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar

Bankalar, daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının borsa dışında ve hisse senedi işlemleri hariç olmak üzere borsada alım satımına aracılık, repo-ters repo, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçlarının dayandığı kategoriler itibariyle ayrı ayrı ya da bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık faaliyetlerinde bulunabilirler. Mevduat kabul etmeyen bankalar ise bu faaliyetlerin yanı sıra sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz yolu ile satışına aracılık, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetinde de bulunabilirler[51].

Yatırım danışmanlığı sözleşmesinin tarafını teşkil edebilecek olan bir diğer yetkili kurum da mevduat kabul etmeyen bankalardır. SPKn'nun 34. maddesi ile aracı kuruluşlar kapsamına alınan bankalar hakkında V/46 sayılı Tebliğ'de de birtakım düzenlemeler mevcuttur. Bu kapsamda, anılan Tebliğ'in 5. maddesinin ikinci fıkrasında, mevduat kabul etmeyen bankaların yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilecekleri belirtilmektedir[52].

---

[49] V/59 sayılı Tebliği md. 8, md. 9

[50] http://www.spk.gov.tr/kyd/pys/tumpysmevcut_yetkiler/asp veya http://www.spk.gov.tr/kyd/pys/pys-index.html?tur=pys

[51] V/46 sayılı Tebliğ md. 5. Bankaların aracılık faaliyetlerine ilişkin olarak bkz. ÜNAL, (Sermaye Piyasası), s.455 vd. Türkiye'deki kalkınma ve yatırım bankacılığı uygulamaları için bkz. ŞEN, Ayşe, Yatırım Bankacılığı ve Sermaye Piyasaları, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul, 2004, s.24 vd.

[52] Yatırım bankacılığı faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler için bkz. ŞEN, s.30 vd.

2007 yılı başı itibari ile 3 adet yatırım ve kalkınma bankası yatırım danışmanlığı yetki belgesine sahiptir[53].

b. ABD ve İngiliz Hukukuna Göre Yatırım Danışmanlığı Yapmaya Yetkili Olanlar

ABD hukukuna göre yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunacaklar, gerçek ya da tüzel kişi olabilmektedir[54]. Yatırım danışmanı olarak faaliyet göstermek isteyenler kural olarak tescil olmak zorundadırlar[55]. Tescil zorunluluğu, ABD'de faaliyet gösteren yabancı danışmanlar için de geçerlidir[56].

Bir kısım yatırım danışmanları tescil zorunluluğundan muaf tutulmuşlardır[57]. Ancak tescilden muaf olsalar dahi, bu kişiler yatırım danışmanı olarak nitelendirildiğinden, yanlış ve hileli hizmet verilmesinin önlenmesine ilişkin olarak Investment Adviser Act'da ve diğer düzenlemelerde yer alan yatırım danışmanlığına ilişkin ilke ve esaslara tabi olacaklardır[58]. Oysa menkul kıymet aracılarının (broker-dealer) ya da muhasebecinin mesleğin icrası sırasında verdiği geçici tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamına girmediğinden, bu kişilerin Kanun'daki sınırlamalara uyma zorunlulukları yoktur[59].

---

[53] Bkz. http//www.spk.gov.tr/afd/index.html?tur=banka. Türkiye'de yatırım bankaları ve faaliyetlerine ilişkin olarak bkz. **ŞEN**, s.32 vd.

[54] **FRANKEL**, Vol. I, s.150

[55] Investment Adviser Act md. 203 a. Ayrıca bkz. **FRANKEL, Tamar**, The Regulation Of Money Managers; The İnvestment Company Act And The İnvestment Advisers Act, Vol. II, Boston, 1980 (Supplement, New York, 1999), s.103; **HAZEN**, Vol.III, s.243; **MACHARG/KAMEDA**, s.320

[56] **FRANKEL**, Vol. II, s.104

[57] Investment Adviser Act md. 203 b; Tek müşterileri sigorta şirketleri olan yatırım danışmanları, son 12 aylık dönem boyunca 15'den az müşterisi olan ve ne kamuya ne de yatırım şirketlerine yatırım danışmanlığı hizmeti için anlaşma yapmayan yatırım danışmanları, tüm müşterileri, merkezi olan ABD'nde ikamet eden, her hangi bir ulusal borsada kote olmuş ya da kotasyon dışı alım-satım imtiyazları verilmiş menkul kıymetler hakkında tavsiye vermeyen veya analiz ve raporlar yayınlamayan yatırım danışmanları tescilden muaf tutulmuşlardır. Ayrıca bkz, **DOROSIN/JAFFE/ WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.717; **FRANKEL**, Vol. II, s.112 vd; **HAZEN**, Vol. III, s.242; **MACHARG/KAMEDA**, s.322; **WILSEY**, s.288

[58] **HAZEN**, Vol. III, s.235. Yatırım danışmanlarının uyması gereken ilke ve esaslara Investment Adviser Act. md. 206 hükmünde yer verilmiştir.

[59] **HAZEN**, Vol. III, s.239. Yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmeyen faaliyetler için bkz. Bölüm I, III, A

Yatırım danışmanı olarak faaliyet gösterme niyetinde olan kişi tescil için yazılı olarak SEC'e başvurmalıdır[60]. Tescil yanında, istisna kapsamında bulunmayan danışmanlar, periyodik olarak SEC'e bilgi vermek, başvuru formundaki değişiklikleri bildirmek ve bilgileri güncellemek zorundadır[61].

Danışman tescil aşamasında SEC'e yanlış ya da yanıltıcı bilgi verir veya belirli suçlara ilişkin olarak son 10 yıllık dönemde mahkum olmuş ve Mahkeme tarafından menkul kıymetler ilişkin bir işte uğraşması yasaklanmış ise SEC başvuruyu reddedebilir[62]. Bunlardan başka her hangi bir kimseyi yatırım danışmanlığı yapmasını engelleyecek bir husus bulunmamaktadır[63].

Tescil, başvuru sahibinin devletçe tekeffül edildiği anlamına gelmez[64]. Danışman, tescil edildiğine ilişkin ifadeye reklamlarda yer verebilir ancak bunun hükümet tarafından garanti edildiği anlamına gelecek ifadeler kullanamaz[65].

İngiltere'de de yatırım danışmanları, yatırım danışmanlığı yapacak olan broker-dealer ve bankalar, yetki alabilmek için FSA kuralları çerçevesinde tescil olmalıdırlar[66]. İngiltere'de sürekli bir ofisi bulunmayan yatırım danışmanları (deniz aşırı kişiler) tescilden muaftır. Bu kişiler daha çok İngiltere'deki özel müşterileri için danışmanlık yapan ya da telefonla danışmanlık yapan kişilerdir. FSA, İngiltere vatandaşı olsun ya da olmasın öncelikle İngiltere'deki yatırımcıları ve bunun yanında işlemler İngiltere'den

---

[60] Investment Adviser Act md. 203 c 1. Formun I. Bölümü danışmanı ve ilgili olduğu kişileri tanıtıcı ve sunacağı danışmanlık türünü gösteren bilgileri içermektedir. II. Bölüm ise daha çok yatırımcıları aydınlatmaya yönelik danışmanın hizmetleri, niteliği, ücret ve potansiyel çıkar çatışmasını açıklamaya yöneliktir (Bkz. **FEIN**, s.5-32; **FRANKEL**, Vol. II, s.105,106; **HAZEN**, Vol. III, s.243,244; **WILSEY**, s.289).

[61] **FRANKEL**, Vol. II, s.109; **HAZEN**, Vol. III, s.235. Tescil edilmiş olan yatırım danışmanı ADV-S denilen yıllık raporu SEC'e sunmalıdır. Bu raporda bilanço, gelir durumu, verilen danışmanlıkla ilgili tüm iletişim (yazışmalar vs) örnekleri, 10 dan fazla müşteriye gönderilen rapor vb. ve yapılan tüm sözleşmelerin bir örneği yer almalıdır (**HAZEN**, Vol. III, s.246).

[62] Investment Adviser Act md. 203 c 2, e. Bkz. **NICKSON, Charles G**, The Regulation of Investment Advice: Subscription Adviser and Fiduciary Duties, Michigan Law Review, Vo. 63, No. 7, May. 1965, s.1222; **WILSEY**, s.289

[63] **WILSEY**, s.289

[64] Investment Adviser Act. md. 208. Bkz. **FRANKEL**, Vol. II, s.107

[65] **HAZEN**, Vol. III, s.250

[66] **MACHARG/KAMEDA**, s.287

gerçekleşiyorsa deniz aşırı yatırımcıları korumak amacındadır. Bu çerçevede müşterinin istemesi halinde İngiltere dışındaki ofislerden yatırım danışmanlığından faydalanan İngiliz vatandaşları da belirli durumlarda düzenleme altında olacaktır[67].

2. Yatırım Danışmanlığı Talep Edenler

a. Genel olarak yatırım ve yatırımcı kavramı

Konumuz açısından yatırım, gelecekteki bir menfaat beklentisi ile sermaye piyasası aracı iktisap edilmesidir. Menfaat ise yatırımdan beklenen her türlü faiz, gelir, kar, imtiyaz hakkı, kazanç ve fayda beklenebilecek her hangi bir durumdur. Yatırımcılar[68] ise, sermaye piyasası araçlarının alıcıları olup, bu tür yatırımı yapan gerçek ve tüzel kişilerdir[69]. Daha fazla gelir elde etmek amacıyla, fon ihtiyacı içinde olan çeşitli kurum ve ortaklıklar tarafından sunulan sermaye piyasası araçlarına tasarruf ve birikimlerini yatıran kişi, kurum ve işletmelere yatırımcı denir[70]. Yatırımcılar, sermaye piyasasının birinci unsuru olup, birikimlerini bu piyasada değerlendirmek isteyen kişilerdir. Yatırımcılar fon arz ederek piyasanın çalışmasını sağlarlar[71].

---

[67] **MACHARG/KAMEDA**, s.288

[68] Yatırımcı kavramı yerine aynı anlama gelecek şekilde "müşteri" kavramı da kullanılmaktadır. Bkz. V/55 sayılı Tebliğ md. 4

[69] **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.20; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası Hukuku), s.234. Ayrıca bkz. **ÜNAL, Oğuz Kürşat**, Menkul Kıymetler-Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler, Ankara, 1988 (Menkul Kıymetler), s.36 vd. ABD hukukunda menkul kıymetlerle ilgili düzenlemelerde menkul kıymet alıcıları "yatırımcı" (investor) veya "müşteri" (customer) şeklinde ifade edilmektedir (**ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.17). SPKn. yatırımcıları korumak amacı ile çıkarılmış olmasına rağmen SPKn.'nda yatırımcı kavramına açıklık getirilmemiş olmasına ilişkin eleştiriler için bkz. **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.21 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası Hukuku), s.235 vd. Bunun yanında VIII/22 sayılı Tebliğ md. 2 hükmünde kurumsal yatırımcı, alım gücü yüksek bireysel yatırımcı, küçük bireysel yatırımcı ve yabancı yatırımcı tanımlarına yer verilmiştir. Buna göre **Kurumsal Yatırımcı:** Yatırım fonları, özel emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Kanunun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar ile kamuya yararlı dernekleri, **Alım Gücü Yüksek Bireysel Yatırımcı:** Halka arzedilen hisse senetlerinden en az izahname ve sirkülerde tanımlanan miktar ya da üzerinde talepte bulunan tasarruf sahibi gerçek ve tüzel kişileri, **Küçük Bireysel Yatırımcı:** Alım gücü yüksek bireysel yatırımcı grubuna girmeyen gerçek ve tüzel kişileri, **Yabancı Yatırımcı:** Türk Parası Kıymetini Koruma Mevzuatında tanımlanan dışarıda yerleşik kişileri ifade etmektedir.

[70] **KARABABA**, s.40. Ayrıca bkz. **TANÖR**, s.135 vd.

[71] **SUMER**, (Sermaye Piyasası), s.1

Yatırım danışmanlığını talep edenler öncelikle bireysel yatırımcılardır. Ancak bunun yanında kurumsal yatırımcılar da yatırım danışmanlığından faydalanmaktadırlar[72]. Piyasadaki çeşitli sermaye piyasası araçlarını, risk getiri tercihlerine göre kendisi seçerek, tasarruflarını en iyi getiriyi elde etmek için sunan ve bağımsız hareket eden kişilere bireysel yatırımcı denir[73]. Kurumsal yatırımcı ise, kabul edilebilir risk düzeyi, getiri maksimizasyonu ve uygun vade gibi amaçlar ile küçük yatırımcının tasarruflarını topluca yöneten uzmanlaşmış bir finansal kurumdur[74].

b. Konuya ilişkin olarak V/55 sayılı Tebliğ'de yer alan düzenlemenin değerlendirilmesi

V/55 sayılı Tebliğ'in 4'üncü maddesinde yatırım danışmanlığı, "*...müşterilere... yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunulması*" olarak tanımlanmıştır.

Yatırım danışmanlığını talep eden ve Tebliğ'de "müşteriler"[75] olarak ifade edilen kişilerin kimler olduğu veya olabileceği hususunda tanımda her hangi bir açıklık bulunmamaktadır.

Tanımda yer alan "müşteri" ifadesinin, Tebliğ'in 3. maddesinde

---

[72] İlgili tebliğlerde yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketlerinin bu hizmeti alabilecekleri düzenlenmiştir. Anılan düzenleme bir zorunluluk getirmemekte olup, bu şirketlere yetki vermektedir. Bu nedenle de bazı yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketleri kendi içinde çalışan elemanlar vasıtası ile fonun yönetimine ilişkin kararlar alırken, pek çoğu kendi bünyelerinin dışında özel olarak kurulmuş olan yatırım danışmanları ile çalışmaktadır.

[73] **KARABABA**, s.40; **KARABIYIK, Lale E**, Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri, Bursa, 1997, s.4. Ayrıca bkz. **TANÖR**, s.136 vd. Para piyasasında tasarruf sahibi aktardığı fonun nasıl ve kimler tarafından kullanıldığı ile ilgilenmemekte, sadece finansal kuruma verdiği borç ve bunun getirisi ile ilgilenmektedir. Sermaye piyasasında ise tasarruf sahibi aktardığı fonun kimler tarafından kullanılacağına, piyasada kendisine sunulan finansal araçları, risk getiri tercihine göre seçmekte ve söz konusu fonun nasıl kullanıldığını takip etmektedir. Bu nedenle sermaye piyasasındaki yatırımcı aktif yatırımcı olarak nitelendirilmektedir (**KÜÇÜKSÖZEN**, (Yatırımcının Korunması), s.7, s.201). Ayrıca bkz. **KARACAN, Ali İhsan**, Tasarrufların Yatırımlara Dönüşmesinde Borsanın Rolü, İktisat Yazıları, 1996 (s. 225-232), s.225,226; **KILIÇ**, s.7; **ŞENGÜL**, s.24

[74] **ALGÜNER, Ayhan**, Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği, Ankara, 2006, s.5. Başlıca kurumsal yatırımcılar emeklilik fonları, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, hayat sigortası şirketleri ve portföy yönetim şirketlerini kurumsal yatırımcılara örnek olarak vermek mümkündür. Ayrıntılı bilgi için bkz. **ALGÜNER**, s.7 vd; **TANÖR**, s.191 vd.

[75] Yabancı düzenlemelerde de hizmet alan kişi müşteri (Customer veya Client) olarak nitelendirilmektedir (**MACHARG/KAMEDA**, s.288).

belirtilmiş olan yetkili kurumlarda (aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve bankalar) sahip olduğu belirli bir portföyü, sermaye piyasasında değerlendirmek isteyen yatırımcılar olarak yorumlanması gerekmektedir.

Bu tanımlamanın çok geniş yorumlanması, hisse senetlerine yahut diğer menkul kıymetlere ilişkin olarak alınan tüm danışmanlık hizmetlerini yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmesi ve yatırım danışmanlığı dışında diğer alanlarda danışmanlık faaliyetinde bulunan hemen tüm şirket ve kurumların "yatırım danışmanlığı" faaliyetinde bulunduğu sonucuna götürecektir.

Yatırım danışmanlığının varlığını ortaya koyarken somut olayda hizmetin kim tarafından ve ne amaçla alındığının incelenmesi gerekmektedir. Bu çerçevede sahip olunan şirket hisselerinin bir kısmının genişleme ve rekabet gücünü artırmak amacı ile stratejik bir ortağa satılmak istenmesi aşamasında, bu hisselerin devrine ilişkin olarak ilgili adayların değerlendirilmesi ve uygun olanın seçimi, hisselerin değerlerinin belirlenmesi ve bağlantı, görüşme ve pazarlıkların ortaya konulmasına ilişkin olarak danışmanlık hizmeti alınması durumunda, her ne kadar danışmanlık hizmeti hisse senetlerine ilişkin olsa da somut örnekte "yatırım danışmanlığı"ndan söz etmek mümkün olmayacaktır.

Burada satıma konu yapılmak istenen ve bu amaçla danışmanlık hizmeti alınan hisseler sermaye piyasasında değerlendirilmek istenen bir portföyün parçası değildir. Bu nedenle sahip olunan bir portföye ilişkin olarak, sermaye piyasasında hangi araçlara yatırım yapılması gerektiği konusunda yönlendirici nitelikte tavsiye alınmasından ve dolayısı ile yatırım danışmanlığından söz edilemeyecektir.

B. Sözleşmenin Konusu

1. Yorum ve Tavsiyenin Sermaye Piyasasına İlişkin Olması

Yatırım danışmanlığı kapsamında bireylere, şirketlere, yatırım

fonlarına, emeklilik fonlarına ve diğer finansal kurumlara finansal ve ekonomik bilgi, değerlendirme (analiz) yapılmakta ve tavsiye verilmektedir[76].

Yatırım danışmanlığının verileceği konulara ilişkin olarak tahdidi bir düzenleme öngörülmemiştir. Tebliğ'de, sermaye piyasası araçları, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar ve sermaye piyasasına ilişkin diğer konularda yorum ve tavsiyede bululabileceği ifade edilmiştir[77].

Sözleşmenin konusu, sermaye piyasası araçlarının hangilerine yatırım yapılacağı, riskin dağıtılması, sermaye piyasası araçlarının piyasa durumuna göre alım satım zamanları gibi müşterilere bilgi verilmesinin taahhüt edilmesidir[78].

Sermaye piyasası araçları SPKn'nun 3. maddesinde *"Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları"* olarak tanımlanmıştır[79]. Maddede yer alan tanıma göre, menkul kıymetler, "*ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul'ca belirlenen kıymetli evrak"* olarak tanımlanmıştır[80]. Sermayenin veya alacağın, tamamı eşit paylara bölünmüş olmak şartıyla, bir parçasını temsil eden menkul kıymetler, tertip halinde çıkarılır, sahibine uzun vadeli gelir getirir, tedavül eder ve kıymetli evrak niteliğine sahiptir[81]. Diğer sermaye piyasası araçları ise aynı maddede *"Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurul'ca belirlenen evrak"* olarak tanımlanmış ve nukut ile çek,

---

[76] **FEIN**, s.5-3

[77] V/55 sayılı Tebliğ md. 4

[78] **ROLL, H. A.** Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute: Zur Rechtssystemat. Erfassung Anhand von Standardisierten Vertragsmustern, Berlin, 1983, s.33; **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.228; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.619

[79] Sermaye piyasası araçlarını ABD Hukukunda menkul kıymetler teşkil etmekte ve ABD Hukuk literatüründe "securities" kelimesi ile ifade edilmektedir. Türk Hukukunda ise sermaye piyasası araçları menkul kıymetlerin yanında SPK'nın tespit ve ihdas edeceği diğer araçları da kapsamaktadır (**ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.5; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.35).

[80] Kanunda yapılmış olan tanımda yer verilen unsurların eleştirisi için bkz. **ŞENGÜL**, s.12 vd; **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.9 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.38 vd. Ayrıca menkul kıymetlere ilişkin geniş bilgi için bkz. **ÜNAL**, (Menkul Kıymetler), s.1-174

poliçe, bono ve mevduat sertifikalarının bundan müstesna olduğu düzenlenmiştir[82]. Buna göre, hisse senetleri, tahviller, intifa senetleri ve katılma intifa senetleri (KİS), kar ve zarar ortaklığı belgeleri (KOB), finansman bonoları, banka bonoları ve banka garantili bonolar ve varlığa dayalı menkul kıymetleri (VDMK) sermaye piyasası araçlarına örnek olarak vermek mümkündür[83].

V/55 sayılı Tebliğ'de yer alan tanıma göre, yatırım danışmanlığı kapsamında yorum ve tavsiye verilecek bir diğer husus da ihraççılardır. SPKn'nun 3. maddesinde yer alan tanıma göre ihraç, *"sermaye piyasası araçlarının, ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışıdır"*. İhraççı ise *"Anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerdir"*

Bu iki hüküm birlikte değerlendirildiğinde ihraççı kavramı, her türlü sermaye piyasası aracı ihraç edenler ile halka açık anonim ortaklıkları içerisine almaktadır[84].

---

[81] **AYTAÇ, Zühtü**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara, 1988 (Hisse Senetleri), s.39 vd; **KARSLI**, s.336; **POROY/TEKİNALP**, Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, İstanbul, 1995, s.6, dipnot 21

[82] Bu madde Kurula yeni menkul kıymet yaratma yetkisi tanımakta olup, menkul kıymet dışındaki sermaye piyasası araçlarının senet niteliği taşımaması veya senet dahi olmaması (vadeli işlem sözleşmeleri gibi) mümkündür (**POROY/TEKİNALP**, s.10; **SUMER**, (Sermaye Piyasası), s.19 vd.). Diğer sermaye piyasası araçlarına vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerini örnek olarak verilmesi mümkündür (**KIRCA, İsmail**, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara, 2000, s.201)

[83] Her bir sermaye piyasası aracının tanım ve unsurlarına ilişkin ayrıntılı bilgi için Bkz. **GÜNAL**, s.9 vd; **KARSLI**, s.331 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.58 vd; **SUMER**, (Sermaye Piyasası), s.16 vd; **ŞENGÜL**, s.32 vd. Hisse senetlerine ilişkin olarak bkz. **AYTAÇ**, (Hisse Senetleri), s.65 vd.

[84] **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.233. Sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler kurumlar için bkz. **TANÖR**, s.71 vd. Kanun hükümlerine göre sermaye piyasasından fon toplamaya yetkili kuruluşlar olan ihraççılar, yatırımcıların sunduğu fonu çeşitli sermaye piyasası aracı ihraç ederek satışa sunmakta ve işletmelerine kaynak yaratabilmektedirler (**SUMER**, (Sermaye Piyasası), s.1, s.9; Ayrıca bkz. **ŞENGÜL**, s. 14). SPKn. uygulamasında halka açık anonim ortaklık, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklardır (SPKn. md. 3g). Pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olur (SPKn. md. 11/I). İhraççı tanımına girmekle birlikte hisse senetlerini halka arz etmemiş olan ya da halka arz etmiş sayılmayan ortaklıklar halka açık anonim ortaklık olarak kabul edilmeyecektir. Bunun yanında halka açık anonim ortaklıklar hisse senetleri yanında diğer sermaye piyasası araçlarını da ihraç edebilirler; Halka açık anonim ortaklıklara ilişkin ayrıntılı bilgi

Madde metninde, sermaye piyasasına ilişkin diğer konularda da yorum ve tavsiyede bulunacağı düzenlenmiştir. Bu çerçevede, belirli bir dönem borsada yatırım yapılmaması ya da sermaye piyasası araçlarının portföydeki ağırlığının artırılması gerektiği yönündeki tavsiyeler de belirli bir sermaye piyasası aracına ya da ihraççıya yönelik olmasa dahi yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilecektir[85].

Tavsiyenin özel bir yatırıma yönelik olarak verilmesi gereklidir. Devlet iç borçlanma senetlerinin standart gelecek sözleşmelerden (future contract) daha güvenli olduğu gibi genel bilgi niteliğindeki tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmeyecektir[86]. Ya da, yapılan araştırmaların ya da tavsiye edilen hisse senedi listelerinin geniş bir yatırımcı kitlesine sunulması halinde de yine yatırım danışmanlığından söz edilemeyecektir[87].

Yalnızca, düzenlenmiş belirli yatırım araçları için verilecek tavsiyeler için yatırım danışmanı olarak tescil edilmiş olmak gerekmektedir. Antika gibi konusu menkul kıymet olmayan yatırımlar bu kapsamda değerlendirilmeyecektir[88].

Portföy yönetimine ilişkin V/59 sayılı Tebliğ'in 4. maddesinde portföy yöneticiliği tanımlanmış olup, tanımdan portföy yöneticiliğinin konusunun finansal varlıklar olduğu anlaşılmaktadır. Tebliğ'in 3. maddesine göre finansal varlıklar, sermaye piyasası araçları, para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve opsiyonlar, nakit döviz ve mevduat ile kurulca uygun görülen diğer varlık ve işlemler olarak tanımlanmıştır. Oysa yatırım danışmanlığının konusu sermaye piyasası araçları ile sınırlı tutulmuş olup, yatırım

---

için bkz. **GÜNAL**, s.168 vd; **KARSLI**, s.95 vd; **ÜNAL**, (Halka Açık) s.16 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.253 vd; **SUMER**, (Sermaye Piyasası), s.55 vd; **TANÖR**, s.120 vd.

[85] **İNCEOĞLU**, s.49,50

[86] **MACHARG/KAMEDA**, s.295

[87] **SPALTI, D**, Die Rechtliche Stellung der Bank als Vermögensverwalterin, Zürich, 1989, s.129

[88] **MACHARG/KAMEDA**, s.293. Hisse senedi, borçlanma senetleri, depo sertifikaları, yatırım fonları katılma belgeleri, emeklilik fonları, obtions, future ve swap kontratları ve hayat sigortası ve emeklilik poliçeleri gibi konularda danışmanlık yatırım danışmanlığı kapsamındadır (**MACHARG/KAMEDA**, s.293).

danışmanlığının da konusunun diğer yatırım araçlarını da içerecek şekilde portföy yöneticiliğine benzer biçimde finansal varlıklar olarak genişletilmesinin uygun olacaktır.

2. Tavsiyenin Yönlendirici Nitelikte Olması

ABD ve İngiliz hukukunda, tavsiyenin, belirli bir menkul kıymete yatırım yapılıp yapılmayacağı ve alım ve satımına ilişkin olacağı ifade edilmişken, V/55 sayılı Tebliğ'de yer alan tanımda, verilen yorum ve tavsiyenin yönlendirici nitelikte olması gerektiği düzenlenmiştir. Belirli sermaye piyasası araçlarının alım satımını teşvik edici ifadelere yer verilmesi veya başka bir surette yatırımcı kararları üzerinde etki yaratılması halinde, sunulan yorum ve tavsiyenin yönlendirici nitelikte olduğu kabul edilecektir[89].

Bir yatırım tavsiyesi ne zaman belirli sermaye piyasası araçlarının alım satımını teşvik edici nitelik kazanır, ne zaman bu nitelikte değildir? Bir yatırım tavsiyesi, doğrudan veya dolaylı olarak belirli bir sermaye piyasası aracının alım satımını teşvik edebilir. Örneğin, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketler hakkında bilgi ve tavsiyeler veren bir dergide *"Brisa" başlığı altında yer alan "çok yüksek bir kar rakamı açıklaması beklenen şirketin şu anki fiyatının alım için uygun olduğu söylenebilir."* yorumu, İMKB'de işlem gören "Brisa" hisse senedinin şu anki fiyatının alım için uygun olduğunu belirttiği için, bu hisse senedinin alımını doğrudan teşvik edici niteliktedir[90].

Ancak, yatırım tavsiye ve yorumları, dolaylı olarak da belirli sermaye piyasası araçlarının alım satımını teşvik edici nitelikte olabilir. Örneğin, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketler hakkında bilgi veren bir ekonomi dergisinde, "Netaş" başlığı altında *"Son dönemlerde fiyatın gevşememesi hem bilanço hem de ihalede en kuvvetli aday olduğu beklentisi, hisseye yabancıların da ilgi göstermesine neden oldu. 80-85 bin aralığında yoğun pozisyon açılacağı ve fiyatın kesinlikle 130 bin TL'ye oturacağı konuşuluyor."*

---

[89] V/55 sayılı Tebliğ md. 7/son

[90] ŞAHAN, Ökkeş, Sermaye Piyasasında Medya ve Elektronik Ortam Da Dahil Yatırım Tavsiyelerinde Bulunulması, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2001, s.21

ifadesine yer verilmektedir. Her ne kadar, hissenin alım satımına yönelik doğrudan bir değerlendirmede bulunulmasa da, 80-85 bin TL olan hisse fiyatının kesinlikle 130 bin TL'ye oturacağı yorumu, bu değerlendirmeyi okuyan ortalama bir yatırımcıda, seans açıldığında derhal hisse senedini 85 bin TL'den satın alıp en az 45 bin TL kar elde etme isteği uyandıracağından, anılan hisse senedinin alımını dolaylı olarak teşvik edici niteliktedir[91].

Bunun dışında medyada çok sıklıkla yer verilen "fiyat aşırı değerlenmiş", "alım pozisyonunu koruyor" veya "aşırı satımda" gibi yorumlar da o hisse senedinin alım veya satımını dolaylı olarak teşvik edici niteliktedir[92].

Ancak belirtmek gerekir ki, bir yorum veya tavsiyenin yönlendirici nitelik kazanabilmesi için, onun yatırımcı kararları üzerinde bilfiil etki yaratması şartının gerçekleşmesi aranmamakta olup, yorum ve tavsiyenin etki yaratma gücüne sahip olması yeterlidir[93].

Yatırım tavsiyesi ile genel olarak verilen finansal bilgi arasında ayırım yapmak çoğu zaman zordur. Yorum ve tavsiye, bilgi vermekten farklı olup, bilgi verme belirli bir durumun varlığını objektif olarak tespit edip bildirmektir. Tavsiyede bulunma yahut öğüt verme ise, bir kişinin karşısındaki kişiye yapması gerekeni söylemek veya onun yerinde olsaydı yapacağı şeyin ne olduğunu ifade etmektir[94]. Borsa ve yatırım trendleri hakkında yorum ve tahminde bulunarak veya ihraççıların finansal raporlarını yorumlayarak belirli bir menkul kıymetin alımı ya da satımının tavsiye edilmesi, borsalar ve menkul kıymet seçimine ilişkin bilgiler içeren yayınlar, yatırım tavsiyesi içermektedir[95].

---

[91] ŞAHAN, s.21,22
[92] ŞAHAN, s.22
[93] ŞAHAN, s.22
[94] KIRCA, Çiğdem, Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk, Ankara, 2004, s.4,5
[95] FRANKEL, Vol. I, s.184

Yönlendiricilik tespiti yapılırken, olgu (fact) ve yorum (commend) ayırımı yapılmalıdır[96]. Buna göre herhangi bir yorum, tavsiye ya da uyarıda bulunulmaksızın, sadece çeşitli kaynaklardan elde edilen bilgilerin medya veya elektronik ortamda yayınlanması durumunda, bir yatırım tavsiyesinden söz edilemeyecektir. Şirketlere ve sermaye piyasasına ilişkin diğer konulara ilişkin olarak verilen bilgiler o kadar önemli olabilir ki, yatırımcı kararlarını etkilediği şüphesiz olsa da, bunların yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilmeleri imkanı olmayacaktır[97].

3. Yatırım Danışmanları Tarafından Sunulabilecek Diğer Hizmetler

V/55 sayılı Tebliğ'in 6. maddesinde yatırım danışmanlığı yetki belgesine sahip kuruluşların faaliyette bulunabilecekleri diğer alanlar sayılmıştır[98]. Buna göre yetkili kurumlar,

---

[96] Bir tavsiye, haber veya yorumun doğrudan veya dolaylı olarak ne zaman belli menkul kıymetlerin alım satımını teşvik ettiği, veya herhangi bir surette yatırımcı kararlarını etkilediği -tahdidi olmamak kaydıyla- mümkün olduğunca sayılmak suretiyle belirlenmeye çalışılmalıdır. Bu konuda, Seri:VIII, No:11 sayılı "Menkul Kıymetleri Halka Arzedilmiş Anonim Şirketlerle Menkul Kıymet Alım Satımı ile Uğraşan Kuruluşların İlan ve Reklamlarında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ"in 3 üncü maddesinin dikkate alınması mümkündür (ŞAHAN, s.22). VIII/11 Sayılı Tebliğin 3. maddesine göre;

"İlan ve reklam metinlerinin aşağıdaki nitelikleri taşıması gerekir:

a) İşin gerektirdiği ciddilikte olması,

b) Aşırı giderlere yol açmaması,

c) Abartılmış, hissi, gerçeğe uymayan, halkı aldatıcı ve yanıltıcı, bilgi ve tecrübe noksanlıklarını istismar edici söz, görüntü ve bilgi unsurlarını ihtiva etmemesi, halkı doğru aydınlatma amacına yönelik olması,

d) Halka sunulan menkul kıymetlerin ve hizmetlerin gerçek niteliğini; fiyat, getiri ve ücretlerini ve menkul kıymetlerin satış şartlarına ilişkin bilgileri hiçbir yanlış anlamaya yer vermeyecek biçimde açıkça belirtmesi,

e) İlan ve reklamı veren ilgilinin yapabileceği iş ve hizmetler konusunda halka duyurmak istediği faaliyetin gerçekleştirilebilir nitelikte olması,

f) Menkul kıymetlerin halka arzı yoluyla yapılacak satışlara ait ilan ve reklamların, izahname ve sirküler dışındaki bilgileri taşımaması ve halkı yanlış yönlendirmemesi,

g) Yazılı ilan metinlerinde; ilan ve reklamı veren kuruluşun nominal ve ödenmiş sermayesi ile iş merkezi adresinin ve telefon numaralarının gösterilmesi"

[97] ŞAHAN, s.22. Ancak yer verilen bilgilerin yalan, yanlış, yanıltıcı ve mesnetsiz olması durumunda diğer şartların da gerçekleşmesi kaydıyla sorumluların SPK md. 47/A-3 hükmü uyarınca cezai sorumluluklarının doğabileceği kuşkusuzdur.

[98] ABD uygulamasında da, menkul kıymet alım satımında yorum ve tavsiyede bulunma yanında, sahip oldukları portföyün değerini öğrenmek yahut bunu belirli kıstaslarla karşılaştırmak isteyen büyük portföy sahiplerine (genellikle portföylerinin değerinde sürekli değişiklikler olan kurumsal yatırımcılar ile büyük portföyleri olan bireysel yatırımcılar) verilen portföy değerleme hizmeti verilmesi, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların sahip olduğu fonların performansını ölçmek, portföy seçim ve değişikliklerin zamanı ve risk derecesinin ölçümüne ilişkin değerlendirme hizmeti, genellikle üniversiteler ve kamu kurumları tarafından kullanılan sermaye piyasası araçları ile ilgili fiyat, temettü,

a) Kişilerin veya şirketlerin uzun ve kısa vadeli finansal hedefleri, risk tercihleri, nakit gereksinimleri, vergi mevzuatı karşısındaki durumları dikkate alınarak yatırım planlarının oluşturulması,

b) Şirketlerin, aktif-pasif yönetimi çerçevesinde bilançolarının analiz edilmesi, gelir kaynaklarının ayrıştırılması, finansman seçeneklerinin tespit edilmesi, risklerin tanımlanması ve azaltılması veya gelirlerin artırılması yoluyla mali profillerinin geliştirilmesi gibi konularda yazılı veya sözlü yorum ve tavsiyelerde bulunulması,

c) Şirketlerin, yurt içi ve yurt dışı piyasalardan finansman ihtiyaçlarının karşılanması, alternatif finansman stratejilerinin belirlenmesi, mali risklerden korunmaları konularında yazılı veya sözlü yorum ve tavsiyelerde bulunulması ile finansman ihtiyacı olan ve finansman sağlayacak tarafların bir araya getirilmesi konusunda çalışmalar yapılması,

d) Şirketlerin, birleşme, bölünme, ele geçirme ve iş ortaklıklarının kurulması ve benzeri sermaye veya ortaklık yapılarındaki değişikliklerle ilgili yeniden yapılandırılma faaliyetleri ve tasfiye sürecinde yazılı veya sözlü yorum ve tavsiyelerde bulunulması

faaliyetlerinde bulunabileceklerdir.

Yatırım danışmanlığı yetki belgesine sahip kuruluşlar, anılan maddede yer alan hizmetleri verebilmekle beraber, bu hizmetlerin verilmesi veya bu alanlarda faaliyet gösterilmesi her zaman yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilemeyecektir. Anılan madde ile güdülen amaç, sermaye piyasasında yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunan şirketlerin

---

faiz vb. verileri sağlamaya yönelik veri tabanı hizmeti, dönemsel olarak gönderilen bilgilendirme broşürleri ile abone olanların piyasa verileri hakkında periyodik olarak bilgilendirilmeleri, müşterilerin piyasa haberleri ve gelişmeler hakkında telefonla bilgilendirilmesi (Haber hattı), sektör ve şirketler hakkında detaylı bilgilerin yer aldığı araştırma raporlarının hazırlanması, genellikle küçük yatırımcıların takip ettiği sektör ve şirketlere ilişkin bilgiler içerir dergi ve benzeri yayımlar çıkarılması, bireysel ve kurumsal yatırımcıların özel olarak seçilen konularda seminer vermek sureti ile bilgilendirilmesi hizmetleri de genellikle yatırım danışmanları tarafından sunulmaktadır (FRANKEL, Vol. I, s.17 vd.).

yapabileceği işleri saymaya yönelik olup, bu faaliyetlerle uğraşan tüm kişi ve kurumların yatırım danışmanı olarak nitelendirilmesi mümkün değildir. Aksi takdirde söz konusu hizmetleri kısmen de olsa sunan, hukuki yahut mali danışmanlık gibi birçok faaliyet alanında iş yapan kişi ve kurumların da yatırım danışmanlığı faaliyet belgesi alması sonucuna ulaşılacaktur ki, bunun da kabulü mümkün değildir.

Anılan faaliyetlerin V/55 sayılı Tebliğ'de düzenlenmiş olmasının nedeni, bu faaliyetlerin anılan Tebliğ hükümlerine tabi olmasını sağlamaktır. Bu nedenle mahiyetine aykırı olmadığı sürece, yatırım danışmanlığına ilişkin düzenlemelerin bu faaliyetler için de geçerli olması gerekmektedir. Bu çerçevede yazılı sözleşme yapma zorunluluğu, mesleki yeterlilik, bağımsızlık, mesleki özen ve sır saklamaya yönelik ilkeler bu faaliyetler açısından da söz konusu olacaktır[99].

C. Ücret

Sözleşmenin iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme olması nedeni ile danışmanlık yükümlülüğünün yerine getirilmesinin karşılığı olarak ücret ödeme yükümlülüğü bulunmaktadır. Danışmanlık sözleşmesinde danışanın asli yükümü ücretin ödenmesidir[100].

Sunulan danışmanlık karşılığında müşterilerinden belirli bir menfaat elde edilmesi yatırım danışmanlığının şartı olup, maddi bir menfaat olmadan verilen danışmanlık ya da tavsiyeler yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında değerlendirilemez[101]. Ücret, bizzat hizmeti alan tarafından ifa edilebileceği gibi üçüncü kişiler tarafından da ifa edilebilir[102]. Müşterilerden baskı ve dağıtım masrafları dışında ücret almadan rapor ve analiz sunulması dahi yatırım danışmanlığı tanımı dışındadır[103].

---

[99] ÜNAL, (Aracı Kurumlar), s.228; ÜNAL, (Sermaye Piyasası), s.619
[100] Bkz. KABUKÇUOĞLU, s.34 vd.
[101] FRANKEL, Vol. I, 167; FRIEDMAN, s.17-5; İNCEOĞLU, s.48
[102] FRANKEL, Vol. I, s.167; FRIEDMAN, s.17-5
[103] FRANKEL, Vol. I, s.176

Yatırım danışmanlarının ücretlerinin belirlenmesi, sundukları hizmetlere ve müşterilerinin çeşidine göre büyük farklılık gösterir. Maktu ücretler yanında net portföy değerinin bir oranına veya performansa dayalı ücretler söz konusu olabilmektedir. Belirli bir ücretin ödenmesi, bunun yanında getiri üzerinden pay verilmesi de mümkündür[104].

Türk hukukunda konuya ilişkin V/55 sayılı Tebliğ'de açık bir düzenleme yer almamakla birlikte, V/60 sayılı Tebliğ'de portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı verilen portföylerden alınacak ücretin, net varlık değerinin belirli bir oranının yanı sıra portföyün nispi getiri oranı ya da tutarı ile bağlantılı bir şekilde hesaplanması mümkün olduğu, buna ilişkin esasların portföy yönetimi veya yatırım danışmanlığı sözleşmesinde yer verilmesi gerektiği düzenlenmiştir[105].

ABD uygulamasında, müşteri portföyündeki varlıkların değer artışlarından veya sermaye kazançları üzerinden alınan performansa dayalı ücret kural olarak yasaktır[106]. Bu yasağın sebebi, danışmanın, kendi ücretini artırabilmek için müşteriyi spekülatif ve riskli yatırımlara yöneltmesinin engellenmesidir[107].

---

[104] **FRANKEL**, Vol. II, s.241,242, s.268; **HAZEN**, Vol. III, s.206

[105] V/60 sayılı Tebliğ md. 15. Portföy yöneticiliğinde performansın belirlenmesine ilişkin olarak bkz. V/60 sayılı Tebliğ md. 4, md. 5, md. 6, md. 7, md. 8. Performansa dayalı ücret alınmasına ilişkin esaslar hakkında bkz. V/60 sayılı Tebliğ md. 16

[106] Investment Adviser Act md. 205 a 1. Ayrıca bkz. **FEIN**, s.5-44; **HAZEN** Vol. III, s.250; **MACHARG/KAMEDA**, s.333; **NICKSON**, s.1223; **WILSEY**, s.290. 1985 de SEC uzun zamandır yerleşmiş olan görüşünü değiştirmiş ve belirli nitelikteki büyük danışmanlık sözleşmelerinde performansa dayalı ücrete izin vermiştir. Bunun için de müşterinin belirli objektif finansal büyüklüğe sahip olması yanında (Fon büyüklüğünün 500 bin dolar ve net mal varlığının 1 milyon dolar olması) müşterinin ücretlendirme sistemi ve performansa dayalı sistemin riskini anlayabilecek yeterlikte olması gerekmektedir. Buna ilişkin olarak müşterinin komisyonun yaptığı sınava girmesi gerekmekte olup, bunun mantığı performansa dayalı ücretlendirme sisteminin risklerini anladığını belirlemektir (**HAZEN**, Vol. III, s.206, s.236 (Dipnot 14) ve s.251). Fonun sermaye kazancına dayanan ücretler hesaplanırken, yatırım performansının, uygun bir endeks (örneğin Standart&Poor's 500) ile mukayese edilmesi mümkündür. SEC'in görüşüne göre, performansın ölçüleceği periyodun uzunluğu danışmanın performansını göstermesine imkan verecek ve tesadüfü etkilerle, kısa dönem piyasa dalgalanmalarını minimize edecek kadar uzun olmalısı gerektiği ve genel bir kural olarak bir senenin yeterli bir süre olduğunu düşünmektedir (**FRANKEL**, Vol. II, s.294,295).

[107] **FEIN**, s.5-44; **HAZEN**, Vol. III, s.251

İngiltere'de performansa dayalı ücretlere ilişkin her hangi bir sınırlama yer almamaktadır. Pratikte genellikle, performansa dayalı ücretlendirme yöntemi ile portföy değerinin belirli bir oranı üzerinden alınan ücretlendirme yönteminin uygulandığı görülmektedir[108].

III. SÖZLEŞMENİN ŞEKLİ

Yatırım danışmanlığı için yetkili kurumlar ile müşterileri arasında yazılı bir sözleşmenin yapılması gerekmektedir[109]. V/55 sayılı Tebliğ'de yer alan düzenlemeden bunun bir ispat şekli olarak değil, geçerlilik şekli olarak düzenlendiği sonucuna ulaşılmaktadır[110].

V/55 sayılı Tebliğ'in 12. maddesi uyarınca yetkili kurumlar, müşteriyle Kurul'un aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin düzenlemeleri uyarınca düzenlenmesi gereken yatırım danışmanlığı çerçeve sözleşmesinin imzalanmasından önce, aşağıdaki bilgileri içeren tanıtıcı bir formu müşteriye sunmak zorundadırlar[111].

Tanıtıcı formda,

---

[108] **MACHARG/KAMEDA**, s.311

[109] V/55 Tebliği md. 12; V/46 sayılı Tebliği md. 13. BK md. 11 hükmü uyarınca kural şekil serbestisidir. Ancak sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin olarak yatırımcılar ile akdedilecek sözleşmelerin yazılı olması gerektiğine ilişkin Tebliğ düzenlemesi öngörülmüştür. Burada Tebliğ düzenlemesinin BK düzenlemesine aykırı olduğu, Tebliğin anılan hükmünün geçersiz sayılarak, şekil zorunluluğuna uymanın gerekli olmadığıdır. Diğer bir yaklaşım tarzında ise Kanunda geçen "kanun" ifadesinin mevzuat olarak yorumlamak ve Tebliğ hükmünün de BK. md. 11 hükmü anlamında şekil zorunluluğu öngören bir düzenleme olarak nitelemektir. Tebliğ ile yazılı şekil zorunluluğu getirilmiş olmasına ilişkin eleştiri ve yorumlar için bkz. **İNCEOĞLU**, s.33 vd; **KARABABA**, s.134,135; **KARAKAŞ, Tülay**, Portföy Yönetimi Sözleşmesi, Ankara, 2000, s.29-30; **SUMER, Ayşe**, Portföy Yönetim Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu ve Sorumluluk Davaları, Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN'e Armağan, İstanbul, 1998 (Portföy), s.533 vd. Danışmanlık sözleşmesinde şekil için bkz. **KABUKÇUOĞLU**, s.84 vd. Investment Adviser Act sözleşmenin yazılı olmasını zorunlu tutmamaktadır. Ancak danışman 1940 yatırım şirketleri yasasına göre tescil edilmiş olan yatırım şirketlerine danışmanlık yapacaksa sözleşmenin yazılı olması gerekmektedir (Investment Adviser Act. md. 205; Ayrıca bkz. **MACHARG/KAMEDA**, s.331).

[110] Portföy yönetimine ilişkin olarak benzer yönde değerlendirme için bkz. **KARAKAŞ**, s.29

[111] Şekle ilişkin Tebliğ hükümlerinin hukuki niteliğine ilişkin olarak bkz. **KAPLAN, İbrahim**, Banka Sözleşmeleri Hukuku, C. I, Ankara, 1996 (Banka Sözleşmeleri), s.253 vd; **KAPLAN**, İbrahim, Portföy Yönetim Sözleşmesi, Menfaat Çatışmaları-Sorumluluk Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu (Yayın No 119), Mayıs 1998 (Sorumluluk), s.131 vd; **KAPLAN, İbrahim**, Portföy Yönetimi Sözleşmesi, BATIDER, C. XVIII, S.1-2, 1995 (Portföy Yönetimi), s.132; **KARAKAŞ**, s.13,14

a) Tebliğde belirtilen yatırım danışmanlığına ilişkin ilkeler[112],

b) Yatırım danışmanlığı kapsamında müşteriye sunulacak bilgi ve tavsiyelerin oluşturulmasında kullanılan bilgi kaynakları, yatırım stratejileri ve analiz yöntemleri,

c) Bilgi ve tavsiyelerin müşteriye sunuluş biçimiyle (yazılı, sözlü, günlük, haftalık, aylık ve benzeri) ilgili esaslar,

d) Olası çıkar çatışmaları

bilgilerine yer verilecektir.

Danışmanlık sözleşmesi, danışmanın ve müşterinin özelliklerine göre değişiklik göstermekle beraber, sözleşmede, danışmanın yetkisinin kapsamı, sunulacak hizmetler, danışmanın, yerine getirdiği hizmetler karşılığında alacağı ücret ve bunun hesaplanma şekli, varlık değerlerinin ücret hesabında bir rolü varsa, varlık değerleme modeli, danışmanın özen borcunun standartları, yatırımlardaki risk derecesi gibi müşterinin yatırım ilkeleri ve yatırım politikasındaki sınırlamalar ile kayıt ve raporların sunulmasına ilişkin esaslara yer verilmelidir[113]. Bunun yanında, yatırım danışmanlığı şirketinin ortaklık yapısında ya da organizasyonunda değişiklik olması durumunda bunun müşteriye bildirileceği yönünde ifadeye sözleşmede yer verilmesi uygun olacaktır[114].

Yatırım danışmanlığı sözleşmesi süreklilik arz edebileceği gibi belirli bir müddet veya seferle de sınırlanması mümkündür[115].

---

[112] V/55 sayılı Tebliğin 13. maddesinde mesleki yeterlilik ilkesi, 14. maddesinde bağımsızlık ilkesi, 15. maddesinde mesleki özen ve titizlik ilkesi ve 16. maddesinde sır saklamaya ilişkin hükümler düzenlenmiştir.

[113] **FRANKEL**, Vol. II, s.202

[114] **WILSEY**, s.290. Mevcut mevzuat dikkate alındığında ülkemiz uygulamasında salt yatırım danışmanlığı için şirket kurulması mümkün değildir. Bkz. V/55 sayılı Tebliğ md. 3 "yetkili kurum".

[115] **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.228; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.619

IV. SÖZLEŞMENİN HUKUKİ NİTELİĞİ

A. Yatırım Danışmanlığı ve Satım Sözleşmelerinin Karşılaştırılması

BK md. 182 hükmü uyarınca, satım sözleşmesi, satıcı yönünden alıcının vermeyi yükümlendiği bir miktar para karşılığı, satım konusu malı alıcıya teslim ederek mülkiyetini ona geçirme borcunu doğuran bir sözleşmedir. Satım sözleşmesini, satıcının bir mal varlığı hakkını alıcıya geçirmeyi ve alıcının da satıcıya kararlaştırılmış değeri para olarak ödemeyi borçlandığı bir sözleşme olarak tanımlamak mümkündür[116].

Satım sözleşmesinin temel unsurları bir mal, bir miktar para ve bunların karşılıklı olarak değiştirileceğine ilişkin anlaşmanın varlığıdır[117].

Mal kavramı ile taşınır ve taşınmaz niteliğindeki tüm nesnel varlığa sahip ve mülkiyetin konusu olmaya elverişli olan eşya kastedilmektedir. Ancak malın ille de nesnel bir varlığa sahip olması gerekmeyip, egemenlik altına alınabilen ve mülkiyetin konusu olmaya elverişli bulunan gaz, elektrik, havagazı gibi doğal güçler, alacaklar ve mal varlığına girip de parasal değeri bulunan tüm haklar, sır ya da haber satımın konusunu oluşturabilir[118]. Bir başka deyişle para ile değiştirilmesi mümkün ve iktisadi değeri olan bütün maddi ve maddi olmayan varlıkların satım sözleşmesinde satılanı teşkil etmesi mümkündür[119].

---

[116] **YAVUZ, Cevdet**, Borçlar Hukuku Dersleri, Özel Hükümler, İstanbul, 2004, s.22. Satım sözleşmesi ile satım konusu malın mülkiyeti alıcıya geçmez, sözleşmeyle satıcı malın mülkiyetini alıcıya geçirme yükümü altına girer. Satım konusu malın mülkiyeti, alıcıya malın teslimi ile geçer. Bu nedenle satım sözleşmesi borçlandırıcı (taahhüt) işlem, satım konusu malın teslim edilmesi de kazandırıcı (tasarruf) işlem niteliğindedir **SEROZAN, Rona (HATEMİ, Hüseyin/ARPACI, Abdulkadir)**, Borçlar Hukuku Özel Hükümler, İstanbul, 1992, s.64; **YAVUZ**, s.23; **ZEVKLİLER, Aydın**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara, 2004, s.51).

[117] **ARAL, Fahrettin**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara, 2002, s.59, s.69; **TANDOĞAN, Haluk**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. I/1, Ankara, 1984, s.76; **YAVUZ**, s.24; **ZEVKLİLER**, s.52

[118] **ARAL**, s.64; **TANDOĞAN**, C. I/1, s.76,77; **YAVUZ**, s.21; **ZEVKLİLER**, s.52

[119] **ARAL**, s.64; **SEROZAN (HATEMİ/ /ARPACI)**, s.67 vd; **TANDOĞAN**, C. I/1, s.77; **YAVUZ**, s.24. Satım sözleşmesinin konusu olan malın, sözleşmenin yapıldığı sırada mutlaka var olması ya da satıcının mal varlığında bulunması gerekmez. Satıcı bu malı daha sonraki bir tarihte elde ederek alıcıya

Satım sözleşmesine düşünsel çalışma değerleri gibi hususların da konu olabilmesi danışmanlık sözleşmesinin bir hizmetin veya bilginin satın alınması şeklinde tanımlanmasına neden olmuştur[120]. Nitekim temelde düşünsel çalışmanın gerçekleştirildiği danışmanlık sözleşmesinde, danışan tarafa verilen bilgiler cismani varlığı olmayan insan zekasının ürünü olan bilgilerden oluşan gayri maddi bir maldır[121]. Ancak satımın konusunun mutlaka bir mal olması gerektiğinden, insan emeği, parasal değeri olsa da satımın değil, iş görme sözleşmelerinin konusunu oluşturabilir[122].

Yatırım danışmanlığı sadece objektif olguların müşteriye verilmesi değildir[123]. Bilgi satımında müşteri için önemli olan bilgiyi kimin verdiği değil, kendisine verilen bilginin niteliğidir[124]. Belirlenmiş olan yatırım danışmanının ayrılması ya da değiştirilmesi durumunda yetkili kurum durumu derhal müşterisine bildirmek zorundadır. Müşteri yeni görevlendirilen yatırım danışmanını uygun görmez ise sözleşmeyi tek taraflı olarak feshetme yetkisine sahiptir[125]. Bu da göstermektedir ki yatırım danışmanlığında danışmanın kişiliği müşteri açısından önem taşımaktadır. Yatırım danışmanlığı faaliyetinde verilecek tavsiyeler müşterinin kimliğine ve o zamanki ekonomik şartlara göre de farklılık gösterecektir. Tavsiyelerde, yatırım danışmanının bilgileri büyük önem taşıyacaksa da, bu bilgiler objektif olarak aktarılmayacak, bu bilgiler ışığında bir değerlendirme yapılacağından, burada bir bilgi satımı değil, bir iş görme faaliyeti söz konusudur[126].

---

vermeyi yükümlenmişse, böyle bir satım sözleşmesi de geçerli olacaktır. Fakat en geç, sözleşmeyle kararlaştırılmış bulunan ödeme (ifa) zamanında, satım konusu mal var olmalıdır ya da alıcının eline geçmiş bulunmalıdır (**TANDOĞAN**, C. I/1, s.77 vd; **YAVUZ**, s.24; **ZEVKLİLER**, s.53).

[120] ÜNAL'a göre yatırım danışmanlığı sözleşmesinde vekalet akdinden ziyade bir bilgi alım satımı söz konusudur (**ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.72 ve s.228; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.463 ve s.619). Zira yatırım danışmanlığında portföy sözleşmesinin aksine, yatırımcı aldığı bilgilere dayanarak tercihlerini ve yatırımını (sermaye piyasası aracı alım satımını) da bizzat kendisi yapar. TANÖR ve KARABABA ise yapılan sözleşme uyarınca vekalet akdi hükümlerinin geçerli olması söz konusu olmakla birlikte, bir bilgi alım satımı bulunduğunu da göz ardı etmemek gerektiğini ifade etmektedirler (**KARABABA**, s.139; **TANÖR**, s.285).

[121] **KABUKÇUOĞLU**, s.70

[122] **TANDOĞAN**, C. I/1, s.80; **ZEVKLİLER**, s.54

[123] **İNCEOĞLU**, s.191,192,193

[124] **İNCEOĞLU**, s.192

[125] V/55 sayılı Tebliğ md. 12/f

[126] **İNCEOĞLU**, s.192

B. Yatırım Danışmanlığı ve Eser (İstisna) Sözleşmelerinin Karşılaştırılması

BK md. 355 uyarınca, eser (istisna) sözleşmesi ile müteahhit, iş sahibinin vermeyi taahhüt ettiği semen karşılığında bir şeyin imalini borçlanmaktadır.

Eser sözleşmesinin kendine özgü olan ve onu öteki iş görme amacını güden sözleşmelerden ayıran özellik, bu sözleşme ile müteahhidin, iş sahibi için bir iş görmeyi üstlenmiş olmasıdır. Buradaki iş görmenin özelliği, müteahhidin bu iş görmeyle belirli bir sonucu meydana getirmeyi borçlanmış olmasıdır ki, bu sonuç BK'da "şey" (eser) deyimiyle anılmıştır[127].

Eser sözleşmesi iş görme borcu doğuran sözleşme olmakla birlikte, bu sözleşmenin konusu açısından önemli olan, çalışmanın (iş görme faaliyetinin) kendisinden çok, bu çalışmadan ortaya çıkan ve objektif olarak gözlenmesi mümkün olan sonuçtur[128].

Yasa'da eser ya da şey olarak ifade edilen bu öğe, sözleşmeyle müteahhidin iş sahibi adına ortaya çıkarmayı, meydana getirmeyi yüklendiği sonuçtur. İnsan emeği ürünü olup, objektif olarak tespiti mümkün olan ve iktisadi değeri bulunan her hukuki varlık, maddi nitelikte olsun ya da olmasın eser sayılır[129].

Ancak yaratılan sonucun maddi olmayarak da olsa belirli bir şekilde ortaya çıkması ve bağımsız bir hukuki varlık olarak bir bütün oluşturması gerekir. Eğer sonuç emek harcamayı gerektirse de bir bütün oluşturmuyorsa, o zaman bu sonucu eser olarak nitelendirmek mümkün değildir. Örneğin bir

---

[127] **ZEVKLİLER**, s.325

[128] **TANDOĞAN, Haluk**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. II, Ankara, 1987, s.1; **YAVUZ**, s.277

[129] **ARAL**, s.331; **ÖZ, Turgut M**, Yönetim (Management) Sözleşmesi, İstanbul, 1997, s.44; **YAVUZ**, s.277; **ZEVKLİLER**, s.325,326. Bir gazeteye ilan verilmesi, radyo, televizyon reklamları, bir reklam kampanyasının planlanması, bir sanatçının konser vermesi, sinemada film gösterisi, havai fişek gösterisi, yarış atının eğitimi, bisiklet yarışı düzenlenmesi gibi durumlar istisna sözleşmesinin konusunu oluşturabilecek olan maddi olmayan varlıklardır (**ARAL**, s.328; **TANDOĞAN**, C. II, s.4,5; **YAVUZ**, s.277). Bu konudaki görüşler ve eleştiriler için bkz. **TANDOĞAN**, C. II, s.2 vd.

iş görülmesi, bir mal varlığının yönetimi, bir hastalığın tedavi edilmesi, bir mimar tarafından yapının yapım işlerinin gözetimi, bir öğrenciye özel ders verilmesi gibi hallerde bu bütünlük yoktur ve ortada daha çok bir vekalet ilişkisi vardır[130].

OZANOĞLU'na göre danışmanın yerine getirmekle yükümlü olduğu maddi olmayan (fikri nitelikteki) yükümlülüğü, bir iş görme sonucu olarak taahhüt edilebildiği ya da söz konusu fikri faaliyetin, örneğin rapor şeklinde bir yazılı metinde şekillendirilebildiği durumlarda bir edim sonucunun varlığından bahsedilebilir ki, böyle durumlarda istisna sözleşmesine ilişkin edim sonucunun borçlanılması unsurunun varlığı söz konusudur[131].

Yatırım danışmanlığında yorum ve tavsiyeler bir rapor olarak sunulsa dahi bunun önceden içeriğinin veya bu sonuçlara göre işlem yapıldığında başarı garanti değildir. Bir başka deyişle bu raporun önceden belirlenmiş bir getiriyi sağlayacağı kesin değildir. Kaldı ki bu yönde bir garanti vermek de V/55 sayılı Tebliğ'de açıkça yasaklanmıştır[132]. Bunun yanında yorum ve tavsiyelerin, mesela her hangi bir senede yahut sektöre yatırım yapılması gerektiğine ilişkin tavsiyenin sözlü verilmesi ile bunun yazıya dökülerek rapor halinde sunulması arasında bir fark olmaması gerektiği düşünülmektedir. Bir başka deyişle, yorum ya da tavsiyenin rapor olarak verilmesi halinde ilişkinin niteliğinin eser, aynı yorum ve tavsiyenin sözlü olarak verilmesi halinde ise başka sözleşme tipi olduğunu kabul etmek mümkün değildir[133].

---

[130] **ARAL**, s.330; **TANDOĞAN**, C. II, s.5,6; **YAVUZ**, s.277,278; **ZEVKLİLER**, s.327

[131] **OZANOĞLU, Hasan S**, Yönetim Danışmanlığı Sözleşmesi (Management Consulting Sözleşmesi), BATIDER, C.XX, S.4, Aralık 2000, s.131, s.136. Yönetim danışmanlığı sözleşmesinde yürütülen fikri faaliyet neticesinde elde edilen sonuçlar, sonuç raporu olarak nitelendirilebilecek yazılı bir metinde danışana sunulduğu durumlarda, bu özelliği nedeni ile çoğu yönetim danışmanlığı sözleşmesi ilişkisinde sözleşmeyi salt bir vekalet sözleşmesi olarak nitelemek mümkün olmaz. Burada istisna ağırlıklı, bünyesinde vekalet sözleşmesine ilişkin unsurları da bulunduran karma nitelikte bir kombine sözleşmeden söz edilir (**OZANOĞLU**, s.131,136).

[132] Bkz. V/55 sayılı Tebliğ md. 11

[133] Yatırım tavsiyesinin bir rapor olarak yazılı halde sunulması durumunda dahi istisna sözleşmesi kapsamında değerlendirilmeyeceğine ilişkin olarak bkz. **KARAKAŞ**, s.68,69; **SPALTI**, s.136,137

Eser sözleşmesinde müteahhit iş sahibine karşı bağımsız olarak çalışmaktadır[134]. Danışmanlık sözleşmesinde de danışman, eser sözleşmesindeki müteahhit gibi, danışana karşı bağımsız durumdadır. Diğer bir ifade ile danışmanlık faaliyetini kendi mesleki bilgisi ile yürüten danışman, danışanın emir ve talimatları ile bağlı değildir[135]. Eser sözleşmesi ile yatırım danışmanlığı sözleşmesi bu yönü ile benzerlik göstermektedir. Ancak yatırım danışmanlığı çerçevesinde verilen yorum ve tavsiyelerin hukuki varlık olarak bir bütün oluşturduğunu söylemek mümkün değildir. Öte yandan V/55 sayılı Tebliğ'in yatırım danışmanlığına ilişkin esasları düzenleyen 11. maddesinin (d) bendinde yetkili kurumların yatırım danışmanlığı faaliyeti sırasında verilen yatırım tavsiyeleri ile ilgili olarak müşterilere önceden saptanmış belli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir garanti veremeyecekleri açıkça düzenlenmiştir[136].

Öte yandan eser sözleşmesi ani edimli bir borç ilişkisidir. Önceden borçlanılmış bir edim sonucunun elde edilmesi için zaman içerisinde yürütülen faaliyetler, müteahhidin borcunun ifası değil, bir tür ifa hazırlığı (satıcının sattığı malı temine çalışması gibi) faaliyetleridir[137]. Oysa yatırım danışmanlığında danışmanın borcu bir sonucun elde edilmesi değil, belirli bir süre boyunca danışana yorum ve tavsiye sunulması, bir başka deyişle sürekli bir borç ilişkisi söz konusudur.

Yatırım danışmanının bir sonuç garantisi olmaksızın sadece özen yükümlülüğü çerçevesinde faaliyetini yürütmekle yükümlü olması nedeniyle bu sözleşme eser sözleşmesi olarak nitelendirilemeyecektir[138].

Yatırım danışmanlığında başarılı bir yatırım tavsiyesi değil, müşterinin bireysel durum ve ilişkilerine uyan bir yatırım tavsiyesi borçlanılır. Yatırım danışmanlığı sözleşmesinde müşterinin menfaatine hareket etmek esas ise

---

[134] TANDOĞAN, C. II, s.36; ZEVKLİLER, s.331
[135] KABUKÇUOĞLU, s.60
[136] V/55 sayılı Tebliğ md. 11
[137] ÖZ, s.44; ÖZ, İş Sahibinin Eser Sözleşmesinden Dönmesi, İstanbul, 1989, s.9,12,20
[138] İNCEOĞLU, s.194

de, müşterinin yatırım hedeflerinin sağlanmasının garanti edilmesi mümkün değildir. Aksi takdirde yatırım danışmanının önceden kestiremeyeceği ve müşteriyi yönlendiremeyeceği her türlü durumda yatırım danışmanlığının sorumluluğu gündeme gelecektir ki, bu da mümkün değildir[139].

C. Yatırım Danışmanlığı ve Hizmet (İş) Sözleşmelerinin Karşılaştırılması

BK md. 313 hükmü uyarınca, hizmet sözleşmesi ile işçi, belirli ya da belirsiz bir süre içerisinde çalışmayı (hizmet görmeyi) ve iş sahibi de ona bu çalışması karşılığında bir ücret ödemeyi taahhüt eder.

Bir hizmet sözleşmesinden söz edilebilmesi için işçinin işverene bağımlı olarak çalışması, bir başka deyişle işçinin işini, işverenin direktifine uygun biçimde görmesi ve emeğini işverenin emrine tahsis etmesi gerekir[140]. İşçinin borçlarından birisi de işverene bağımlı olarak onun yönetimi ve denetimi altında çalışmaktır. Bu nedenle işçi, gördüğü işi işverenin vereceği talimata uygun olarak yapmalıdır[141]. Bu bağımlılık ilişkisi gereği ne zaman, nasıl ve nerede çalışılacağını, kendi iş amacına ve ihtiyacına göre işveren belirler[142].

---

[139] **KARAKAŞ**, s.68,69

[140] **ÇELİK, Nuri**, İş Hukuku, İstanbul, 2004, s.73,74,77; **EYRENCİ, Ömer/TAŞKENT, Savaş/ULUCAN, Devrim**, Bireysel İş Hukuku, İstanbul, 2005, s.47,49; **HATEMİ (SEROZAN/ARPACI)** s.305, s.310; **ÖZ**, s.41; **SÜZEK, Sarper**, İş Hukuku, İstanbul, 2002, s.213; **YAVUZ**, s.241, s.254; **ZEVKLİLER**, s.314; Kanunda yer alan tanım işçinin işverene bağlı olarak ve onun direktifi ile çalışma durumunu yeterince yansıtmamaktadır. Doktrinde ve mahkeme kararlarında yapılan tanımlarda hizmetin iş sahibinin emrinde yapılması gerektiği unsuruna yer verilmektedir. Bunun yanında İsviçre Borçlar Kanunu'nda 1971 yılında yapılan değişiklikle söz konusu maddenin mehazını teşkil eden 319. maddesinde iş sözleşmesi "iş sözleşmesiyle işçi, belirli ya da belirsiz süre için işverenin hizmetinde çalışmayı, işveren de buna karşılık zamana ya da yapılan işe göre ona bir ücret ödemeyi üstlenir" biçiminde tanımlanmıştır (Bkz. **ZEVKLİLER**, s.311,312).

[141] **ÇELİK**, s.74,75, s.77; **EYRENCİ/TAŞKENT/ULUCAN**, s.47; **ÖZ**, s.41; **SÜZEK**, s.214; **YAVUZ**, s.253; **ZEVKLİLER**, s.318

[142] **NARMANLIOĞLU, Ünal**, İş Hukuku Ferdi İş İlişkileri I, İzmir, 1994, s.135; **ÖZ**, s.41; **SÜZEK**, s.214; **ZEVKLİLER**, s.314

İşçinin edimini işverene bağımlılık ilişkisi içerisinde ve onun talimatları altında gerçekleştirmesi zorunluluğu hizmet sözleşmesini diğer iş görme sözleşmelerinden ayıran temel özelliktir[143].

Vekalet sözleşmesinde iş yaptıran kişinin işin yapılması sırasında ayrıntılara ilişkin talimatı ve işi kontrolü hizmet sözleşmesindeki kadar yoğunlukta değildir. Hizmet sözleşmesinde bağımlılık ilişkisinin sonucu olarak işçi işverene iktisaden bağlanmakta, öte yandan işveren iş için gerekli araçları ve yer sağlamak borcu altına girmektedir. Buna karşılık, iş, bunu yaptırmak isteyen kişiye karşı, iktisaden oldukça bağımsız sayılabilecek bir şekilde işi alan tarafından uygun görülen zamanda ve genellikle onun istediği yerde (kendi büro ya da muayenehanesinde, taraflarca belirlenmemiş sayıda personel ile) yapılmışsa vekalet sözleşmesinden söz edilecektir[144].

Bunun yanında hizmet sözleşmesi ile işçi, belirli bir sonuca ulaşmayı değil, bir sonuç yaratılsın ya da yaratılmasın emeğini harcayarak belirli bir uğraşıda bulunmayı üstlenir[145].

Hizmet sözleşmesinde, işçinin gördüğü iş karşılığında kendisine işveren tarafından belirli bir ücret ödenmelidir[146]. Yatırım danışmanlığı sözleşmesinin unsurlarından birisi de ücrettir. Ücretsiz olarak verilen yorum ve tavsiyelerin yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmesi mümkün değildir[147]. Yatırım danışmanlığı da hizmet sözleşmesi gibi tam iki tarafa borç yükleyen bir sözleşmedir[148]. Danışmanlık ve hizmet sözleşmesinde belirli bir ücret karşılığında, belirli hizmet ediminde bulunma söz konusudur[149].

---

[143] YAVUZ, s.241

[144] ÇELİK, s.77. İş sözleşmesinin vekalet sözleşmesinden ayrılmasında bağımlılık ilişkisinin göz önünde tutulması gerektiğine ilişkin Yargıtay kararları için bkz. ÇELİK, s.77

[145] ZEVKLİLER, s.312

[146] ÇELİK, s.72; EYRENCİ/TAŞKENT/ULUCAN, s.48; HATEMİ (SEROZAN/ARPACI), s.306; NARMANLIOĞLU, s.138; SÜZEK, s.212; YAVUZ, s.241; ZEVKLİLER, s.313

[147] FRANKEL, Vol. I, s.167; İNCEOĞLU, s.48

[148] Hizmet sözleşmesi, tam iki tarafa borç yükleyen (karşılıklı, sinallagmatik (synallagmatique parfait)) sözleşmelerdendir (ÇELİK, s.79; SÜZEK, s.219; YAVUZ, s.245; ZEVKLİLER, s.313).

[149] KABUKÇUOĞLU, s.66

Yatırım danışmanlığında da, hizmet sözleşmesinde olduğu gibi, iş görecek kişinin, yani yatırım danışmanının kişiliği önem arz eder[150].

Bu noktada danışmanlık sözleşmesini hizmet sözleşmesinden ayıran temel özellik, danışmanın hizmet görme şeklindeki edimini yerine getirirken işçiye göre daha bağımsız hareket ediyor olması, işçi gibi işverenin emir ve talimatlarıyla bağlı olmamasıdır[151]. Yatırım danışmanı danışanın talimatı altında çalışmamaktadır. Özel bir uzmanlığı gerektiren yatırım danışmanlığı faaliyeti sırasında, yatırım danışmanları, büyük ölçüde bağımsız hareket ettiğinden bağımlılık özelliği yatırım danışmanlığı sözleşmesinde bulunmamaktadır. Bunun yanında, yatırım danışmanlarının iş güçlerini müşterilerinin emrine tahsis ettikleri de söylenemez[152]. Her ne kadar belirli konularda, yatırımcının danışmanını yönlendirebileceği yahut ona talimat vereceği durumlar söz konusu olsa dahi, bu durum işçininkine benzer bir bağlılık meydana getirmez. DAnışmanın belirli şekilde yönlendirilmiş olması, danışmanın, işin bütünü itibari ile müşterisi yatırımcıdan bağımsız ve kendi yöntemleri ile çalışmasını etkilemez. Bilakis yatırımcının danışmana olan müdahalesini emir ve talimat olarak değil, yatırımcı için en uygun olan tavsiyenin oluşturulabilmesi için yatırımcı ile danışmanın iş birliği olarak değerlendirmek daha uygun olacaktır.

Hizmet sözleşmesinde yapılacak iş önceden belirli değildir. Sözleşme süresi içerisinde işveren tarafından verilen işlerin işçi tarafından yapılması gerekir. Danışmanlık sözleşmesinde ise, danışmandan danışan

---

[150] Hizmet sözleşmesi işçinin kişiliğine bağlı bir sözleşmedir (YAVUZ, s.240). Hizmet sözleşmesinde tersi sözleşmeyle kararlaştırılmadıkça ve işin niteliğinden anlaşılmadıkça, işçi işi bizzat yapma mecburiyetindedir (Bk. md. 320/I); V/55 sayılı Tebliğ md. 12/2 hükmü uyarınca müşteriyle imzalanan çerçeve sözleşmesinde belirtilen yatırım danışmanının, yetkili kurumdan ayrılması veya değiştirilmesi halinde yetkili kurum bu durumu müşterisine derhal bildirmek zorundadır. Müşteri, yeni görevlendirilen yatırım danışmanını uygun görmediği takdirde, sözleşmeyi tek taraflı olarak feshedebilir.

[151] KABUKÇUOĞLU, s.67; OZANOĞLU, s.132, s.136

[152] İNCEOĞLU, s.194

tarafından önceden belirlenmiş ve sınırları tayin edilmiş bir işin yapılması beklenmektedir[153].

İş sözleşmesinin konusunu oluşturan uğraşı az çok bir süreklilik taşımalıdır. Yani bir tek işin yapılması ya da belirli bir sonucun yaratılmasının üstlenilmesi iş sözleşmesinin konusunu oluşturma yönünden iş görme kavramına girmez[154]. Danışmanlık sözleşmesi ise ani edimli olarak düzenlenebilinir[155].

Belirtilmesi gereken bir diğer husus da, hizmet sözleşmesinin işçi tarafının mutlaka bir gerçek kişi olmasına rağmen[156], yatırım danışmanlığı, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından sunulabilmektedir.

Başta yatırım danışmanlarının bağımsız hareket ettiği ve iş güçlerini müşterilerin emrine tahsis etmedikleri hususu olmak üzere anılan nedenlerle, yatırım danışmanlığı sözleşmesinin hizmet sözleşmesi olarak nitelendirilmesi mümkün görülmemektedir.

D. Yatım Danışmanlığı ve Vekalet Sözleşmelerinin Karşılaştırılması

Doktrinde bu sözleşmenin bir vekalet sözleşmesi olduğu savunulmaktadır[157]. Vekalet sözleşmesi BK md. 386 hükmünde düzenlenmiştir. Vekalet öyle bir sözleşmedir ki, bu sözleşme gereğince vekil,

---

[153] KABUKÇUOĞLU, s.68

[154] ÇELİK, s.79; EYRENCİ/TAŞKENT/ULUCAN, s.49; HATEMİ (SEROZAN/ARPACI), s.306,307; SÜZEK, s.220; ZEVKLİLER, s.312,313

[155] KABUKÇUOĞLU, s.68. Yatırım danışmanlığı sözleşmesi süreklilik arz edebileceği gibi, belirli bir müddetle veya bir sefere mahsus da olabilir (ÜNAL, (Aracı Kurumlar), s.228; ÜNAL, (Sermaye Piyasası), s. 619).

[156] ÖZ, s.41

[157] Bkz. GÜMÜŞ, Mustafa A, Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu, İstanbul, 2001, s.240; KAPLAN, (Banka Sözleşmeleri), s.263; KAPLAN, (Sorumluluk), s.139; İNCEOĞLU, s.192 vd; SUMER, Ayşe, Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, İstanbul, 2001 (Meslek Kuralları), s.67; TANÖR, s.285; YALÇINDURAN, Türker, Vekalet Sözleşmesinde Ücret, Ankara, 2004, s.191

vekalet verenin (müvekkilin) çıkarına ve iradesine uygun olarak bir iş görme borcunu yüklenir[158].

Vekalet verenin çıkarına bir işin görülmesi amacına yönelik olan vekalet, bu niteliği gereği iş görme amacına yönelik sözleşmelerdendir. Ancak, öteki iş görme yönelik sözleşmelerden farklı olarak, vekalet sözleşmesinde vekil kural olarak bağımsızdır. Oysa iş sözleşmesinde işçi işverene bağımlıdır. Bundan başka vekil işçi gibi belirli bir süreye bağlı olarak çalışmaz. Eser sözleşmesinden farklı olarak da vekilin ille de eser sayılacak bir sonucu yaratması gerekmez. Önemli olan işi yürütmesi ya da görmesidir[159]. Ancak vekil, gördüğü işi vekalet verenin çıkarına ve iradesine uygun olarak yapmalıdır[160].

İş görme kavramı iradeye bağlı olan tüm kişisel davranış biçimlerini içine alacak şekilde geniş yorumlanır. Buna göre öteki iş görme sözleşmelerinin konusunu oluşturmaması koşuluyla, bu kapsama giren davranışlar, örneğin bir hukuki işlemin, bir sözleşmenin yapılması, nesnel bir sonucun yaratılması ya da emek harcayarak bir işin yapılması vekalet sözleşmesi açısından iş görme kavramına girer[161]. Örneğin vekalet veren adına bir taşınmazın alınması, bir hekim tarafından kişinin tedavi edilmesi, bir öğretmenin özel ders vermesi, bir yapının gözetim işinin yürütülmesi gibi işlemler vekaletin konusunu oluşturabilir[162].

---

[158] **TANDOĞAN**, C. II, s.355; **ZEVKLİLER**, s.359. YAVUZ ise vekalet sözleşmesini "vekilin sözleşme ile yükümlendiği iş yönetmeyi ya da hizmet ifasını borçlandığı ve bu iş görmenin kanun hükümleriyle düzenlenen akitlerden her hangi birinin konusuna girmediği, buna karşılık ancak sözleşme veya teamül olan durumlarda ücrete hak kazandığı iş görme borcu doğuran bir sözleşmedir" şeklinde tanımlamaktadır (**YALÇINDURAN**, s.26; **YAVUZ**, s.362). Vekalet ile temsil yetkisi de farklıdır. Vekalet iç ilişkiye, temsil dış ilişkiye yöneliktir, vekalet hukuki bir yükümlülük kurar, temsil yetkisi bir hak verir, vekalet illi bir işlemdir, temsil yetkisi hukuki sebepten bağımsızdır. Vekalet eksik iki tarafa borç yükleyen bir sözleşmedir, temsil yetkisi tek taraflı bir işlemle verilir (**TANDOĞAN**, C. II, s.357,358; **ZEVKLİLER**, s.359).

[159] **ZEVKLİLER**, s.359; **YALÇINDURAN**, s.36

[160] **BAŞPINAR, Veysel**, Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu, Ankara, 2004, s.70; **TANDOĞAN**, C. II, s.360; **YALÇINDURAN**, s.30 vd; **YAVUZ**, s.362, s.364,365; **ZEVKLİLER**, s.360

[161] **ZEVKLİLER**, s.359

[162] **ARAL**, s.405,406; **TANDOĞAN**, C. II, s.360; **YALÇINDURAN**, s.28; **YAVUZ**, s.363; **ZEVKLİLER**, s.359

Vekil, bir sonuca ulaşmak için bir zamana bağlı kalmadan iş görme edimini üstlenmiştir, ancak gerekli özeni göstermesine karşın sonuç gerçekleşmez ise, bunun rizikosuna müvekkil katlanır[163].

Ücret, vekalet sözleşmesinin zorunlu bir unsuru değildir[164]. Sözleşmeyle ücret verileceği kararlaştırılmışsa ya da ücret verileceği yolunda bir gelenek varsa vekil ücret isteyebilir[165].

Vekalet sözleşmesi kural olarak şekle bağlı olmayan bir sözleşmedir. Bunun yanında bazı özel düzenlemeler ile bazı belirli vekalet sözleşmeleri için şekil zorunluluğu öngörülmüştür[166].

Yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunmaya yetkili kurumlar, verilen yatırım tavsiyeleri ile ilgili olarak müşterilere önceden saptanmış belli bir getirinin sağlanacağına dair her hangi bir garanti veremezler[167].

Yatırım danışmanları, çalışmalarında ve karar almada gerekli mesleki özen ve titizliği göstermek zorundadırlar. Özen ve titizlik, dikkatli ve basiretli bir yatırım danışmanının aynı koşullar altında ayrıntılara vereceği önemi, göstereceği dikkat ve gayreti ifade eder[168].

Yetkili kurumlar ile yatırım danışmanları, yetkili kuruma dışarıdan hizmet verenler, işleri dolayısıyla yatırım danışmanlığı faaliyeti hakkında öğrendikleri sırları açıklayamaz, bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamazlar[169].

Yatırım danışmanının yetkili kurumdan ayrılması veya değiştirilmesi halinde yetkili kurum bu durumu müşterisine derhal bildirmesi zorunluluğu ve

---

[163] **ARAL**, s.407; **TANDOĞAN**, C. II, s.363; **YALÇINDURAN**, s.32 vd; **YAVUZ**, s.362, s.365; **ZEVKLİLER**, s.360

[164] **ARAL**, s.408; **BAŞPINAR**, s.71; **HATEMİ (SEROZAN/ARPACI)**, s.391; **TANDOĞAN**, C. II, s.364; **YALÇINDURAN**, s.35 vd; **YAVUZ**, s.366; **ZEVKLİLER**, s.360

[165] BK md. 386/III

[166] **YAVUZ**, s.371,372

[167] V/55 sayılı Tebliğ md. 11

[168] V/55 sayılı Tebliğ md. 15/II

[169] V/55 sayılı Tebliğ md. 16/I

müşterinin yeni görevlendirilen yatırım danışmanını uygun görmemesi halinde sözleşmeyi tek taraflı olarak feshedebilme imkanı bulunmaktadır[170].

Yatırım danışmanlarının bir sonucu garanti etmemeleri, çalışmalarında mesleki özeni göstermeleri gerekmeleri, sır saklama yükümlülüklerinin bulunması, yatırım danışmanlığı sözleşmesinin bir güven ilişkisine dayanması, yatırım danışmanlarının kişiliğinin büyük önem taşıması ve yatırım danışmanlarının işi bizzat yapma borçlarının bulunması, yatırım danışmanlarının müşterinin menfaat ve iradesine uygun hareket etmek zorunda olmaları ve sadakat yükümlülüğünün mevcut olması sözleşmenin vekalet sözleşmesi olarak nitelendirilmesini gerektirmektedir[171].

Öte yandan, konuya ilişkin olarak V/55 sayılı Tebliğ'de açık bir düzenleme olmamakla birlikte, V/59 sayılı Tebliğ'in 4. maddesinin son fıkrasında, portföy yönetim şirketlerinin Kurul'dan yetki belgesi almak koşuluyla yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunma ve yatırım danışmanlığı kapsamında faaliyette bulunulabilecek alanlarda vekil sıfatıyla müşterisini temsil etme imkanının bulunduğu düzenlenmiştir. Düzenlemede kullanılan vekil sıfatı ile ifadesinden, yatırım danışmanlığında yetkili kurum ile müşteri arasındaki ilişkinin vekalet olduğu sonucunu çıkarmak mümkündür.

E. Değerlendirme

Yatırım danışmanlığı açısından bir değerlendirme yapmadan önce iş görme amacını güden eser, hizmet ve vekalet sözleşmelerinin karşılaştırmasına yer verilmesinde fayda görülmektedir.

---

[170] V/55 sayılı Tebliğ md. 12/II

[171] İNCEOĞLU, s.195. BK md. 386/2 hükmünde, kanunda düzenlenmiş diğer iş görme sözleşmesi türlerinden birine girmeyen sözleşmelere vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması ön görülmüştür. Yatırım danışmanlığı sözleşmesi vekalet sözleşmesi niteliğinde olup, vekalet sözleşmesi hükümleri bu sözleşmeye kıyasen değil, doğrudan uygulanmalıdır (İNCEOĞLU, s.195).

Hizmet sözleşmesinde ücret, sözleşmenin ana öğesidir ve bu sözleşmede mutlaka ücret ödenmesi gerekir. Buna karşın vekalet sözleşmesinin ücretli olma zorunluluğu bulunmamaktadır[172].

Vekalet sözleşmesinin süre öğesi yoktur, yalnızca vekilin bir işi görmesi, bir sonuca yönelmesi ve bunun için yoğun emek harcaması söz konusudur. Buna karşılık hizmet sözleşmesinde işçinin belirli ya da belirsiz süre çalışması söz konusudur[173].

Hizmet sözleşmesinde işçi, işverene bağımlı olarak iş gördüğü halde, vekalet sözleşmesinde vekil bağımsız olarak iş görür[174].

Vekalet sözleşmesinde ücret ödenmesi zorunlu olmadığı halde, eser sözleşmesinde ısmarlayan müteahhide ücret ödemekle yükümlüdür. Eser sözleşmesinde müteahhit bir sonuç (eser) yaratmak zorunda olduğu halde, vekalet sözleşmesinde vekilin ille de bir sonuç yaratması zorunluluğu yoktur, fakat işin niteliği gereği bir sonuç da yaratılabilir. Vekalet sözleşmesinde her zaman için sözleşmeden dönme olanağı bulunduğu halde, eser sözleşmesinde bu husus bazı sıkı koşullara bağlanmıştır. Eser sözleşmesinde müteahhit işi başkasına gördürebildiği halde, vekalet sözleşmesinde vekil işi bizzat görmek zorundadır. İşin görülmesi dolayısıyla doğan giderler vekalet sözleşmesinde vekalet verene ait olduğu halde, eser sözleşmesinde müteahhide aittir[175].

Hizmet sözleşmesinde, işverenin talimatı altında belirli bir hizmetin sunulması söz konusudur. Hizmet sözleşmesinde, işçi işverene bağlı olup, iş, işverenin talimatı ve gözetimi altında yapılmaktadır. Yatırım danışmanlığında ise, danışmanın danışanın emir ve talimatı altında hareket etmesi sözleşmenin niteliği gereği beklenemez. Danışanın müdahalesi, danışmanın

---

[172] TANDOĞAN, C. II, s.376; YALÇINDURAN, s.48; ZEVKLİLER, s.363
[173] TANDOĞAN, C. II, s.376; YALÇINDURAN, s.47; ZEVKLİLER, s.363
[174] ÇELİK, s.76,77; SÜZEK, s.219; TANDOĞAN, C. II, s.377; YALÇINDURAN, s.48; ZEVKLİLER, s.363
[175] TANDOĞAN, C. II, s.377,378; YALÇINDURAN, s.49 vd; ZEVKLİLER, s.364

etki altında kalarak uygun önerilerde bulunmasını engelliyebilecektir. Bunun da yatırım danışmanlığının amacı ile bağdaşmayacağı açıktır.

Yatırım danışmanlığında yatırımcı ile yatırım danışmanı menkul kıymetlere ilişkin yatırımlar hakkında yatırımcıya yorum ve tavsiyede bulunmak üzere anlaşmaktadırlar. Yatırım danışmanı, yatırımcının menfaatine ve iradesine uygun ve fakat yatırımcıdan bağımsız olarak, bir ücret karşılığında iş görme borcu altına girmektedir. Bu açıdan yatırım danışmanlığı, vekalet sözleşmesine uygunluk göstermektedir[176].

Yatırım danışmanlığı, hizmet sözleşmesinden ise danışmanın danışana bağlı olmaması yönü ile ayrılır. Hizmet sözleşmesinde işverenin emir ve talimatı altında belirli ya da belirsiz bir zaman için hizmetin sunulması borçlanılır. Hizmet sözleşmesinde işçi işverene bağımlıdır. Bir başka deyişle işverenin gözetim ve denetimi altında çalışmaktadır. Yatırım danışmanı ise yatırımcı müşterinin emir ve talimatlarına göre değil, kendi bilgi ve tecrübesine dayanarak yorum ve tavsiyelerini oluşturur. Yatırımcının emir ve talimat vermesi yatırım danışmanlığının ruhuna aykırıdır. Yorum ve tavsiyeler neticesinde nihai yatırım kararını verecek olan yatırımcının kendisidir. Bunun yanında yatım danışmanını yönlendirebilecek bir bilgi ve tecrübeye sahip bir yatırımcının yatırım danışmanlığı hizmeti almasının mantığını açıklamak zordur.

Müşterileri ile yatırım danışmanlığı çerçeve sözleşmesi imzalamış olan yetkili kurumun müşterilerinden gelen yorum ve tavsiye taleplerini yerine getirmekten kaçınma imkanı bulunmamaktadır[177]. Yetkili kurum, yorum ve tavsiyeyi vermekten kaçınır ise akdin müspet ihlali söz konusudur ve bu bir tazminat sorumluluğuna yol açacaktır[178].

---

[176] KABUKÇUOĞLU danışmanlık sözleşmesine ilişkin olarak genel bir değerlendirme yapılamayacağını, her ilişkideki taraf iradeleri ve hal ve şartlar dikkate alınarak ayrı değerlendirme yapılması gerektiğini ifade etmektedir. Danışmanlık sözleşmesinin hukuki niteliğine ilişkin değerlendirmeler için bkz. KABUKÇUOĞLU, s.82 vd.

[177] İNCEOĞLU, s.196

[178] İNCEOĞLU, s.196

İş görme ediminin ifa edilmemesi halinde, bedeli borçluya ait olmak üzere işin üçüncü bir kişiye yaptırılması imkanını düzenleyen BK md. 97/I hükmü, borçludan başkası tarafından da yerine getirilebilen edimlere özgü olup, sadece borçlu tarafından yerine getirilebilecek olan edimler açısından bu hüküm uygulanamaz. Yatırım danışmanlığında danışmanın kişiliği önemli olduğundan, BK. md. 97/I hükmünün burada uygulanma imkanı bulunmamaktadır[179].

3. YATIRIM DANIŞMANLIĞI KAPSAMINDA DEĞERLENDİRİLMEYEN FAALİYETLER

I. TÜRK HUKUKUNDA

A. İstisnai Olarak Verilen Yorum Ve Tavsiyeler

V/55 sayılı Tebliğ'in 7. maddesi uyarınca, 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 ve 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 yatırım danışmanlığı kapsamı dışındadır[180].

Benzer şekilde, basın yayına yetkili kuruluşlar tarafından sunulan yorum ve tavsiyeler de dahil olmak üzere medya ve elektronik ortamda yer

---

[179] İNCEOĞLU, s.196

[180] Aracı kurumların alım satım aracılığı faaliyetlerinin icrası sırasında 18'inci madde çerçevesinde (yönlendirici nitelikte) yorum ve tavsiyelerde bulunabilmesi için Kurulun aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin düzenlemelerinde yer alan ve müşteriyi 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 Kurul'un aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin düzenlemelerinde yer alan ve müşteriyi tanıma kuralı çerçevesinde aracı kurumlar tarafından hazırlanan formları doldurmaları ve imzalamaları zorunludur (V/55 sayılı Tebliğ md. 7/II).

alan yorum ve tavsiyeler de yatırım danışmanlığı kapsamı dışında tutulmuştur[181].

V/55 sayılı Tebliğ'in 7. maddesinin ilk fıkrası uyarınca, yukarıda sayılan faaliyetlerin, yatırım danışmanlığı istisnası kapsamında değerlendirilebilmesi için, 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 gerekmektedir[182]. Burada bir düzenleme hatası dikkat çekmektedir. Anılan üç husus yatırım danışmanlığının istisnasına ilişkin bir şart olarak düzenlenmiş olduğundan[183], bu unsurlardan birisinin varlığı halinde söz konusu faaliyetin istisna olmaktan çıkarak yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda yorum ve tavsiyelerin tarafsız ve dürüst olmaması, belirli bir kişi, grup veya portföyün ihtiyaçlarına yönelik olması ve karşılığında maddi menfaat temin edilmesi halinde, istisna kapsamında dahi olsa faaliyet yatırım danışmanlığı çerçevesinde değerlendirilecektir. Ancak düzenleme ile hedeflenenin bu olmadığı çok açıktır. Burada güdülen amaç, istisna kapsamındaki faaliyetlerin sunulması sırasında anılan ilkelere uyulmasını temin etmektir.

Benzer düzenlemeye alım satım aracılığı faaliyetlerine ilişkin olarak, V/46 sayılı Tebliğ'in md. 46 hükmünde amaca uygun bir şekilde yer verilmiştir. Buna göre, *"Aracı kurumlar, alım satım aracılığı faaliyetlerinin icrası sırasında müşterilerine sermaye piyasası araçları, bunları ihraç eden*

---

[181] V/55 sayılı Tebliğ md. 17

[182] Benzer düzenleme 7. maddeye atıf yapmış olması nedeni ile medya ve elektronik ortamda yapılan yorum ve tavsiyelere ilişkin V/55 sayılı Tebliğ'in 17. maddesinde de yer almaktadır.

[183] V/55 sayılı Tebliğ'in 7. maddesinde yer alan düzenleme şu şekildedir. *"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".* Benzer nitelikteki Tebliğin 17. maddesi de *"Basın yayına yetkili kuruluşlar tarafından sunulan yorum ve tavsiyeler dahil olmak üzere medya ve elektronik ortamda yer alan yorum ve tavsiyeler 7 nci maddede belirtilen koşulları taşımaları kaydıyla yatırım danışmanlığı kapsamı dışındadır"* hükmünü içermektedir. Görüldüğü üzere madde metninde "kaydıyla" ifadesine yer verilmek sureti ile söz konusu ilkeler bir ön şart olarak düzenlenmiştir.

ortaklık ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında yönlendirici nitelikte olmayan yazılı veya sözlü bilgi verebilirler. Bu gibi haller yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında sayılmaz. Ancak sunulan bilgilerin tarafsız ve dürüst olması, belli bir kişi, grup ya da portföyün ihtiyaçlarının karşılanması amacını taşımaması ve karşılığında ilave herhangi bir maddi menfaat temin edilmemesi gerekir." Görüldüğü üzere V/46 sayılı Tebliğ'de söz konusu üç husus bir şart olarak değil, uyulması gereken bir ilke olarak düzenlenmiştir.

Yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmeyen faaliyetlerin sunulması sırasında uyulması gereken ilkelerden birisi de sunulan bilgiler karşılığında her hangi bir maddi menfaat temin etmemektir. Ücret, yatırım danışmanlığının unsurlarından birisi olduğundan, istisna kapsamında sunulan bilgilendirmelerde ücret alınması konusunun ayrıca incelenmesi uygun olacaktır.

Yatırım danışmanlığının bir sözleşmeye bağlı ve devamlı bir iş olarak yapılması gerektiğinden, karşılığında ücret alınsa dahi tesadüfi olarak verilen bu hizmetler yine yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmeyecektir. Ancak tesadüfi olarak verilen bu hizmet karşılığında ücret alınması durumunda Tebliğe aykırılık nedeni ile SPKn. md. 47/A hükmü uyarınca idari para cezası söz konusu olacaktır[184].

Yatırım danışmanlığı kapsamı dışında bir faaliyet göstermekle birlikte, verilen yorum veya tavsiye karşılığında, yatırımcıdan herhangi bir ücret alınması ve bu faaliyetin süreklilik arz etmesi halinde ise fiil SPKn. md.

---

[184] SPKn. md 47/A-1 hükmüne göre *"Bu Kanuna dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve Kurulca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket ettiği tespit edilen gerçek kişiler ve tüzel kişiler hakkında gerekçesi belirtilmek suretiyle Kurul tarafından 2 milyar liradan 10 milyar liraya kadar para cezası verilir".*

47/A-4 hükmü[185] uyarınca izinsiz yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında değerlendirilecektir[186].

Öte yandan V/55 sayılı Tebliğ'in 17 vd. maddelerinde yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyelere ilişkin düzenlemelere yer verilmiş olup, yatırım danışmanlığı istisnası kapsamında olmakla birlikte, yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyeler içermesi nedeni ile yatırım danışmanlığı istisnası kapsamındaki faaliyetlerin dahi, yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyeleri düzenleyen V/55 sayılı Tebliğ'in 17 vd. hükümlerine tabii olduğu şüphesizdir.

Bu kapsamda, mesela aracı kurumun alım satım faaliyetinin icrası sırasında karşılığında ücret almaksızın x hisse senedinin alınması, y tanımlı hazine bonosunun satılmasının tavsiye edilmesi durumunda sermaye piyasası araçları hakkında yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyede bulunulması söz konusu olduğundan V/55 sayılı Tebliğ'in 17 vd. maddelerinde yer alan ilke ve esaslar uygulama alanı bulacaktır[187].

Anılan ilkelere uyulmadığı takdirde, istisna kapsamındaki faaliyet her halükarda yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilemeyecek ve fakat Tebliğ düzenlemelerine aykırı hareket edilmiş olması nedeni ile sorumlular hakkında SPKn. md. 47/A uyarınca idari para cezası yaptırımı söz konusu olacaktır.

Yatırım danışmanlığı istisnası kapsamında değerlendirebilmesi için alım satıma aracılık faaliyeti kapsamında verilen tavsiye ve yorumlarda ilave her hangi bir maddi menfaatin temin edilmemiş olması gerekmektedir. Yorum ve tavsiyeler karşılığında alım satıma aracılık komisyonu dışında bir maddi menfaat elde edilmesi durumunda, alım satıma aracılık ve yatırım

---

[185] SPKn. md. 47/A-4 hükmüne göre *"... sermaye piyasasında izinsiz olarak faaliyette bulunan ... gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri... 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar ağır para cezası ile cezalandırılırlar".*

[186] Bkz. ŞAHAN, s.23. Süreklilik anılan faaliyetin istisna kapsamında değerlendirilmemesine yol açacaktır. İstisnai şekilde bir defaya mahsus ücret alınması değil, faaliyet ücret karşılığı süreklilik arz ettiği durumlarda kastın varlığı sonucuna ulaşılacak ve SPKn. md. 47/A-4 hükmü uyarınca sorumluluk gündeme gelecektir. ŞAHAN, süreklilik unsurunu irdelememiş olmakla birlikte, yatırım danışmanlığı kapsamında faaliyet gösterilmesi ve yorum ve tavsiyeler için ücret alınması halinde konunun izinsiz yatırım danışmanlığı olarak nitelendirileceğini ifade etmiştir.

[187] ŞAHAN, s.17,18 ve 20

danışmanlığı faaliyetinin birlikte verildiği sonucuna ulaşılacaktır. Ancak bu durumda dahi aracı kurumun yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunma yetkisinin ve müşteri ile akdedilmiş geçerli bir yatırım danışmanlığı sözleşmesinin bulunması gerekmektedir. Aksi halde kurumun sorumluluğu söz konusu olacaktır[188] Yetkili kurumun, yetki belgesi olmaması durumunda izinsiz sermaye piyasası faaliyetinde bulunmuş olması (SPKn. md. 47/A-4), yatırımcı ile yazılı bir yatırım danışmanlığı sözleşmesi akdedilmemiş olması durumunda ise Tebliğ hükümlerine riayet edilmemiş olması (SPKn. md. 47/A) nedeni ile sorumluluğu söz konusu olacaktır.

B. Medya Ve Elektronik Ortamda Sunulan Yorum Ve Tavsiyeler

SPK'nın Seri:V, No:34 sayılı "Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliğine İlişkin Esaslar Tebliği" hükümleri çerçevesinde Kurulumuza gönderilen sermaye yeterliliği tablolarının[189] incelenmesi neticesinde; yatırım danışmanlığı sözleşmesine dayalı danışmanlık hizmetlerinin, özellikle bireysel yatırımlarca ülkemizde yaygınlıkla kullanılmadığı ancak bunun yerine, danışmanlık hizmetinde belli bir ücret karşılığında ve sözleşmeye dayalı olarak sunulan bilgi ile tavsiyelerin medya[190] ve elektronik ortamdan[191] temin edildiği görülmektedir[192].

Sermaye piyasası ile ilgili yayın yapan medya ve elektronik ortamlar incelendiğinde, sermaye piyasası ve sermaye piyasası araçlarına yönelik genel ve özel her türlü bilgilendirme (sermaye piyasası araçlarının ihraççısına

---

[188] İNCEOĞLU, s.36

[189] Söz konusu tablolardan Aracı Kuruluş ve Portföy Yönetim Şirketlerinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Bildirim Tablosunda yer alan yatırım danışmanlığı faaliyeti sözleşme sayısı ile alınan ücret bilgisi sektör genelinde Tebliğ'e uygun olarak yürütülen yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin büyüklüğü hakkında fikir vericidir.

[190] "Medya" gazete, dergi, televizyon, radyo ve diğer periyodik yayınlar gibi her türlü yazılı, görsel ve işitsel kitle iletişim aracını ifade etmektedir (V/55 sayılı Tebliği md.3).

[191] "Elektronik ortam", mali piyasalara ilişkin haber ve bilgi akışı sağlayan haber ajansları ile basın kuruluşlarının internet sayfaları dahil olmak üzere, internet, elektronik posta gibi bilgisayarlarla oluşturulan her türlü iletişim ağı ile telefon, faks ve benzeri iletişim araçlarını ifade eder (V/55 sayılı Tebliğ md. 3)

[192] SPKn'nun 22 nci maddesinin (s) bendinde "Sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil yatırım tavsiyelerinde bulunacak kişi ve kuruluşların uyacakları ilke ve esasları belirlemek" SPK'nın görevleri arasında sayılmıştır.

ilişkin bilgiler, ihraççının bilanço ve gelir tabloları, sermaye piyasası aracının fiyat hareketleri, fiyatın aşırı değerlenmiş olup olmadığı incelemeleri vb.) ve analizlere ilaveten, sermaye piyasası araçlarının alım satımını teşvik edici veya yatırımcı kararları üzerinde etkili olabilecek (yönlendirici) nitelikte yorum ve tavsiyelerde de bulunulduğu dikkat çekmektedir[193].

Basın yayına yetkili kuruluşlar tarafından sunulan yorum ve tavsiyeler dahil olmak üzere medya ve elektronik ortamda yer alan yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamı dışındadır[194]. Medya ve elektronik ortamda yer alan bu tür yorum ve tavsiyeleri sunan kişi veya kurumlar, hizmetin sunulduğu taraftan herhangi bir maddi menfaat temin etmedikleri sürece anılan Tebliğ'in istisna hükümlerine göre sürdürülen yorum ve tavsiye verme faaliyeti, yatırım danışmanlığı olarak nitelenememektedir[195].

SPKn. md. 22/s hükmünde sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil yatırım tavsiyelerinde bulunacak kişi ve kuruluşların ilke ve esasları belirlemek Kurul'un görev ve yetkileri arasında sayılmıştır. Yatırım danışmanlığı faaliyeti ile SPKn. md. 22/s hükmü çerçevesinde düzenlenmekte olan faaliyette bulunan ortak unsur, sunulan yorum ve tavsiyenin sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında ve sermaye piyasası ile ilgili diğer konularda verilmiş olması ile yorum ve tavsiyenin yönlendirici, diğer bir deyişle yatırım kararları üzerinde etki yaratabilecek nitelikte olmasıdır. Bununla birlikte, yatırım danışmanlığı faaliyetini anılan faaliyetten ayıran en önemli unsur, yatırım danışmanlığı faaliyetinin sadece yetkili kurumlar tarafından ve ücret karşılığı sunulması, medya ve elektronik ortamdaki bilgilendirmenin ise yatırım danışmanlığı istisnası kapsamında olmak üzere yetkili kurumlar tarafından ve buna ek olarak yetkili olmayan kişi ve kuruluşlarca herhangi bir maddi menfaat temin

---

[193] ŞAHAN, s.14,15

[194] V/55 sayılı Tebliğ md. 17; ABD ve İngiltere düzenlemelerinde de söz konusu yorum ve tavsiyeler istisna kapsamında değerlendirilmektedir. Bkz. Bölüm I, III, A, 2; ABD düzenlemesi için Investment Adviser Act. md. 202 a 11, İngiltere düzenlemesi için Regulated Activities Order 2003 md. 54

[195] ŞAHAN, s.15

edilmeksizin sunulmasıdır[196].

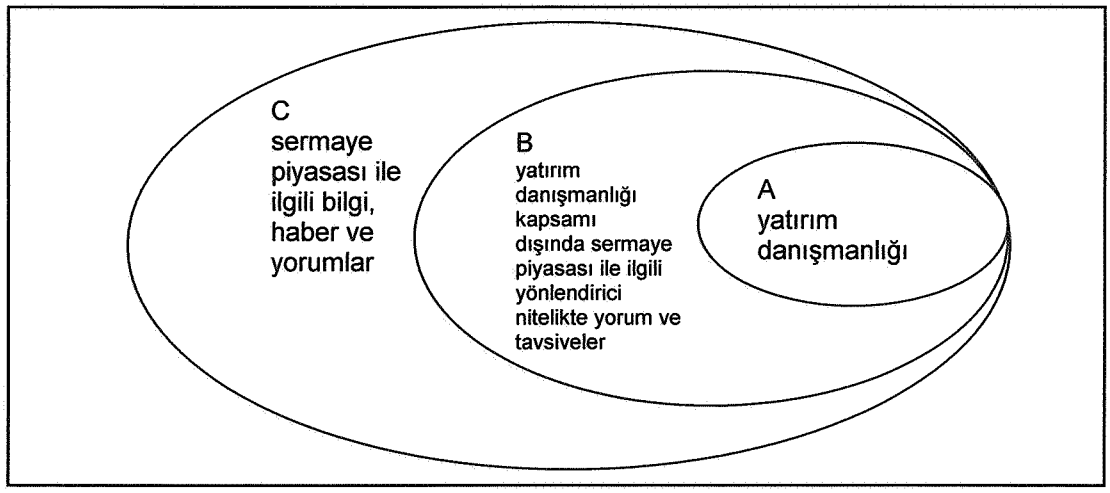
Sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil olmak üzere, sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında ve sermaye piyasası ile ilgili diğer konularda yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyelerde bulunacak kişi ve kuruluşların uyması gereken bir takım esaslar belirlenmiştir[197].

Bu durumda, sermaye piyasası ile ilgili olarak sunulan ve fakat yönlendirici niteliği bulunmayan bilgi, haber ve yorumlar, yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilemeyecek ve yönlendiricilik unsuru bulunmadığı için de yatırım danışmanlığı istisnası kapsamındaki sermaye piyasası ile ilgili yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyelere ilişkin V/55 sayılı Tebliğ'de yer alan ilgili ilke ve diğer düzenlemelere de tabii olmayacaktır.

---

[196] ŞAHAN, s.20

[197] V/55 sayılı Tebliğ md. 18 uyarınca, sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil olmak üzere, sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında ve sermaye piyasası ile ilgili diğer konularda yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyelerde bulunacak kişi ve kuruluşların aşağıdaki esaslara uymaları zorunludur.
a) Yorum ve tavsiyelerin özenle hazırlanması ve objektif olması.
b) Halkı yanıltan ve aldatan, bilgi ve tecrübe eksikliklerini istismar eden tarzda ifadelere kesinlikle yer verilmemesi.
c) "En sağlam", "en iyi", "en güvenilir" gibi subjektif ve abartılı ifadelere kesinlikle yer verilmemesi.
d) Sunulan yorum ve tavsiyelerin güvenilir kaynak, belge, rapor ve analizlerle mutlaka desteklenmesi.
e) Herhangi bir sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin olarak yapılan yorum ve analizlerde, yatırımcıların doğru ve eksiksiz bilgilendirilmesini teminen, yayımlanmışsa izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin kullanılması, aksi takdirde söz konusu halka arza ilişkin ayrıntılı bilgilerin yer aldığı izahname ve sirkülerin yayımlanacağının belirtilmesi.
f) Belli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaad ve/veya taahhütte kesinlikle bulunulmaması.
g) Kurulun faaliyet alanına giren sonuçlanmış ya da sonuçlanmamış konular hakkında yalan, yanlış, yanıltıcı ve mesnetsiz bilgi, haber ve yorum sunulmaması,
h) Sunulan yorum ve tavsiyelerin 3984 sayılı Radyo ve Televizyonların Kuruluş ve Yayınları Hakkında Kanunun ilke ve esaslarına uygun olması.
Yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyelerde bilgilendirme yükümlülüğü Tebliğ'in 18 inci madde çerçevesinde sunulan yorum ve tavsiyelerde;
a) Hazırlayanın kimliğine ve/veya ticaret unvanına,
b) Yararlanılan veri ve kaynaklara,
c) Kullanılan analiz yöntemi ile yöntemin varsayımlarına,
d) Bilgilerin bir bütün olarak anlaşılmasını teminen varsa kısaltmalar, formüller terimler ve benzeri hususlarla ilgili açıklamalara,
e) Sunulan yorum ve tavsiyeleri hazırlayan ve/veya yayımlayan kişi veya kuruluşun basın yayın hizmeti karşılığında alınan olağan ücretler dışında kendisi ve/veya üçüncü şahıslar lehine herhangi bir menfaat temin etmesi halinde menfaat tutarına,
f) Hazırlayanın yoruma konu olan sermaye piyasası aracının ihraççısı ile sermaye veya yönetim bakımından doğrudan veya dolaylı olarak bir ilişkisi varsa buna ilişkin bilgiye yer verilmesi şarttır.



Tablo: Sermaye piyasası ile ilgili haber, yorum ve tavsiyelerin yatırım danışmanlığı karşısındaki durumu[198]

Konuyu örneklendirmek gerekirse, bir internet sitesinde veya gazete yahut dergide piyasaya yahut İMKB endeksinin yönüne ilişkin olarak genel haber ve yorumlara yer verilmesi, yatırım danışmanlığı faaliyetinde sayılmadığı gibi medya ve elektronik ortamda sunulan yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyelere ilişkin düzenlemeler[199] kapsamında da olmayacaktır. Aracı Kurum'un kendi yayın organında veya internet sitesinde karşılığında her hangi bir ücret almaksızın, teknik analiz yapılarak bazı menkul kıymetlerin alım satımını teşvik eder nitelikte yönlendirici nitelikte alım ve satımda bulunulması durumunda, faaliyet, ücretsiz olması nedeni ile yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmeyecek ve fakat medya ve elektronik ortamda sunulan yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyelere ilişkin düzenlemelerde öngörülen ilke ve esaslara tabii olacaktır. Bir internet sitesinde ya da dergide abone olanlara ücret karşılığında yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyede bulunulması halinde ise yatırım danışmanlığı söz konusu olacaktır[200].

Gazete, dergi, televizyon, radyo ve internet gibi yayın araçlarında çıkan yatırım yorum ve önerilerine ilişkin olarak temel iki sorun, yapılan yorum ve önerilerin geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşabilmesine rağmen, bu

---

[198] Tablo için bkz. ŞAHAN, s.16
[199] V/55 sayılı Tebliğ md. 17 vd.
[200] ŞAHAN, s.17,18

yorum ve önerileri yapanların finans alanındaki yeterlilikleri ile ilgili hiçbir standart bulunmaması ve yapılan yorum ve önerilerin kasıtlı olarak yatırımcıları yanlış yönlendirmeye ve bundan haksız kazanç sağlamaya yönelik olabilmesidir[201]. Bu amaçla yayın araçlarında yatırım tavsiyesinde bulunacak kişilerin eğitim ve tecrübe olarak belirli koşulları sağlamaları ve SPK'dan izin alınması şartının getirilmesi mümkündür. Bu tip yorum ve tavsiyelerin tamamının sadece yatırım danışmanlığı yetki belgesi bulunan kuruluşlarca yapılması yahut piyasanın geneli ile ilgili yorum ve öneriler serbest bırakılması, ancak hisse senedine ilişkin yorum ve tavsiyelerin sadece yatırım danışmanlığı yetki belgesi bulunan kuruluşlarca yapılması şartının getirilmesi de bir diğer çözüm şeklidir[202].

Sermaye piyasası ile ilgili olarak sunulan ve yönlendirici niteliği bulunmayan bilgi, haber ve yorumlar düzenleme kapsamı dışındadır. Ancak sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı ve mesnetsiz haberler yapılması durumunda SPKn. md. 47/A-3 hükmü[203] uyarınca sorumluluk gündeme gelebilecektir[204].

Yorum ve öneriler çoğu zaman yatırım araçları ile ilgili somut bilgi ve verilere dayandırılmamakta, sadece beklenti ve tahminleri içermektedir. Bu

---

[201] **ÖZÇAM, Mustafa**, Gazete, Dergi, Televizyon, Radyo ve İnternet Gibi Yayın Araçlarında Çıkan Yatırım Yorum Ve Önerilerinin Yatırım Danışmanlığı Açısından Değerlendirilmesi, SPK Görüş-Öneri Raporu, Ankara, 1998, s.4

[202] **ÖZÇAM**, s.8,9. Konuya ilişkin bir önceki AB direktifi olan 10.5.1993 tarih ve 93/39/EEC sayılı direktifte yatırım danışmanlığı kapsamına girmeyen ve ücretsiz olarak yapılan yatırım tavsiyesi işlemleri de Direktif kapsamına alınmış, yatırım tavsiyesinde bulunacak kurumun da belirli şartları sağlaması ve yetkilendirilmiş olması gerektiği ifade edilmiştir. Avustralya sermaye piyasası otoritesi olan Australian Securities and Investment Commission (ASIC), yatırım danışmanlığına ilişkin düzenlemeler yanında, yazılı ve görsel basın ile internet üzerinden verilen yorum ve tavsiyelere ilişkin olarak "Investment Advisory Services: Media, Computer Software and Internet Advice" adlı ayrıntılı bir düzenleme yapmış olup, bu düzenlemede yorum ve tavsiyede bulunacak olanların yetkilendirilmiş olması gerektiğine ilişkin hükümlere de yer verilmiştir (Konuya ilişkin Avustralya düzenlemeleri için bkz. **AYYILDIZ, Musa/YILDIRIM, Bekir Yener**, Basın, İnternet ve Yazılım Aracılığıyla Yapılan Yatırım Danışmanlığı İle İnternet Tartışma Siteleri Hakkındaki Avustralya Düzenlemeleri, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 2000).

[203] SPKn. md. 47/A-3 hükmüne göre *"Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren; haber yayan; yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler... 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar ağır para cezası ile cezalandırılırlar"*

[204] **ÖZÇAM**, s.5; **ŞAHAN**, s.16

durumda yapılan yorumun yalan, yanlış ya da yanıltıcı olduğunu söylemek ve bu hususu ispat etmek oldukça zor olacaktır. Çeşitli modeller ve yöntemler kullanılarak yapılan yorum ve önerilerde dahi, bu model ve yöntemlerin hesaplama kontrollerinin yapılması pratikte mümkün olmayabilecektir. Ancak yorum ve önerilerde somut bilgilere yer verilir ise, somut bilgilerin doğruluğu inceleme konusu yapılacaktır. Örneğin bir şirketin hisse senedi fiyatı ile ilgili yapılan yorumlar söz konusu şirketin satış veya ihracat tahminlerine dayandırılmışsa, bu tahminlerin nerelerden elde edildiği, hangi esaslara dayandırıldığı ve doğruluğu araştırılacaktır. Bu incelemeler sonucunda yanlış ve yanıltıcı bilgi verildiği saptanırsa, belirli bir menfaat elde edilmemiş olsa dahi sorumlular hakkında SPKn. md. 47/A-3 hükmü uyarınca işlem yapılabilecektir[205].

Medya ve elektronik ortamda yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyede bulunabilmek için SPK'dan her hangi bir yetki belgesi almaya gerek bulunmamaktadır. Ancak Tebliğ'de düzenlenmiş olan ilke ve esaslara uyulması zorunludur. Tebliğ düzenlemelerine uyulmaması durumunda sorumlular hakkında SPKn. md. 47/A uyarınca idari para cezası yaptırımı söz konusu olacaktır. Oysa yatırım danışmanlığı için SPK'dan belirli bir yetki belgesi alınması gerektiğinden bu belge alınmadan yapılan yatırım danışmanlığında izinsiz sermaye piyasası faaliyetinde bulunmaya ilişkin SPKn. md. 47/A-4 hükmü uygulama alanı bulacaktır. Bunun yanında yetkili kurumların hizmet sunmaları sırasında V/55 sayılı Tebliğ'de yer alan yatırım danışmanlığına ilişkin ilke ve esaslara uymamaları halinde bunlar için de yine idari para cezasını düzenleyen SPKn. md. 47/A hükmü uygulanacaktır[206].

Konuya ilişkin ifade edilmesi gereken bir diğer husus ise, V/55 sayılı Tebliğ'in 11. maddesinde yer verilen yatırım danışmanlığına ilişkin esasların medya ve elektronik ortamda sunulan yorum ve tavsiyeler için geçerli olmamasıdır. Müşterilerin mali durumu ve risk ve getiri tercihlerinin dikkate alınması gibi bir kısım esaslar, doğası gereği medya ve elektronik ortamda

---

[205] ÖZÇAM, s.5

sunulan yorum ve tavsiyeler için geçerli olmayacaktır. Ancak bunun dışında gerçek dışı, yanlış, yanıltıcı veya abartılmış bilgilere dayalı tavsiyede bulunulmaması, tavsiyelerin, güvenilir belge, destekleyici rapor ve analizlere dayandırma zorunluluğu, verilen yatırım tavsiyeleri ile ilgili olarak müşterilere önceden saptanmış belli bir getirinin sağlanacağına dair garanti verilmemesi, bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşteri menfaatinin gözetilmesi, yazılı, görsel veya işitsel biçimde müşterilere duyurulacak ve yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarını, müşterilerine duyurmadan önce kendileri veya üçüncü şahıslar lehine kullanılmaması gibi ilkelerin sadece yatırım danışmanlığı için değil, medya ve elektronik ortamda sunulan yorum ve tavsiyeler için de geçerli olması gerektiği çok açıktır. Ancak düzenlemede bu esaslar sadece yatırım danışmanlığı için öngörülmüş olup, medya ve elektronik ortamdaki yorum ve tavsiyeler için de bu esaslara atıf yapılacak şekilde bir düzenleme yapılması uygun olacaktır.

II. ABD VE İNGİLİZ HUKUKUNDA

ABD düzenlemesine[207] göre de, avukat, mühendis ve öğretmen gibi kendi işleri ile alakalı olarak tesadüfi ve geçici bir şekilde tavsiyede bulunan kişiler yatırım danışmanlığı kapsamı dışında tutulmuşlardır[208]. Bunun yanında mesleğini icra ederken tesadüfi ve geçici olarak tavsiyede bulunan ve bu tavsiye karşılığında her hangi bir ücret almayan broker ve dealerlar da

---

[206] ŞAHAN, s.17,18

[207] Investment Adviser Act. md. 202 a 11 hükmünde yatırım danışmanı olarak kabul edilmeyen gerçek ve tüzel kişiler ile yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında değerlendirilmeyen faaliyetler sayılmaktadır. Buna göre;
- Bankalar ve holding bankalarının faaliyetleri,
- Mesleğin icrası ile ilgili ve arızi olarak tavsiye veren avukat, muhasebeci vb. şahısların işlemleri,
- Broker ve dealer'ların arızi ve ücretsiz tavsiyeleri,
- Genel ve düzenli olarak yayınlanan gazete, dergiler ile ekonomi ve finans alanındaki diğer yayınların yayıncılarının söz konusu yayınları,
- Belli menkul kıymetlere ilişkin tavsiye analiz ve rapor yayınlayanların yayınları,
- SEC düzenlemeleri çerçevesinde muafiyet kapsamına alınan diğer kişi ve kuruluşların faaliyetleri yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmemektedir.

[208] Investment Adviser Act, md. 202 a 11; Ayrıca bkz. **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.717; **FRANKEL**, Vol. I, s.175; **HAZEN** Vol. III, s.239; **MACHARG/KAMEDA**, s.321; **WILSEY**, s.288. V/55 sayılı Tebliğ md. 7/a hükmü ile paralellik göstermektedir.

tanım dışında yer almaktadır[209]. Zira bu kişiler işlerinin icrası sırasında ve bununla sınırlı olarak tavsiyede bulunmaktadırlar[210].

Bunun yanında günlük ya da periyodik basında yer alan genel kapsamlı ve düzenli yayınlanan gazete, magazin ya da ticari ve finansal konulara ağırlık veren yayınların sahibi kişi ve kuruluşlar da yatırım danışmanlığı kapsamında değildir[211]. Ancak bunların tanımdan muaf olabilmeleri için genel bilgiler içermesi ve salt okuyuculara yatırım kararlarını yönlendirmek amacıyla basılmaması gereklidir[212].

Benzer hükümler İngiltere düzenlemelerinde de mevcuttur. Avukat ya da muhasebeci gibi menkul kıymetler dışında alanlarda uzman olan kişilerin

---

[209] Investment Adviser Act, md. 202 a 11; Ayrıca bkz. **FEIN**, s.5-29; **FRANKEL**, Vol. I, s.176; **FRIEDMAN**, s.17-2; **HAZEN**, Vol. III, s.239; **MACHARG/KAMEDA**, s.321. Bkz. V/55 sayılı Tebliğ md. 7/b hükmü. Menkul kıymet aracıları belirli bir komisyon karşılığı hisse senedi ve hazine bonosu/tahvil gibi menkul kıymetlere ilişkin alım satım emirlerini yerine getirirler. Eğer yatırımcı-broker ilişkisi uzun zamana dayanmaktaysa aradaki sözleşmede öngörülmemiş olsa bile brokerler yatırımcılara yatırımlarına ilişkin tavsiyede bulunmaktadır. Verilen tavsiyeler yatırımcının beklentisini karşıladığı sürece de aradaki ilişki daha da uzamaktadır. Bu hizmetler genellikle ücretsiz olarak yapılmakta ve alım satım komisyonu ya da portföy yönetimi hizmetinden kazanç sağlanmak hedef tutulmaktadır (**LEAVELL, Robert N**, İnvestment Advice And The Fraud Rules, Michigan Law Review, Vol.65, No.8, Jun 1967, (s.1569-1610), s.1570,1571; **SALMANOWITZ**, s.1082). Broker ve dealerler alım satım kazancını hedef tuttuklarından tavsiyede bulunma işinden her hangi bir ücret almamaktadır, ancak verilen tavsiyeler karşılığında belirli bir ücret alınmakta ise verilen hizmet yatırım danışmanlığı kapsamındadır ve bu kişilerin yatırım danışmanı olarak tescili gerekmektedir (**LEAVELL**, s.1571).

[210] **FEIN**, s.5-29. Bir aracının danışmanlık hizmeti vermesi durumunda temel nokta ücreti aracılık hizmeti için mi yoksa danışmanlık hizmeti için mi aldığıdır (**HAZEN**, Vol. III, s.239). Verilen tavsiyeyle ilgili olmayan, broker-dealer masraflarının bir kısmını temsilen verilen ücret, özel bedel sayılmaz (**FRANKEL**, Vol. I, s.176).

[211] Investment Adviser Act. md. 202 a 11. Bkz. V/55 sayılı Tebliğ md. 17, **FRANKEL**, Vol. I, s.184; **FRIEDMAN**, s.17-2; **HAZEN**, Vol. III, s.239; **MACHARG/KAMEDA**, s.321. Supreme Court 1985 yılında dönemsel yayımlarda yatırımcıların bilgilendiren kişilerin kanunda yer alan tanım kapsamında değerlendirilemeyeceğine ve tescillerinin zorunlu olmadığı yönünde bir karar vermiştir (Bkz. **HAZEN**, Vol. III, s.235).

[212] **FRANKEL**, Vol. I, s.184; **FRIEDMAN**, s.17-3. ABD'de yatırımcıların bilgilendirilmeleri periyodik dergi vb yayımlar üzerinden sağlanmaktadır. Bu hizmeti sunan kişiler kanunda yer alan tanım kapsamında değerlendirilmemekte ve tescillerinin zorunlu olmamakla birlikte, bir kısım yayımcılar kredibilitelerini arttıracağı düşüncesi ile SEC'e yatırım danışmanı olarak tescil olmaktadırlar (**HAZEN**, Vol. III, s.235). Asıl işi danışmanlık olmayan bir kişinin yatırım tavsiyesi içeren tek bir kitap ya da dergi çıkarması halinde yatırım danışmanı olarak tescil olması gerekmemektedir. Ancak yatırımlar hakkında seri halde kitap ya da dergi çıkarmakta ise ve yayımlarında hangi menkul kıymete yatırım yapılacağı konusunda formüller ve yorumlar veriyorsa, yazarın yatırım danışmanı olarak tescil edilmesi gerekmektedir (**FRANKEL**, Vol. I, s.184,185). İnternet sitelerinin yatırım danışmanlığı kapsamında tesciline ilişkin olarak bkz. **FRIEDMAN**, s.17-3 vd.

mesleklerini icra ederken, kendi uzmanlık alanları içerisinde mesleklerinin bir parçası olarak bazı tavsiyede bulunmaları, grup şirketlerinin yatırımlarının yönetilmesi veya yatırımlarıyla ilgili tavsiyeler, ortak girişimlere taraf olan şirketlere verilen tavsiyeler, şirketlerin ele geçirilmesi ya da elden çıkarılması ile ilgili tavsiyeler, gazete, dergi ya da periyodik yayımlarda yer alan tavsiyeler ile müşteri İngiliz vatandaşı olsa bile merkezi yurtdışındaki kişilerin verdiği tavsiyeler FSA tarafından tanım dışında tutulmuştur[213].

İstisna kapsamında değerlendirilebilmesi için, bu meslek guruplarının kendi asıl hizmetlerinin bir parçası olarak, tamamen tesadüfi ve geçici bir şekilde ve ek bir ücret almaksızın tavsiyede bulunmuş olmaları gerekmektedir. Bu kişilerin yatırım danışmanı olarak kabulü ve tescili mümkün değildir[214].

Üçüncü kişiler tarafından menkul kıymetlerle ilgili olarak hazırlanan rapor ya da analizleri, bilgiler üzerinde her hangi bir yorum yapmadan aktaran kişiler de yatırım danışmanlığı kapsamda değerlendirilmeyecektir[215].

Konuya ilişkin en önemli karar Lowe v SEC olayıdır. Bu olayda Supreme Court, yatırım gazeteciliğinde (newsletter), yatırım tavsiyesi şahsi olarak değil genel olarak verildiğinden, kanunda yer alan yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirmemiştir. Mahkeme tarafından yatırım danışmanlığına ilişkin hükümlerin kişisel hizmetleri düzenleme amacında olduğu, düzenli olarak yayımlanan yatırım gazetelerinin kişisel olmadığı ve bu sebeple de kanunun hedefinde olmadığı ifade edilmiştir. Yargı tarafından, müşterinin istek ve ihtiyaçlarına uygun olarak kişisel bazda ister yazılı olsun ister sözlü olarak tavsiyede bulunmanın yatırım danışmanlığı olarak nitelemenin kanunun asıl amacı olduğu, bunun yanında gazetenin kişisel

---

[213] Regulated Activities Order 2003 md. 54, md. 55; **MACHARG/KAMEDA**, s.296 vd.
[214] **HAZEN**, Vol. III, s.242
[215] **FEIN**, s.5-29

olmayan (bona fide) bir kapsamda olduğu ve danışmanlık için komisyon yaratmak amacını taşımadığı ifade edilmiştir[216].

4. YATIRIM DANIŞMANLIĞI SÖZLEŞMESİNİN BENZER SÖZLEŞMELERLE KARŞILAŞTIRILMASI

I. Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetim Sözleşmesi

Fransızca kökenli portföy (Portefeuille) kelimesinin sözlük anlamı cüzdan, para cüzdanıdır[217]. Gerçek veya tüzel kişilerin faiz veya kar payı gibi gelir elde etmek amacı ile satın aldıkları muhtelif sermaye piyasası araçlarının tümüne portföy adı verilmektedir[218].

Portföy yönetiminde, yatırım değişik finansal varlıklar arasında paylaştırılarak zarara uğrama tehlikesi (yatırım riski) en aza indirilir[219] ve alınan riske uygun olarak yatırımcının karlılığı maksimum yapmaya çalışılır[220].

Portföy yönetimi[221] bir üst kavram olup, portföy yöneticiliği ve portföy işletmeciliğini içine almaktadır[222]. Portföy yöneticiliğinde portföy yönetimi tek

---

[216] Bkz. **HAZEN**, Vol. III, s.240; **RATNER, Davit L./HAZEN, Thomas Lee**, Securities Regulation, Cases and Materials, St. Paul, MINN, 1996, s.915 vd; **FRIEDMAN**, s.17-6 vd. Lowe İnvestment and Financial Letter isimli yayım menkul kıymetlere ilişkin yorumlar içermekte, yatırım stratejileri ve piyasaya ilişkin göstergelere ve spesifik olarak menkul kıymetin alım, satım ya da elde tutulmasına ilişkin tavsiyelere yer verilmiştir. Bunun yanında üye olanlara anlık olarak piyasaya ilişkin anlık gelişmeler hakkında bilgi verildiği de ifade edilmiş ilan verilmiştir. Abone sayısı 3.000 ile 9.000 arası değişmiştir (**RATNER/HAZEN**, s.916). Lowe kararı kanun kapsamından istisna tutulan yatırım gazetelerinin menkul kıymetlere ilişkin tüm düzenlemelerden muaf tutulacağı anlamına gelmemektedir. Lowe kararı kanunun tescile ilişkin hükümlerine ilişkin olup, hileli işlemlere ilişkin düzenlemelere ilişkin değildir. Mesela tavsiye ile ilgili olarak her hangi bir çıkar söz konusu ise, bunu açıklamadan o menkul kıymete ilişkin olarak tavsiyede bulunulmuş veya yayımcı yatırım danışmanı olsun ya da olmasın yanıltıcı bilgiler içeren tavsiyeler vermiş ise sorumlu olacaktır (**HAZEN**, Vol. III, s.241).

[217] **CEYLAN, Ali/KORKMAZ, Turhan**, Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi, BURSA, 1998, s.7; **KARAKAŞ**, s.6

[218] **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.133; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.526. Kaplan bir kişinin veya bir şirketin menkul kıymetlerden oluşan sermayesinin (yatırımının) tamamının portföyü oluşturduğunu ifade etmektedir (**KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.243; **KAPLAN**, (Portföy Yönetimi), s.47; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.123). Bu konudaki tanım ve tartışmalar için bkz. **KARAKAŞ**, s.6

[219] **KARAKAŞ**, s.8

[220] **CEYLAN/KORKMAZ**, s.8; **SUMER**, (Portföy Yönetimi), s.525

[221] KAPLAN, portföy yönetimini, kişinin (müşterinin), bankadaki hesabının, menkul kıymetlerinin iktisadi ve teknik yönlerden banka veya portföy yönetimi şirketi tarafından idaresi olarak

bir yatırımcı için yapılırken, portföy işletmeciliğinde portföy yönetimi, yatırım fonu örneğinde olduğu gibi, katılma belgesi almış olan bütün yatırımcılar için yapılmaktadır[223].

Seri:V, No.59 sayılı "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine Ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği"nin[224] 4. maddesinde göre portföy yöneticiliği, finansal varlıklardan oluşan portföylerin, her bir müşteri adına, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesi olarak tanımlanmıştır.

Yatırım danışmanlığında, müşterilere sadece yönlendirici bilgiler verilmekte, bir portföyün yönetilmesi yahut bu amaçla alım satım yapılması söz konusu değildir[225]. Yatırım danışmanları, müşterilerini, verecekleri karar konusunda bilgilendirmeyi ve yönlendirmeyi amaçlamakta olup müşteri adına karar verilmesi yatırım danışmanlığında söz konusu değildir[226]. Portföy

---

tanımlamaktadır (**KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.244; **KAPLAN**, (Portföy Yönetimi), s.47,48; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.124). KARAKAŞ ise portföy yönetimini, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşturulan portföyün değerinin korunması ve çoğaltılması amacıyla profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetimini ifade ettiğini belirtmektedir (**KARAKAŞ**, s.8). SUMER ise portföy yöneticiliği ve portföy işletmeciliği ayrımına yer vermeksizin genel anlamda portföy yönetciliğini, portföyün yatırımcılara göre planlanması, yatırımların seçimi için yatırım analizi, portföye dahil edilecek kıymetlerin seçimi, portföyün performansının değerlendirilmesi, portföyün belirli aralıklarla gözden geçirilmesi olarak tanımlamıştır (**SUMER**, (Portföy Yönetimi) s.525). Yazarın bu ifade ile portföy yönetimini kastettiği düşünülmektedir. Bu konudaki diğer tanımlar için bkz. **KARAKAŞ**, s.6 vd.

[222] Portföy işletmeciliği ve porföy yöneticiliği SPKn. md. 30 hükmünde sermaye piyasası faaliyetleri arasında düzenlenmiştir.

[223] **KARAKAŞ**, s.8; Yatırımcının portföy yöneticisi ile birlikte bir yatırım politikası tespit etmek ve yatırım kararları üzerinde söz sahibi olmak ve bu kararları kontrol etmek istemesi durumunda portföy yöneticiliğinden, bu yönde bir talebinin olmaması veya bilgi düzeyinin veya zamanın yeterli olmaması durumunda ise portföy işletmeciliğinden faydalanacaktır. Portföy yöneticiliği ve portföy işletmeciliği için bkz. **KARAKAŞ**, s.8 vd.

[224] Seri:V, No:59 sayılı "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine Ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği" 21.1.2003 tarih ve 25000 sayılı resmi gazetede yayımlanmıştır. Anılan tebliğde zaman içerisinde Seri:V, No.61 (18.2.2003 tarih ve 25024 sayılı RG), Seri:V, No.75 (7.1.2004 tarih ve 25339 sayılı RG), Seri:V, No.79 (31.12.2004 tarih ve 25687 sayılı RG), Seri:V, No.82 (16.6.2005 tarih ve 25857 sayılı RG) sayılı Tebliğlerle değişiklik yapılmış olup, Tebliğ'in son haline Sermaye Piyasası Kurulu web adresinden (www.spk.gov.tr) ulaşmak mümkündür.

[225] **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.263; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.138,139; **TANÖR**, s.241. Tavsiyede bulunulmadan, bir fonun yönetimi yatırım danışmanlığı olarak nitelendirilemez (**FRANKEL**, Vol. I, s.162).

[226] **İNCEOĞLU**, s.48; **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.263; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.138,139

yönetiminin aksine yatırım danışmanlığında yatırımcı aldığı bilgilere dayanarak tercihlerini ve yatırımını (sermaye piyasası aracı alım satımını) da bizzat kendisi yapmaktadır[227].

II. Yatırım Danışmanlığı ve Know How Sözleşmesi

Know-how, patent ve diğer sınai haklar kapsamında korunmamış, genellikle gizli olmakla birlikte, böyle bir nitelik taşıması zorunlu olmayan, teknik, sınai, ticari, yönetim ve finansman alanındaki bilgi, beceri ve tecrübeleri ifade eden bir kavramdır[228]. Know-how sözleşmesi ile bir taraf (know-how veren), diğer tarafa (know-how alana) bir ücret karşılığında belirli bir know-how'ı açıklamayı ve bunun karşı tarafça kullanılmasına karşı çıkmamayı taahhüt ederken, diğer taraf da bir ücret ödemeyi taahhüt etmektedir[229].

Know-how sözleşmesinde, know-how veren know-how alana bir kısım bilgiyi açıklama ve bunu kullanmaya izin vermekte, bir başka deyişle bu bilgileri know-how alana terk etmektedir. Yatırım danışmanlığında danışman, sahip olduğu teknik bilgileri know-how sözleşmesindeki gibi yatırımcıya devretmemekte, yatırımcı yararına kendisi kullanmaktadır.

Diğer yandan know-how sözleşmesinin konusu aktarılacak özel bilgi ve tecrübe olup, iletilen bilgi ve tecrübelerin aktarılmasına ilişkin danışmanlık ise bir yan edimdir. Know-how'da know-how ile birlikte verilen danışmanlığın amacı know-how alanın işini görmek değil, aktarılan bilgilerin açıklanması ve know-how'ın kullanılabilmesi ve uygulanabilmesine yardımcı olmak amacını

---

[227] **İNCEOĞLU**, s.48; **KARAKAŞ**, s.69; **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.228; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.619; **ROLL**, s.33; **SPALTI**, s.128; **TANÖR**, s.241

[228] **AKYOL**, s.1; **ALTOP, Atilla**, Yönetim Danışmanlığı Sözleşmesi, İstanbul, 2003, s.74; **BAŞ**, s.33; **KIRCA, Çiğdem**, Know How Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Prof Dr Ali BOZER'e Armağan, Ankara, 1998 (Know How), s.245; **KOLLER, Beat**, Der Know-How-Vertrag Nach Schweizerischen Recht: Unter Besonderer Beru Schulthess Polygraphisches, Zurich, 1980, s.13; **OZANOĞLU**, s.137; **ÖZ**, s.55

[229] **ALTOP**, s.74; **HIRZEL, Heinrich E**, Management Consulting İm Schweizerischen Recht: Der Unternehmensberatu, Schulthess Polygraphischer, Zurich, 1984, s.65; **KIRCA**, (Know How), s.251,252; **KOLLER**, s.25; **MARTINEK, Michael**, Moderne Vertragstypen, Band II, Consultingvertrage, Munchen, 1992, s.244; **OZANOĞLU**, s.137; **ÖZ**, s.55

taşımaktadır[230]. Yatırım danışmanlığında ise maddi olmayan bir malın iletimi değil, bilgi ve tecrübenin müşteri yararına kullanımı söz konusudur.

III. Yatırım Danışmanlığı Ve Yönetim Danışmanlığı (Management Consulting) Sözleşmesi

Özellikle teknolojideki hızlı değişim ve ekonomik yaşamdaki gelişmelere paralel olarak, firmaların yapısının ve görevlerinin giderek daha fazla karmaşıklaşması, işletme sahiplerinin çeşitli zamanlarda işinin uzmanı danışmanlara başvurmasını zorunlu hale getirmektedir. İşletme körlüğü, bilgisizlik, zaman azlığı gibi nedenler de bu tür ihtiyaçların ortaya çıkmasında etkili olmaktadır. Bilhassa spesifik sorunların çözümlenebilmesi ve güvenilir kararların verilebilmesi bakımından, bazı işletme dışı uzmanların işe dahil edilmesi müteşebbis açısından faydalı olabilmektedir[231].

Yönetim danışmanlığı sözleşmesi, danışman ile danışan arasında yapılan ve konusu danışmanın, danışan müşteri için bir bedel karşılığında, ticaret hayatının, işletme ekonomisinin ya da mühendislik biliminin gerektirdiği teknik bilgiye dayalı danışmanlık ediminin yerine getirilmesi olan bir sözleşmedir[232].

Danışmanlık sözleşmesinin esası, işletmeyle ilgili sorunların analizi ve çözümü konusunda danışman olarak adlandırılan firma dışından bir kişinin dışarıdan bir bakış açısıyla önerilerde bulunulmasıdır[233]. Yönetim danışmanlığı sözleşmesinde bir müteşebbis işletmesi ile ilgili konularda

---

[230] **ALTOP**, s.74; **KABUKÇUOĞLU**, s.91,91; **KIRCA**, (Know How), s.259

[231] **OZANOĞLU**, s.125. İşletme dışı fikri potansiyelden işletmelerde yararlanılmasının temel nedenlerine ilişkin olarak bkz. **HIRZEL**, s.48; **OZANOĞLU**, s.125

[232] **ALTOP**, s.11 vd; **HIRZEL**, s.1 vd; **MARTINEK**, s.310; **OZANOĞLU**, s.123,124; **ÖZ** s.57. Yönetim danışmanlığı sözleşmesinin unsurları, danışmanın üstlendiği edimin bilgi vermeye yönelik bir hizmet edimi niteliğinde olması, işletmenin idaresi ile ilgili olması, danışmanın işletme dışı olması ve bilgi verme faaliyetinin bir bedel karşılığında gerçekleşmesidir (**OZANOĞLU**, s.126). Yönetim danışmanlığı sözleşmesinin unsurları için bkz. **HIRZEL**, s.2,3. Danışman, işletmeyle ilgili faaliyetler ve özellikle işletmeyle ilgili organizasyon sorunları konusunda uzman olan ve işletmeyle ilgili sorunların belirleyen ve iyileştirici önerilerde bulunan kişidir. Danışmanın bu uzmanlığı yönetim konusunda genel anlamda bir uzmanlık olabileceği gibi, dar bir alana da inhisar edebilir (**ALTOP** s.37 vd; **OZANOĞLU**, s.124; **MARTINEK**, s.311)

[233] **OZANOĞLU**, s.124, s.130

ihtisas sahibi bulunan bir kişiyi (danışmanı), belirli bir bedel karşılığında, işletmenin bütünündeki sorunların analizi ve çözümünde kendisine yardımcı olmakla yükümlü kılmaktadır[234].

Yönetim danışmanlığında da yatırım danışmanlığında olduğu gibi belirli bir konuya ilişkin bilgi ve tecrübenin aktarılması söz konusu olmakla birlikte, yatırım danışmanlığının konusu, sermaye piyasası iken, yönetim danışmanlığının konusu bir işletmenin ihtiyacı olan işletmeye ilişkin genel ya da belirli bir husustur.

IV. Yatırım Danışmanlığı Ve Yönetim (Management) Sözleşmesi

Yönetim sözleşmesi, yönetici tarafın, işletme sahibi tarafa ait bir işletmeyi bir ivaz karşılığı olmak üzere kısmen veya tamamen yönetmeyi üstlendiği sözleşmedir[235].

Bu sözleşme ile yönetici, ticari bilgisini, deneyimini, ekonomik ilişkilerini, yöneticilik ustalığını işletmeye getirmekte, söz konusu maddi olmayan değerleri işletme sahibinin taşınmaz ve taşınır malları ile personel varlığı şeklindeki üretim unsurları ile birleştirmektedir[236].

Bir işletmenin, yetersiz sayıda yahut kalitede personele sahip olsa yahut finansman, pazarlama ve tanıtma eksiklikleri bulunsa dahi, yönetim sözleşmesi ile bir başka işletmeden aldığı destek sayesinde kendi kapasitesinin üzerinde performans göstermesi mümkündür. Bunun yanında yönetici tarafından işletme personeline eğitim verilmektedir[237].

Yatırım danışmanlığı açısından değerlendirme yapmadan önce, benzer iki sözleşme olan yönetim sözleşmesi ile yönetim danışmanlığı sözleşmesini karşılaştırmak gerekirse, yönetim danışmanlığı sözleşmesinde danışman, elde ettiği bilgileri bir rapor halinde danışana sunmakta,

---

[234] OZANOĞLU, s.124
[235] ÖZ, s.3
[236] ÖZ, s.4; MARTINEK, s.276
[237] ÖZ, s. 4; MARTINEK ,s.283

işletmenin yönetiminde bir görev almamaktadır. Halbuki yönetim sözleşmesinde yönetici, bilgi ve deneyimini sunmakla kalmamakta, bizzat kendisi yönetimde görev almaktadır[238]

Yönetim sözleşmesi ile yatırım danışmanlığı sözleşmesinin konuları tamamen farklıdır. Yatırım danışmanlığında sermaye piyasalarına ilişkin olarak yorum ve tavsiyede bulunulurken, yönetim sözleşmesinin konusu finansman, üretim, pazarlama, tanıtım gibi işletmeye ilişkin hususlardır. Yatırım danışmanı bilgi ve tecrübesi çerçevesinde yorum ve tavsiyelerini yatırımcıya aktarmakta ve fakat yatırımcı adına her hangi bir işlemde bulunulmamakta, işlemleri yorum ve tavsiyeler doğrultusunda yatırımcının kendisi yapmaktadır. Yönetim sözleşmesinde de benzer şekilde yönetici bilgi ve tecrübesini işletmeye aktarmakta ve fakat bunun yanında işletmenin yönetimini de bizzat kendisi yapmaktadır.

Yönetim danışmanlığında, vekalet sözleşmesi gibi sürekli bir borç ilişkisi söz konusudur. Danışmanın vekil gibi, belirli bir sonucu sağlaması değil, kendinden beklenen özenle, mesleki bilgi ve tecrübesini müşterisi yatırımcının işini görmeye (uygun yorum ve tavsiyede bulunmaya) tahsis etmesi söz konusudur.

5. YATIRIM DANIŞMANLIĞI SÖZLEŞMESİNDE TARAFLARININ HAK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ

I. Genel Olarak

Bu bölümde, yatırım danışmanlığı sözleşmesinin taraflarına ilişkin hak ve yükümlülükler incelenecektir. Ancak sözleşmenin bir tarafının yükümlülüğü diğer taraf için bir hak olduğundan, bu başlık altında sadece yatırım danışmanının ve müşterinin yükümlülüklerine yer verilecektir.

---

[238] ALTOP, s.76,77; OZANOĞLU, s.137; ÖZ, s.57

II. Yatırım Danışmanının Yükümlülükleri

A. Edimini İfa Yükümlülüğü

Yatırım danışmanlığı, tavsiye edilecek menkul kıymetin araştırılması, müşterinin ihtiyaçlarının ve durumunun araştırılması ve müşteriye uygun yatırımın tavsiye edilmesinden oluşmaktadır[239].

Yatırım danışmanlığında danışman, en genel ve yaygın olarak, hangi menkul kıymetlerin ne zaman alınıp satılacağını tahmin ederek bu doğrultuda tavsiyede bulunacaktır. Bunu yaparken danışman, öncelikle dünya ve ülke ekonomisi, politik durum ve genel piyasa trentlerini inceleyecek ve belirli bir endüstri ve ihraççı üzerinde yoğunlaşarak menkul kıymet seçecektir. Bunun yanında seçilen menkul kıymetler, piyasa davranışı üzerinde yoğunlaşılarak işlem hacmi ve fiyatları açısından da incelenecektir[240].

Yatırım tavsiyelerinin yatırımcılara zaman bakımından sunulması, MICHAELY/WOMACK tarafından acil, zamanlı ve rutin olmak üzere üç başlığa ayrılmıştır. Piyasalarda seanslar devam ederken mali tablo verilerinin duyurulması, faaliyetle ilgili önemli gelişmelerin ortaya çıkması gibi ani gelişmelerde acil iletişim söz konusu olacaktır. Bu durumda doğrudan hizmet alan ve belirli bir sektör ya da senede ilişkin menfaati olan yatırımcılar doğrudan ve acil olarak bilgilendirilirler. Zamanlı iletişim günlük beklentiler ve gün başı gelişmeler hakkında yatırımcıların bilgilendirilmesidir. Rutin iletişimde ise yatırımcıların periyodik raporlamalar ile bilgilendirilmeleri söz konusu olacaktır[241].

---

[239] **FRANKEL**, Vol. II, s.661; Danışmanın danışmanlık yapma borcu için bkz. **KABUKÇUOĞLU**, s.115 vd.

[240] **FRANKEL**, Vol. I, s.16,17

[241] **MICHAELY/WOMACK**, s.658,659. Genel olarak bireysel yatırımcının şirket açısından önemi düştükçe, anlık gelişmelerin bu tür müşterilere iletilmesi eğilimi azalmaktadır (**MICHAELY/WOMACK**, s.659; Krş **GÜMÜŞ**, s.343). İşin yapılması güç ve müvekkil için taşıdığı önem büyük olduğu oranda gösterilecek özen de fazla olmalıdır (**BAŞPINAR**, s.163; **İNCEOĞLU**, s.97; **TANDOĞAN**, C. II, s.411; **YAVUZ**, s.384,385). Doktrinde bir kısım yazarlar vekalet ücretsiz ise yahut düşük ücret karşılığı yapılıyorsa özen borcunun daha hafif olacağını ifade ederken, bir kısmı ücretin vekil tarafından gösterilecek özenin derecesini etkilemeyeceğini savunmaktadır (Bkz. **BAŞPINAR**, s.79, s.91 vd, s.167 vd; **YALÇINDURAN**, s.69,70)

Elektronik finansın gelişimi ile birlikte yatırım danışmanlığı hizmeti de e-posta ya da web sayfası yolu ile sunulmaya başlanmış olup, yetkili kurumlar da her kullanıcıya özel olmak üzere web sayfalarının içeriğini kişiselleştirmektedirler. Web sayfasının kişiselleştirilmesine ilişkin olarak iki yöntem kullanılmaktadır. İlkinde (pull technology) kullanıcı kendi tercihlerini belirtmekte ve yetkili kurum bu tercihler çerçevesinde danışmanlık sağlamaktadır. Diğerinde ise (push technology) yetkili kurum tarafından müşterinin geçmişe yaptığı işlemler ve davranışlar dikkate alınarak bir profil oluşturulmaktadır[242].

B. Özen ve Sadakat Yükümlülüğü

1. Genel Olarak

Yatırım danışmanlığı sözleşmesi vekalet sözleşmesi niteliği taşıdığından, vekilin borçlarına ilişkin BK md. 389 vd. hükümleri yatırım danışmanlığı sözleşmelerinde de uygulama alanı bulacaktır[243].

Yatırım danışmanı ile müşteri arasında güvene dayanan bir ilişki olması nedeni ile danışmanın özen ve sadakat borcu bulunmaktadır[244]. Danışman hizmetlerini sunarken dikkatli ve özenli olmak ve ihmalkar davranmamak yükümlülüğü altındadır[245].

---

[242] **KINIK, Tevfik**, Elektronik Finansın Gelişimi Karşısında Aracı Kuruluşlar, SPK Yeterlik Etüdü, Ekim 2002, s.24; SEC v. PARK olayında Mahkeme web sitesi operatörü PARK tarafından abonelere chat roomlar ya da e-mailler vasıtası ile tavsiye verilmesini tavsiyenin şahsileştirilmiş olduğu gerekçesi ile yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirmiştir (**FRIEDMAN**, s.17-8); Yatırım danışmanlığı hizmetinin elektronik ortamda sunulmasına ilişkin tartışmalar için bkz. **FRIEDMAN**, s.17-1 vd.

[243] **İNCEOĞLU**, s.215; Vekilin özen borcunun konusunu hayat deneyimlerine ve işlerin olağan akışına göre gerekli girişim ve davranışlarda bulunmak ve başarılı sonucun gerçekleşmesini engelleyici davranışlardan kaçınmak teşkil etmektedir (**TANDOĞAN, C. II**, s.410; **YAVUZ**, s.384). Özen borcu kavramı için bkz. **BAŞPINAR**, s.121 vd. Sadakat borcu ise vekilin, gerek vekaletin ifası sırasında, gerekse de işin tamamlanmasından sonra, müvekkilin menfaatlerini sözleşme ile güdülen amaç doğrultusunda korumak, müvekkilin yararına olan davranışlarda bulunmak ve ona zarar verici davranışlardan kaçınmak yükümlülüğü olarak tanımlanabilir (**GÜMÜŞ**, s.155; **TANDOĞAN, C. II**, s.407). Danışmanın özen ve sadakat borcu için bkz. **KABUKÇUOĞLU**, s.119 vd.

[244] **FRANKEL**, Vol. II, s.180, s.645; **LEAVELL**, s.1595; **NICKSON**, s.1220. Investment Investment Adviser Act md 206 hükmü de dolaylı olarak bu yükümlülüğü içermektedir.

[245] **FRANKEL**, Vol. II, s.645, s.648. Ayrıca Bkz. **SUMER**, (Meslek Kuralları), s.32

Yatırım danışmanları müşterilerine karşı özen ve sadakat içerisinde olmalı, azami iyi niyet çerçevesinde müşterilerini tüm maddi gerçekler hakkında tam ve doğru olarak bilgilendirmeli, yanlış ve yanıltıcı bilgilendirme yapmamalı, vermesi gereken bilgileri vermede ihmalde bulunmamalı ve müşterileri doğru bilgilendirmek için makul bir özeni göstermelidir[246].

V/55 sayılı Tebliğ'in 15. maddesinde özen borcuna ilişkin olarak belirli kıstaslar getirilmiştir. Buna göre, yatırım danışmanları, çalışmalarında ve karar almada gerekli mesleki özen ve titizliği göstermek zorunda olup, özen ve titizlik, dikkatli ve basiretli bir yatırım danışmanının aynı koşullar altında ayrıntılara vereceği önemi, göstereceği dikkat ve gayreti ifade eder[247]. Bunun yanında Tebliğde yatırım danışmanlığına ilişkin esaslara yer verilmiş olup[248], gerekli özen ve titizliğin asgari düzeyi, yatırım danışmanlığı sözleşmesine ve Tebliğde yer alan yatırım danışmanlığına ilişkin esaslara ve diğer düzenlemelere tamamen uyulmasıdır[249].

Danışmanlık muhteva olarak meslek kurallarına uygun olmalıdır. Danışmanın özenli bir temsilci olarak kendi meslek grubundaki meslek kurallarını ihlal edip etmediği noktasındaki kusuru objektif bir biçimde

---

[246] **FEIN**, s.5-30,5-31,5-32

[247] V/55 sayılı Tebliğ md. 15

[248] V/55 sayılı Tebliğ md. 11, *"Yetkili kurumlar yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında;*

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

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

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

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

e) Doğrudan veya dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşterisinin menfaatini gözetmekle, müşteriler arasındaki çıkar çatışmalarının önlenememesi halinde ise müşterilerine adil davranmakla yükümlüdürler,

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

[249] **İNCEOĞLU**, s.215

araştırılmalıdır. Kişi, kendi yetenek ve gücünü aşan bir işi yürütmeyi üstlenmişse kusurun varlığından bahsedilebilir[250].

Özen borcu, kendisine güvenilen kişinin sahip olması gereken genel bir standarttır. Eğer güvenilen kişi, elinden gelenin en iyisini yapmış olsa bile bu yeterli olmamışsa ve bu şekilde belirli bir standardı yakalayamamışsa, kusuru olmasa bile güven ilişkisinin ihlali nedeniyle sorumludur[251]. Bu standartlar objektif olup, kişisel yeteneklere göre değişiklik göstermez. İstemesine rağmen bu standardı gösteremeyenler bu nedenle uğranılan zarardan sorumlu olacaklardır[252]. Görüldüğü üzere yetkili kurumların özen borcu objektif esaslara bağlanmış olup, özen borcunun kapsamının tayininde subjektif kıstas uygulanmayacaktır[253].

Kendisine güvenilen kişi, hizmetini normal ve makul bir insanın kendi mal varlığı ile ilgilenmesi sırasındaki dikkat ve yetenekle yerine getirmelidir. Şayet bu kişi ortalama bir insandan daha yetenekli ise, ortalama bir insanın değil, hizmeti sunan kişinin yetenekleri kıstas olarak alınacaktır[254].

Danışman, uzman bir kişi olması nedeni ile, iş görme ediminin yerine getirilmesi sırasında bilinen ya da bilinmesi gereken teknik kurallara uygun davranmalı, kendi güç ve kabiliyeti ile bilgisini objektif bir biçimde değerlendirmeli, bu kapsamda gerekli aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmelidir [255].

Özen görevinin esası, müşteriye karşı dürüst olmak ve müşterinin menfaatine göre davranmaktır. Makul bir kişinin ilişkinin karşı tarafından

---

[250] **OZANOĞLU**, s.143,144

[251] **FRANKEL**, Vol. II, s.649. Bkz. **GÜMÜŞ**, s.322 vd. V/55 sayılı Tebliği md 15/ hükmünde mesleki özen ve titizlik ilkesi düzenlenmiş olup, buna göre yatırım danışmanları, çalışmalarında ve karar almada gerekli mesleki özen ve titizliği göstermek zorundadırlar. Özen ve titizlik, dikkatli ve basiretli bir yatırım danışmanının aynı koşullar altında ayrıntılara vereceği önemi, göstereceği dikkat ve gayreti ifade eder. Gerekli özen ve titizliğin asgari düzeyi, yatırım danışmanlığı sözleşmesine ve bu Tebliğde yer alan yatırım danışmanlığı ilkelerine tamamen uyulmasıdır.

[252] **FRANKEL**, Vol. II, s.649

[253] **İNCEOĞLU**, s.215

[254] **FRANKEL**, Vol. II, s.657

[255] **OZANOĞLU**, s.143

beklediği standartlar, belirli şekilde davranmaması durumunda makul bir insanın mal varlığını güvenmeyeceği varsayımı esas alınarak belirlenecektir[256].

Dikkat ve özenin kapsamına ilişkin sözleşmeye hüküm konulabilir. Taraflar sözleşmede öngörmemiş ise diğer kıstaslar uygulanacaktır[257].

Özen yükümlülüğüne ilişkin standartlar, taraflar arasındaki zımni ve açık anlaşmaya, benzer ilişkiler için geçerli olan örf ve adete ve makul bir kişinin ilişkiden beklentisine göre belirlenecektir[258]. Bunun yanında müşterinin türü ve tavsiyeyi değerlendirme kabiliyeti, tavsiyenin sunulma şekli, danışmanın aldığı ücret, fonun büyüklüğü, gerekli bilgilerin danışmana iletilmiş olup olmadığı gibi faktörler de dikkate alınacaktır[259].

Gerekli dikkat ve özenin belirlenmesinde SEC, kişinin işinde gösterdiği dikkat ve özeni, işinin gerektirdiği yetenek ve bilgiyi ve kişinin sahip olduğu ekstra yeteneği dikkate almaktadır[260]. Bunun yanında yatırım danışmanlarının adil davranması ve meslek kurallarına uyması gerektiği kıstaslarını da kabul etmektedir[261].

---

[256] **FRANKEL**, Vol. II, s.345. Hughes v Sec olayında Komisyon, müşterisinin menfaatlerini sadakat içerisinde gözetmesi gerektiği gerekçesi ile ihraççıya ve senede ilişkin önemli bilgileri açıklamayan danışmanın yetki belgesini iptal etmiştir. Mahkeme de danışmanın menkul kıymeti alabileceği en iyi fiyat konusunda karar verilmesi için gerekli olan önemli bilgiler konusunda müşteriye bilgi verilmemesini sadakat yükümlüğünün ihlali olarak değerlendirmiş ve Komisyonun işleminin onanmasına karar vermiştir (**NICKSON**, s.1232).

[257] **FRANKEL**, Vol. II, s.661

[258] **FRANKEL**, Vol. II, s.340, s.373, s.393

[259] **FRANKEL**, Vol. II, s.669

[260] **LEAVELL**, s.1584

[261] **LEAVELL**, s.1580. Meslek kurallarına uyma yükümlülüğü Shingle Theory 1, meslek kurallarına uyma zorunluluğu ise Shingle Theory 2 olarak adlandırılmaktadır (**LEAVELL**, s.1580). Amerikan hukukunda müşteri ile danışman arasındaki ilişki için genel olarak "sadakat ve güven" olarak Türkçeye çevrilebilecek olan "fiduciary" ifadesi kullanılmış olup, bu ifade danışmanların sorumluluklarını belirlemede tek başına yetersiz kalmaktadır (**CASE COMMENT**, İnvestment Adviser and Disclosure of an İntent to Trade (SEC v Capital Gains Research Bureau), The Yale Law Journal, Vol. 71, No.7, Jun 1962, (s.1342-1350), s.1347). Bunun yanında Investment Adviser Act'da yatırım danışmanlarının sorumluluğu "hileli ve yanıltıcı" olarak Türkçeye çevrilebilecek olan "fraud" kavramı ile açıklanmış ve düzenlemelerde "fraud" ifadesi kullanılmış olup, tüm ilgililerin uymak zorunda olduğu bu ifadenin kapsamı da oldukça geniş ve belirsizdir (**FRANKEL**, s.174 (Supplement 1999, C. II, s.49); **LEAVELL**, s.1580). Yatırım danışmanlarının uymaları gereken ilke ve esaslar için bkz. Investment Adviser Act md. 206

İngiltere'de de, SIB tarafından, danışmanların doğruluk ve adalet içerisinde hareket etmelerinin beklendiği, bunların yüksek yetenek ve dikkat çerçevesinde işlem yapmaları, çıkar çatışmalarından kaçınmaları ya da çıkar çatışmasının ortaya çıkması durumunda müşterilerine karşı adil davranmaları gerektiği öngörülmüştür[262].

Danışmanlar, kendi üyeleri ile ilgili düzenleyici işlemler yapılmak ve bunları uygulamakla yetkili bir öz düzenleyici kuruluş altında toplanmalı, mesleki standartlar belirlenmeli ve uyulmaması halinde yaptırımlar uygulamalı, danışmanlara rehber olacak kriterler belirlenmeli ve danışmanların müşterilerine karşı olan görev ve yükümlülükleri açıkça ortaya konulmalıdır[263].

2. Müşteriler İçin Uygun Olan Tavsiyede Bulunma Yükümlülüğü

Yatırım danışmanı yapmış olduğu araştırma ve incelemeden sonra müşterisi için en uygun olan yatırımı tavsiye etmelidir[264].

Yatırım danışmanlığında yatırımcılara verilecek tavsiyenin temeli bilgi olup, danışman ülke ve dünya ekonomisi, ihraççı ve menkul kıymet hakkında bilgi sahibi olmalıdır[265]. Ancak bunun yanında danışman müşterisi hakkında da bilgi sahibi olmalı ve tavsiyede bulunurken müşterisinin ihtiyaçlarını, kurumsal müşterilerinin ilkelerini, mevzuatın yatırımlara bir sınırlama getirmişse bu hususlara dikkat etmelidir[266]. Danışman, müşterilerinin mali durumunu, yatırım amaçlarını, likidite, getiri ve risk tercihlerini dikkate alarak en uygun yatırım kararını almalarını sağlayacak yönde tavsiyede bulunmalıdırlar[267].

---

[262] **MACHARG/KAMEDA**, s.312
[263] **NICKSON**, s.1239
[264] **FRIEDMAN**, s.17-21; **FRANKEL**, Vol II, s.670; **GÜMÜŞ**, s.241; **MACHARG/KAMEDA**, s.312; **NICKSON**, s.1231; **SALMANOWITZ**, s.1085,1086
[265] **FRANKEL**, Vol. I, s.17
[266] **FRANKEL**, Vol. I, s.17; Vol. II, s.667, s.673. Ayrıca bkz. **SUMER**, (Meslek Kuralları s.33, s.50, s.104 vd.)
[267] Tebliğ md. 11/b

Uygunluk, verilen tavsiyenin müşterinin ihtiyaç, mal varlığı, ekonomik durumu ve beklentileri ile paralel olmasıdır[268]. Danışman, müşterinin ihtiyaçları ve menkul kıymetin özelliklerini birlikte değerlendirmeli ve ona göre uygun bir tavsiyede bulunmalıdır[269].

Yönetim danışmanlığına ilişkin olarak OZANOĞLU, danışmanlık faaliyetinin başarıya ulaşabilmesi için, danışanın danışma konusu hakkında danışmana yardımcı olması ve faaliyetin başarıya ulaşabilmesi için gerekli olabilecek teknik koşullar ile organizasyon ve personel koşullarının sağlamasının gerekli olduğunu ifade etmektedir[270]. Danışmanlık faaliyetinin kapsamı ve karmaşıklığına bağlı olarak, danışanın göstermesi gereken işbirliğinin boyutu da farklılık arz edecektir. Dolayısı ile gösterilecek işbirliğinin kapsamı ve niteliği (külfet ya da yükümlülük niteliği) sözleşmeden hareketle belirlenebilir. Sözleşmede açıkça danışanın işbirliği faaliyetine ilişkin olarak bir kayda yer verilmemesi durumunda, sözleşmenin amacı ve somut sözleşme ilişkisinin icrası sırasındaki münferit durum ve özelliklerden hareketle bir sonuca varılabilecektir[271].

Uygun tavsiyede bulunma yükümlülüğüne ilişkin kıstaslar, taraflar arasındaki ilişki ve onların beklentilerine göre değişiklik gösterecektir. İlişkinin süresi ve istikrarı, müşterinin işlem yapmak ve tavsiye almak üzere irtibatta olup olmadıkları, hizmetin karşılığının şekli, sadece bir işlem için yahut dönem için tavsiyede bulunulup bulunulmadığı, tavsiye edilen işlemin miktarı, benzer işlemlerin piyasada daha önce yapılmışlığı gibi hususlar bu yükümlülüğün belirlenmesine ilişkin kıstaslardır[272]. Tavsiyenin uygunluğu, taraflar arasındaki anlaşma ve beklentilere göre belirlenecektir. Danışman gelecekte yapılacak vergi ve benzeri ödemeleri, müşterinin varlıklarına ilişkin

---

[268] **FRANKEL**, Vol. II, s.678; **GÜMÜŞ**, s.241; **SALMANOWİTZ**, s.1086; **SPALTI**, s.128. Uygunluk kuralının ihlali danışmanın Investment Adviser Act section 206 uyarınca sorumluluğunu da gündeme getirecektir. Uygun tavsiyede bulunma görevi menkul kıymetler yasasının hilenin önlenmesine ilişkin hükümlerine ve danışmanın güven yükümlülüğünden kaynaklanmaktadır. Ancak hukuksal sorumluluğa ilişkin doğrudan bir düzenleme mevcut değildir (**FRANKEL**, Vol. II, s.681).

[269] **FRANKEL**, Vol. II, s.673

[270] **OZANOĞLU**, s.141,142

[271] **OZANOĞLU**, s.142

planlarını, gelecekte ihtiyaçları, işi, alabileceği risk sınırı gibi hususları göz önüne alacaktır. Müşterinin kapasitesinin çok ötesindeki tavsiyeler yahut ekonomik olarak müşteriye hiçbir etkisi olmayan işlemlerin tavsiye edilmesini uygun olmayan tavsiyeler olarak nitelemek mümkündür[273].

Uygun tavsiyede bulunma yükümlülüğü, her müşterinin kendi koşullarına göre değişen subjektif bir kıstastır[274].

Bir müşteri herhangi bir ödeme yahut karşılık sunmadan ilk defa bir tavsiye almışsa danışmanın ayrıntılı bir plan sunması beklenemez, ancak büyük bir portföyün yönetimi söz konusu ise, müşterinin mevcut ve gelecekteki ihtiyaçları yanında vergi ve varlıklara ilişkin plan sonuçları gibi hususlar da dikkate alınacaktır[275].

Danışman müşterisinin ihtiyaç ve beklentilerini de dikkate alarak serbestçe tavsiyede bulunur. Ancak eğer taraflar arasındaki anlaşmada tavsiyelerin ve yatırım kararlarının sadece belirli bir metodun dikkate alınarak verileceği ifade edilmişse buna dikkat edilir. Bunun yanında taraflar arasındaki anlaşma, danışmanın kullanacağı sistem hakkında hüküm içermiyorsa ve müşteri danışmanın belirli bir sistemi kullandığını biliyorsa veya bilmesi gerekiyorsa, müşteri diğer beklentilerini açıklayarak uygulamayı durdurabilir[276].

Eğer müşteri kendisi hakkındaki yapılan araştırmayı reddederse danışman uygun tavsiyede bulunma yükümlülüğünden muaf olur. Bununla birlikte uygun bir tavsiyede bulunmak için bilgi gerekli ise veya müşteri kendi rızası ve bağımsız olarak müşterinin bu yükümlülüğünün ortadan kalktığına

---

[272] **FRANKEL**, Vol. II, s.678
[273] **FRANKEL**, Vol. II, s.679. Bu tip işlemler genellikle danışmanın menkul kıymetle ilişkisi olması veya işlemden komisyon alması gibi çıkar çatışmalarından kaynaklanmaktadır (**FRANKEL**, Vol. II, s.679).
[274] **FRANKEL**, Vol. II, s.671
[275] **FRANKEL**, Vol. II, s.680
[276] **FRANKEL**, Vol. II, s.667

ilişkin olarak onay vermez ise danışmanın hizmet sunmayı reddetme hakkı vardır[277].

3. Tavsiyelerini Yeterli Ve Makul Temellere Dayandırma Yükümlülüğü

Müşteriler, danışmanlarının belirli sonuçlara ulaşırken geçerli ve makul metotlar kullandığını, tavsiye edilen menkul kıymetler için gerekli inceleme ve araştırmaların yapıldığını varsayarak yatırım danışmanlığından faydalanmaktadır. Danışmanlar tavsiyelerini yeterli ve makul temellere ve analizlere dayandırmalı, doğrulanmamış ve varsayımsal bilgileri müşterilerine sunmamalıdır[278].

Zaman ve rekabet baskısı ve yeterli elaman yokluğu nedeniyle danışmanlar, tavsiye verdikleri menkul kıymetlere ilişkin yüzeysel bir araştırma yapmaktadır[279]. Her hangi bir danışman tarafından yeterli araştırmaya dayanmayan ve yanlış bir bilgi yayımlanmışsa, diğerleri tarafından bu bilgi doğrulanmadan kullanılmakta ve tüm piyasa bu yanlış bilgi ile yönlendirilmektedir[280]. Yatırım danışmanlarının özen ve sadakat yükümlüğüne aykırı olarak nitelendirilebilecek bu tür faaliyetleri sadece kendi müşterilerini zarara uğratmakla kalmaz, zincirleme bir reaksiyon oluşturabildiğinden diğer yatırımcılar ve piyasa açısından da tehlikelidir[281]. Bu nedenle danışmanlar tavsiyelerine esas aldıkları bilgilerin doğrulunu araştırmak ve takip etmek zorundadır[282].

V/55 sayılı Tebliğ'in 11/b hükmünde de, yetkili kurumların yatırım tavsiyelerini, güvenilir belge, destekleyici rapor ve analizlere dayandırmak

---

[277] **FRANKEL**, Vol. II, s.678
[278] **FRANKEL**, Vol. II, s.650,651,663; **GÜMÜŞ**, s.241; **NICKSON**, s.1235,1236
[279] **NICKSON**, s.1236
[280] **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s 725. Bu durum "Kartopu Etkisi" olarak Türkçeye çevirebileceğimiz "Snowballing Advices" olarak nitelendirilmektedir.
[281] **FRANKEL**, Vol. II, s.173
[282] **FRANKEL**, Vol. II, s.666; **NICKSON**, s.1220. AG Bellin SEC Corp. olayında iki şirkete ilişkin olarak verilen tavsiye, bu şirketler tarafından hazırlanan ve durumlarını iyi gösteren ancak hiçbir finansal veri içermeyen raporlara dayanılarak verilmiştir. Burada olay SEC tarafından özen yükümlülüğünün ihlali olarak değerlendirilmiştir (**LEAVELL**, s.1593).

zorunda oldukları düzenlenmiştir[283]. Bu şekilde özen borcuna aykırı davranılıp davranılmadığının tespitinde somut kıstaslar getirilmiş olmaktadır. Muhtemel uyuşmazlık durumunda yetkili kurumların yatırım kararlarına dayanak teşkil eden belge, rapor ve analizlerinin değerlendirilmesi sonucunda yatırım kararlarının isabetli olup olmadığı ortaya çıkacaktır. Dayanılan belge rapor veya analizlerin sağlıklı olmadığı hallerde ya da bunlara dayanılarak böyle bir yatırım kararının alınmasının isabetli olmadığı durumlarda özen borcuna aykırılığın oluştuğu söylenebilecektir[284].

Danışmanın yapmış olduğu işlemler yanında, yatırım kararlarına esas teşkil eden defter ve kayıtlar da saklanmalıdır[285]. Düzenleyici otoritelerin talebi halinde, sunulan herhangi bir yatırım tavsiyesinin sağlam ve mantıklı bir altyapıya sahip olduğunun kanıtlanabilir olması gerekmektedir[286].

Danışman, istediği araştırma sistemini seçmekte özgürdür[287]. Danışman kullanmış olduğu araştırma yöntemlerini müşterilerine açıklamak zorunda değildir. Ancak makul bir yatırımcının beklentileri ile uyuşmayan bir sistemin kullanılmak istenmesi halinde konu hakkında müşteri aydınlatılmalı ve onayı alınmalıdır[288]. Yatırım danışmanı, yeterli temele dayandırmadan sadece alım ya da sadece satım yönünde tavsiye verilmemeli, tavsiyesine esas aldığı dayanakları müşterisine açıklamalıdır[289]. Tavsiyeyi değerlendirirken, danışmanın bilgi kaynakları müşteriler için önemli olduğundan, konuya ilişkin olarak SEC, ister ilgili firmaların istatistiksel raporlarına isterse şirket çalışanının telefon görüşmesine dayansın danışman

---

[283] V/55 sayılı Tebliğ md. 11/b; Ayrıca bkz. V/55 sayılı Tebliğ md. 13 (mesleki yeterlilik ilkesi)
[284] **İNCEOĞLU**, s. 216
[285] **MACHARG/KAMEDA**, s.312
[286] AB'nin 2003/125/EC sayılı Direktifi Chapter II Prodection of Recomendation Article 3/3
[287] **FRANKEL**, Vol. II, s.667; **NICKSON**, s.1235. Araştırma uygulamaları danışmandan danışmana değişebileceği gibi aynı danışmanın raporlarında farklılık görünmesi de mümkündür (**NICKSON**, s.1235).
[288] **FRANKEL**, Vol. II, s.667
[289] **NICKSON**, s.1237,1238. Mesela yatırım danışmanının bu senetleri kısa dönem içerisinde satın alın demek yerine, yatırım fonları ilgi göstermekte ve satın almakta olduğundan bu senetler kısa dönem içerisinde değerlenecektir demesi uygun olacaktır (**NICKSON**, s.1238).

tavsiyesindeki maddi bilgilerin kaynağını açıklaması gerektiği yaklaşımını benimsemiştir[290].

Konuya ilişkin AB düzenlemelerine kısaca değinmek gerekirse;

Tavsiyelerdeki yorum, tahmin, fikir ve benzeri somut olmayan (non-factual) bilgiler ile gerçek durum kesin bir biçimde ayrıştırılmalı, tavsiye ile ilgili tüm kaynakların güvenilir olması, şüphe olması halinde açıkça belirtilmeli ve tavsiyeler oluşturulurken kullanılan varsayımların belirtilebilmesini teminen tüm projeksiyonlar, tahminler ve fiyat hedeflemeleri sınıflandırılmalıdır[291].

Tavsiyelerde kullanılan kaynaklar belirtilmeli, finansal enstrüman veya ihraççı şirketlerin analizinde kullanılan değerleme metotları yatırımcıların anlayabileceği şekilde özetlenmelidir, İhraççı kuruluş ya da menkul kıymetle ilgili verilen yatırım tavsiyesinin değiştirilmesi durumunda (12 aylık dönem içinde) tavsiyenin değiştirildiği ve önceki tavsiyenin ne olduğu belirtilmelidir[292].

Yatırım tavsiyeleri sunan bir kişi üçüncü bir kişi tarafından üretilen bir tavsiyeyi kendi sorumluluğu altında sunuyorsa, tavsiye ile birlikte söz konusu tavsiyeyi hazırlayan kişiyi belirtmek zorundadır[293].

Üçüncü bir kişi tarafından hazırlanan yatırım tavsiyesini sunan kişi veya kuruluşlar bu tavsiye üzerinde önemli bir değişiklik yapmışlarsa, değişikliği detaylı olarak belirtmelidirler. Değişiklik, yatırım tavsiyesinin yönü konusunda ise ("al" tavsiyesinin "sat" ya da "tut" yönünde değiştirilmesi gibi) bu kişi ve kuruluşlar kendi tavsiyesini sunanların tabi olduğu kamuyu aydınlatma hükümlerine (Article 2-5) tabi olacaktır[294].

---

[290] NICKSON, s.1236
[291] AB'nin 2003/125/EC sayılı Direktifi Chapter II Prodection of Recomendation Article 3/1
[292] AB'nin 2003/125/EC sayılı Direktifi Chapter II Prodection of Recomendation Article 4/1
[293] AB'nin 2003/125/EC sayılı Direktifi Chapter III Dissemination of production of third parties Article 7
[294] AB'nin 2003/125/EC sayılı Direktifi Chapter III Dissemination of production of third parties Article 8

4. Tavsiyelerin Müşteri Menfaatlerini Gözeterek Ve Tarafsız Olarak Verilmesi Yükümlülüğü

1990'ların ortasından itibaren karmaşık finansal piyasalardaki büyüme ile birlikte, başta büyük kurumsal yatırımcılar olmak üzere pek çok yatırımcının danışmanlarla çalışmaya başlamasının ardından bazı danışmanlar, bu güçlerini ek kazançlar elde etmek için kullanmaya başlamışlardır[295].

Yatırım danışmanları tarafından verilen tavsiyeler tarafsız olmalıdır[296]. Danışman, kendisinin ya da çalıştığı kurumunun değil, müşteri menfaatlerini düşünerek tavsiyede bulunmalıdır[297]. Yatırımcılar tarafından da, tavsiyelerin tarafsız olması beklenmekte ve öyle olduğu varsayılmaktadır[298].

Bir danışmanın, tavsiyede bulunduğu bir işlemden dolayı her hangi menfaati var ise, verilen tavsiyelerin bu ilişkiden etkilenmesi muhtemel olduğundan bu husus müşterilere açıklanmalıdır[299]. Danışmanlık ücreti dışında tavsiye edilen işlemlerden başka bir çıkarı olan danışman tarafsız tavsiyede bulunamayabilecektir[300]. Müşterinin menfaatine olarak bağımsız değerlendirme ve hareket etme imkanı vermeyeceğinden, yatırım danışmanları kendilerini çıkar çatışması içerisine sokacak durumlardan kaçınmalıdırlar[301]. Danışmanın müşterisi ile güven ve sadakat ilişkisi bulunduğundan, danışmanlık sunulması sırasında çıkar çatışması gibi bu ilişkiyi zedeleyecek her türlü gelişme müşteriye anında açıklanmalı ve müşteri bilgilendirilmeli, gerekli açıklama yapılmadan o menkul kıymete ilişkin

---

[295] **FRANKEL**, Vol. II, s.377 (Supplement 1999, C II, s.135)
[296] **FRANKEL**, Vol. II, s.373; **NICKSON**, s.1220
[297] **FRANKEL**, Vol. II, s.386. Investment Adviser act 206 nın ihlali söz konusu olacaktır (**FRANKEL**, Vol. II, s.386). Bkz. V/55 sayılı Tebliğ md. 14 (Bağımsızlık İlkesi)
[298] **CASE COMMENT**, s.1347; **FRANKEL**, Vol. II, s.371
[299] **CASE COMMENT**, s.1348; **FRANKEL**, Vol. II, s.348, s.371, s.372, s.376, s.662; **MACHARG/KAMEDA**, s.311,312. Bkz. Investment Adviser Act Section 206-1/2; Bu çıkarı müşterisine açıklamadığı takdirde Investment Adviser Act'ın hilenin önlenmesine ilişkin 206/1, 2, 4 hükümleri uyarınca danışmanın sorumluluğu söz konusu olacaktır (**FRANKEL**, Vol. II, 375).
[300] **FRANKEL**, Vol. II, s.375
[301] **FRANKEL**, Vol. II, s.371

olarak tavsiyede bulunulmamalı, çıkar çatışması mevcut olduğu sürece danışman, çıkar çatışmasına konu hususlarda her hangi bir değerlendirme ve yorumda bulunmamalıdır[302]. Bu şekilde yatırımcılara mevcut duruma göre sağlıklı bir değerlendirme yapma imkanı verilmiş olmaktadır[303].

Bilgilendirmenin kapsamı her olayın özellikleri ve beklentiler dikkate alınarak belirlenecektir[304].

Danışman, müşterinin sattığı menkul kıymeti alma ya da almak istediğini satma gibi doğrudan ya da dolaylı olarak müşteri ile işlem yapması durumunda, işlemden önce müşteriyi yazılı olarak bilgilendirmelidir[305].

5. Müşteriyi Bilgilendirme Yükümlülüğü

Menkul kıymete ilişkin gerekli tüm bilgilerin yatırımcıya açıklanması, riskler, özellikle müşterinin kapasitesinin üzerinde ise, konu hakkında yatırımcının bilgilendirilmesi gerekmektedir[306]. Burada tahminin tehlikeli yapan ve güvenilir olmaktan çıkaran hususlar tam olarak açıklanmalıdır. Mesela bir ihraççının şirketin içerisinde bulunduğu sektör son bir yılda kötü günler geçiriyor olmasına rağmen, bu hususa ilişkin olarak hiçbir bilgi

---

[302] **FEIN**, s.5-33; **FRANKEL**, Vol. II, s.174 vd; s.374, s.376, s.662; **HAZEN**, Vol. III, s.241; **IOSCO (International Organization of Securities Commissions)**, Report on Analyst Conflicts of Interest, A Report of The Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, September, 2003 (Report 2003), s.12; **MACHARG/KAMEDA**, s.312; Tavsiyenin hazırlanması ile ilgili olan kişiler, tavsiyenin objektifliğine zarar verebilecek olan her türlü ilişki veya durumu, özellikle yatırım tavsiyesinin konusunu oluşturan finansal enstrümanlarla ilgili önemli çıkarların ve ihraççı ile ilgili çıkar çatışmalarının açıklanması zorunludur (AB'nin 2003/125/EC sayılı Direktifi Chapter II, Prodection of Recomendation Article 5).

[303] **HAZEN**, Vol. III, s.241

[304] **FRANKEL**, Vol. II, s.103

[305] **FEIN**, s.5-36/37; **FRANKEL**, Vol. II, s.348; Bkz. İnv. Adv. Act md. 206-3

[306] **GÜMÜŞ**, s.241; **LEAVELL**, s.1586; **SALMANOWITZ**, s.1085,1086 (Yatırımcının bilgilendirilmesi gerekliliği Shingle Theory 3 olarak adlandırılmaktadır). OZANOĞLU benzer şekilde yönetim danışmanlığına ilişkin olarak danışmanın yükümlülüklerinden birisi de danışmanın danışanı aydınlatma yükümlülüğü olduğunu, danışmanın, danışmanlık faaliyetinin projesinin oluşumu, işleyişi ve gerçekleştirilmesine ilişkin önemli konular ile gerçekleşebilecek riskler hakkında danışanı aydınlatma yükümlülüğü altında olduğunu ifade etmektedir (**OZANOĞLU**, s.140). Danışmanın danışanı aydınlatma borcu için bkz. **KABUKÇUOĞLU**, s.148 vd; Vekilin aydınlatma borcu için bkz. **GÜMÜŞ**, s.160 vd.

vermeksizin olumlu tavsiyelerde bulunulması halinde işlem hileli ve yanıltıcı olarak değerlendirilecektir[307].

Danışman, aydınlatma yükümlülüğü çerçevesinde danışanın emirleri ile bağlı olmakla birlikte, bu emirlerin muhtemel amaca aykırılığı konusunda onun dikkatini çekmeli, danışana verilen tavsiyenin icra edilmezliği konusunda bilgi vermeli ve kendisine verilecek ücreti artırıcı davranışlardan kaçınmalıdır[308]. Danışmanın aydınlatma yükümlülüğünü ihlal etmesi, danışanın menfi zararlarının tazmini sonucunu doğurur[309].

Verilen tavsiyelerde muhtemel risklere ilişkin tüm bilgilerin yatırımcıya verilmesi durumunda danışmanın sorumluluğu ortadan kalkacaktır[310].

Her müşteriye tüm yatırım olanakları hakkında çok ayrıntılı bilgi vermek maddi olarak zor olmakla birlikte, yatırım olanaklarının müşteriler arasında büyük ölçüde eşitsiz dağılması danışmanlarının güven görevinin ihlali sayılır[311].

Müşteri fonunun büyüklüğü de işlemlerin farklılığını haklı çıkarabilir. Küçük bir yatırımcı piyasadaki son gelişmelere ilişkin olarak danışmanı ile günlük olarak görüşmeyi bekleyemez. Dolaylı olarak küçük yatırımcı ile büyük hesabı olanlara verilen hizmet arasında bir farklılık doğar[312].

Danışman, kendi tavsiyesini esas alarak menkul kıymet alan müşteriye, bu menkul kıymete ilişkin olarak ilk verdiği tavsiyede değişiklik

---

[307] **LEAVELL**, s.1587. Charles E. Bailey & Co olayında ise şirketin yakın geçmişteki zararlı işlemlerine ve şirketin yeni bir alanda işe açılıyor olmasına ilişkin olarak hiçbir açıklama yapılmaksızın yatırımcılara şirketin senetleri tavsiye edilmiştir. SEC, yatırımcılara yapılması gereken açıklamanın yapılmamış olması nedeni ile makul bir özenin gösterilmediği gerekçesi ile danışmanı sorumlu bulmuştur (**LEAVELL**, s.1591).

[308] **OZANOĞLU**, s.144; **HIRZEL**, s.87

[309] **OZANOĞLU**, s.144

[310] **LEAVELL**, s.1586

[311] **FRANKEL**, Vol. II, s.670

[312] **FRANKEL**, Vol. II. s.397

yapmasını gerektiren meydana gelen ve dikkatini çeken değişiklik olması durumunda bunu müşterisine bildirmek zorundadır[313].

Danışmanlar hızlı kazançlar vaad ederek yatırımcıların iştahını kabartacak ifadeler kullanmaktan kaçınmalıdırlar[314]. Danışman yatırımcısına yatırımın başarılı olacağı yönünde bir garanti vermemeli ve müşteri portföyünde bir azalma meydana gelmeyeceğini garanti etmemelidir[315].

6. Sır Saklama Yükümlülüğü

Kişinin özel yaşamına dahil, gizli yani aleni olmayan sadece belirli yakın şahıslar tarafından bilinen ve saklı tutulması gereken, maddi ve manevi değerleriyle ilgili olay, davranış ve işlemleri sır olarak nitelemek mümkündür. Meslek sırrı ise mesleki çalışmalar sonucunda elde edilen, öğrenilen ve açıklanmaması gereken sırlardır. Özellikle mesleklerini müşterileri ile yaptıkları vekalet ve hizmet gibi iş görme akitleri çerçevesinde yürüten meslek guruplarının görevlerinin ifası sırasında öğrendikleri sırları saklama yükümlülüğünü içermektedir[316]. Bu kapsamda en genel anlamda yatırım danışmanlığı sebebi ile öğrenilmiş olan, müşterinin ekonomik ve mali durumu hakkında öğrenilen bilgilerin meslek sırrı kapsamında açıklanmaması gerekmektedir.

Aralarında bir güven ilişkisi bulunduğundan, yatırım danışmanları danışman olarak sunmuş oldukları hizmetten dolayı edindikleri bilgileri ifşa

---

[313] Bu yükümlülük "izleme yükümlülüğü" olarak nitelendirilmektedir (**FRANKEL** Vol. II, s.682); İhraççı kuruluş ya da menkul kıymetle ilgili verilen yatırım tavsiyesinin değiştirilmesi durumunda (12 aylık dönem içinde) tavsiyenin değiştirildiği ve önceki tavsiyenin ne olduğu belirtilmelidir (AB'nin 2003/125/EC sayılı Direktifi Chapter II Prodection of Recomendation Article 4/1f).

[314] **FRANKEL**, Vol. II, s.180

[315] **FRANKEL**, Vol. II, s.648, s.180. F.W DYER hakkında gelen şikayetlerde, bu kişinin geliştirmiş olduğu ve sadece kendisi tarafından bilinen ve bilimsel ve matematiğe dayanan bir formül ile işlem yaptığını iddia ettiği ifade edilmiştir. SEC yaptığı araştırmada hiçbir zaman bu şekilde bir formül ya da bilimsel bir çalışmanın olmadığı, danışmanın müşterilerine hiçbir zaman kayıp olmayacağı yönünde garanti verdiğini ve yatırım danışmanlığı hizmetini kötüye kullandığı tespit ve değerlendirmelerine yer verilmiştir. DYER yatırım danışmanlığı ve menkul kıymet alım satım işlemleri yapma işinden yasaklanmış ve danışmanlık yetkisi iptal edilmiştir (Şubat 28 1942) (**WILSEY**, s.294).

[316] **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.52; Danışmanın sır saklama borcuna ilişkin olarak bkz. **KABUKÇUOĞLU**, s.131 vd.

etmemekle yükümlüdürler. Bu yükümlülük sözleşmenin bitiminden sonra da devam eder[317].

V/55 sayılı Tebliğ'in 16. maddesi uyarınca, yetkili kurumlar ile yatırım danışmanları yetkili kuruma dışarıdan hizmet verenler, işleri dolayısıyla yatırım danışmanlığı faaliyeti hakkında öğrendikleri sırları açıklayamazlar, bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamazlar. Kamuoyunu aydınlatma amacıyla mevzuat gereği yapılan ilan ve duyurular, adli veya mevzuatla yetkili ve görevli kurum veya şahıslardan alınan resmi belgelere dayalı olmak kaydıyla, idari her türlü inceleme ve soruşturma halleri ile suç oluşturan durumlara ilişkin bilgilerin ilgililere usulüne uygun olarak verilmesi sır kapsamında değildir.

7. İlan Ve Reklama İlişkin Sınırlamalar

Danışmanlık sunulurken, yazılı ve görsel medyada verilecek ilan ve reklamların dürüst, riskleri belirtir, yanlış yönlendirmelere neden olmayacak bir içerikte olması ve ilan ve reklamlarda menkul kıymetlerin geçmiş performanslarının gelecek performanslarına bir dayanak teşkil etmeyeceğinin belirtilmesi gerekmektedir[318].

Müşterilerine kazanç sağlayan geçmişteki belirli bir menkul kıymete ilişkin tavsiyelerindeki başarılarına ilişkin olarak doğrudan ya da dolaylı olarak reklam yapılması veya yayılması SEC tarafından yasaklanmış olup, buradaki yaklaşım, yatırımcılarda danışmanın her türlü tavsiyesi ve tahmininin doğru çıkacağı yönünde yanlış kanaat uyandırmasını engellemektir[319].

Bunun yanında danışmanın geçen yıl içindeki tüm tavsiyelerine liste halinde yer verilmesi, tavsiyelerin tarihinin ve içeriğinin açıklanması ve

---

[317] **FEIN**, s.5-41; **FRANKEL**, Vol. II, s.368; **OZANOĞLU**, s.143; Bu yükümlülüğe uymama Investment Adviser Act Section 206 kapsamında hileli olarak değerlendirilecek olup, maddenin ihlalidir (**FRANKEL** Vol. II, s.369).

[318] **MACHARG/KAMEDA**, s. 313

tavsiye verildiğindeki fiyat ile sonraki fiyatının listelenmesine izin verilmiştir. Ancak bunların kazanç garantisi vermediği zarar da edilebileceği ve aynı kazancı gösteremeyeceğine ilişkin *"Bu tavsiyelerin ileride kar sağlayacağı var sayılmamalıdır"* yahut *"Gelecekte yapılacak tavsiyelerin karlı olacağı veya listedeki menkul kıymetlerin performansına eşit olacağı varsayılmamalıdır"* şeklinde bir uyarının yazı büyüklüğü ile aynı şekilde basılması gerekmektedir[320].

---

[319] **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.720; **MACHARG/KAMEDA**, s.334; **NICKSON**, s.1234,1235

[320] **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.720; **MACHARG/KAMEDA**, s.334; **NICKSON**, s.1234; V/55 sayılı Tebliğde konuya ilişkin hüküm olmamakla birlikte V/59 sayılı Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği'nin 30. maddesi uyarınca

"Yetkili kurumun her tür yazılı, sesli ve görüntülü basın-yayın organı ile bilgi işlem ortamında verilen ilanlarda aşağıda belirlenen ilkelere uyması zorunludur.

Yetkili kurum, yapacağı tüm ilan ve reklamlar ile ilgili dokümanların birer örneğini Türk Ticaret Kanununun 68 inci maddesinin birinci fıkrası hükmü çerçevesinde saklamak zorundadır.

Reklam ve ilanlarda kullanılan ifade ve sayısal verilerde;

a) Müşterileri yanıltıcı ve aldatıcı bilgi ve tecrübe noksanlıklarını istismar edecek ifadelere yer verilmemesi,

b) Abartılı şekilde yazı, görüntü ve resimler ile ölçeklerde farklılık yaratmak suretiyle görsel olarak müşteriyi yanıltıcı grafik ve şekiller kullanılmaması,

c) Objektiflikten uzak bilgi verilmemesi,

d) Asgari gerekliliği olan bilgiler gizlenmemesi,

zorunludur.

Reklam ve ilanlarda, şirketin mali durumuna ilişkin sayısal veriler ile şirketin "portföy büyüklüğüne", "müşteri sayısına", ilişkin veya buna benzer resmi verilerle kanıtlanması mümkün olan ifadeler, ancak bu yargılara ulaşmayı sağlayabilecek kaynaklar referans gösterilmek suretiyle kullanılabilir. Bu tür bilgiler için sadece kamu kurum ve kuruluşlarının ilgili yayınları ile mali alanda meslek örgütü niteliğindeki kuruluşların kaynakları referans olarak gösterilir."

Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında V/60 sayılı Tebliğin 17. maddesi uyarınca, *"Performans bilgisi içeren ilan ve reklamlarda aşağıda yer alan bilgilere yer verilmesi şarttır.*

a) Kurumsal yatırımcılar için halka arz ve/veya portföy yönetimine başlangıç tarihi, bireysel yatırımcılar içinse portföy yönetimine başlangıç tarihi,

b) Her bir portföy ya da portföy grubu için yatırım amacı, strateji bilgisi (yatırım yapılan kıymetlerin seçimi, hangi araçların kullanıldığı, yatırım yapılan sektöre ilişkin yatırım politikaları gibi) ve risk bilgisi,

c) Performans sunum döneminde varsa yatırım stratejisi değişiklikleri ve sıklığı,

d) Reklam veya ilanın yer aldığı ana metinde kullanılan harf karakteri boyutundan küçük olmamak üzere "Portföyün geçmiş performansı gelecek dönem performansı için bir gösterge olamaz." ifadesi,

e) Portföy yönetiminde varsa kredi kullanımı hakkında bilgi,

f) Asgari işlem miktarı hakkında bilgi,

g) Portföyün net varlık değeri, portföy dağılımı ve hisse senetleri için sektörel dağılım bilgileri.

İlan ve reklamlarda, ölçeklerde farklılık yaratmak suretiyle görsel olarak yatırımcıyı yanıltıcı grafik ve şekiller kullanılamaz ve kurumsal yatırımcılar ile yetkili kurum hakkında "en büyük", "en

8. Mesleki Yeterlilik ve Eğitim

Yetkili kurumlar, yatırım danışmanı olarak görevlendirecekleri personelde mesleki yeterliliği aramak ve sağlamak, faaliyetleri süresince, nitelikli bir yatırım danışmanlığı sunmak ve müşterinin kendilerinden bu yükümlülüğü yerine getirmelerini beklediğinin bilincinde olmak zorundadırlar. Bu amaçla istihdam ettikleri yatırım danışmanlarının mesleki eğitimini geliştirecek olanakları sağlamakla yükümlüdürler[321]. Yöneticiler, yükümlülüklerini yerine getirirken ihlalde bulunmalarını engellemek için kendi personellerini denetlemek ve gerekli kontrol mekanizmalarını kurmak zorundadırlar[322].

Yetkili kurumlarda görevlendirilecek yatırım danışmanlarının 4 yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun olmaları, kurulun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca gerekli lisans belgesine sahip olmaları gerekmektedir[323].

C. Konunun Hukuki Sorumluluk Hükümleri Açısından Değerlendirilmesi

BK md. 390/II hükmünün uzantısı olarak, vekilin müvekkilin menfaatlerini koruma borcu, sadakat borcundan kaynaklanan, vekilin vekalet verenin menfaatlerini özen ve ihtimamla korunmasını öngörmektedir. Vekilin özen borcunu gereği gibi ifa etmemesi durumu, BK md. 96/I hükmüne göre tazminat sonucu doğurabilecek, sözleşmeye aykırı bir davranıştır. Bu durumda müşterinin, özen ve sadakat yükümlülüğünün ihlal edildiğini mesela bir çıkar çatışmasında yetkili kurumun kendi aleyhinde olan bir karar vererek hareket ettiğini ispatlaması gerekmektedir. Bu suretle sözleşmeye aykırı

---

iyi", "en güvenilir", "en çok kazandıran", "en sağlam" ve buna benzer subjektif ve abartılı bir imaj yaratmaya yönelik ifadelere yer verilmez.

Yatırım fonu kurucuları ilan ve reklamı yapılanlar dışındaki fonlarına ilişkin performans sonuçlarını katılma belgesi alım satımının yapıldığı yerlerde hazır bulundurmak zorundadırlar."

[321] V/55 sayılı Tebliğ md. 13

[322] **FRANKEL**, Vol. II, s.684; Bu yükümlülük yazar tarafından "yönetimsel yükümlülük" olarak adlandırılmaktadır.

[323] V/55 sayılı Tebliğ md. 9

davranış ve böylece menfaat çatışması objektif unsurlara göre değerlendirilecektir. Bu durumda yetkili kurum kurtuluş beyyinesi olarak kusursuzluğunu ispat etmedikçe sorumlu olacaktır[324].

Ayıbı takip eden zararlarda, yanlış veya doğru olmayan raporun danışmanın sorumluluğuna yol açabilmesi için, öncelikle bir zararın meydana gelmiş olması, danışanın uyguladığı kararın temelini oluşturan ayıplı rapor ya da yanlış tavsiye ile meydana gelen zarar arasında uygun illiyet bağının bulunması gerekir. Danışan bu iki hususu ispat yanında ayrıca danışmanın sözleşmeyi ihlal ettiğini de ispat etmek durumundadır. Bir başka ifade ile danışmanın analizci-fikri-yaratıcı faaliyetindeki nitelik eksikliğini ispat edecektir. Dolayısıyla danışan, danışmanın özen yükümlülüğünü ihlal ettiğini ispat etmek durumundadır. Zira ayıbı takip eden zararlardan danışmanın sorumluluğu, özen yükümlülüğünü ihlal edip etmediğine göre belirlenir[325].

Ayıbı takip eden zararlardan danışmanın sorumlu olabilmesinin son şartı danışmanın kusurlu olmasıdır. Bununla birlikte diğer üç şartın aksine danışanın danışmanın kusurlu olduğunu ispat yükümlülüğü söz konusu değildir. Burada ispat yükü BK 96 hükmü uyarınca danışmana aittir. Dolayısı ile danışman kusurlu olmadığını ispat etmedikçe karine olarak kusurlu kabul edilir.

Danışan zarara uğramışsa, danışmanın seçimindeki ve talimat vermedeki gerekli ihtimam gösterilmemiş ise yetkili kurumun sorumluluğu da gündeme gelecektir (BK md. 391/I, II).

Özen borcuna aykırı davranış genellikle sözleşme ile üstlenilen borcun gereği gibi ifa edilmemesi anlamını taşıdığından, sözleşmeye aykırı

---

[324] **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.272,274; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.146,147. Vekilin kusuru için bkz. **BAŞPINAR**, s.211 vd. Vekalet ilişkisinde özen borcunun tayininde subjektif kıstasa göre işçinin iş sahibi tarafından bilinen ve bilinmesi gereken bilgi derecesi, yetenekleri ve diğer nitelikleri hesaba katılmalıdır. Aracı kurumların faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri gerekli olup, aracı kurumların subjektif kıstasa dayanarak sorumluluktan kurtulmalarının mümkün olmadığına ilişkin olarak bkz. **BAŞPINAR**, s.162 vd; **İNCEOĞLU**, s.98,99; **KIRCA** (Opsiyon İşlemleri), s.124,125; **MANAVGAT**, (Aracı Kurumlar), s.88; **TANDOĞAN**, C. II, s.411

davranış kusurun mevcudiyeti anlamına gelecektir. Bu durumda yetkili kurum BK md. 96 hükmünde öngörülen kusursuzluk beyyinesini değil ve fakat BK md. 117/de öngörülen sonradan ortaya çıkan kusursuz imkansızlık nedeni ile ifanın mümkün olmadığını ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilir[326].

Yatırım danışmanlığı faaliyeti BK md. 99/I hükmüne göre, hükümet tarafından imtiyaz suretiyle verilen bir faaliyet olduğundan ve resmi izne tabi olarak yürütüldüğünden yetkili kurumun hile ve ağır kusuru halinde sorumluluğu ortadan kaldıran kayıtlar geçersiz olacaktır. Aynı maddenin ikinci fıkrası uyarınca da hakim, hafif kusur haline ilişkin sorumsuzluk kayıtlarını geçersiz sayabilir[327].

Özenli davranma yükümlülüğü çerçevesinde, yetkili kurumun ortaya çıkan tüm zararlara katlanması, önlenemeyen kayıpların karşılanması ve tavsiye edilen işlemlerin tamamının kazanç sağlanacağı sonucuna ulaşmak mümkün değildir. Menkul kıymet işlemleri riskli, spekülatif işlemler olup müşterinin kazanç yanında kayıpların da ortaya çıkacağını kabul etmesi gerekmektedir[328].

Danışmanın raporunda doğru olmayan tavsiyeler içermesi tek başına mal varlığı zararına sebep olmaz. Zira burada zarar, ayıplı raporun ya da doğru olmayan tavsiyelerin sonraki sonucu olarak ortaya çıkan ve ayıplı rapor ya da yanlış tavsiyedeki değer eksikliği dışındaki her türlü zarardır. Dolayısı ile böyle bir zararın ortaya çıkabilmesi için, danışanın danışmanın ayıplı rapor ya da yanlış tavsiyesine işlerlik kazandırması, bir başka ifadeyle

---

[325] **OZANOĞLU**, s.145; **HIRZEL**, s.88, s.96

[326] **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.277; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.149,150

bunu uygulaması gerekir. İşte bu noktada, danışanın icra fiili bir ortak zarar sebebi oluşturabilir[329].

Özen borcuna aykırı davranarak isabetli yatırım tavsiyelerinde bulunmayan yetkili kurumlar, her zaman yatırımcının meydana gelen tüm zararını tazmin etmekle yükümlü değildir. Yatırım kararını alacak olan yatırımcının kendisi olduğundan, zararın oluşmasında yatırımcının müterafik kusurundan bahsedilmesi mümkündür. Bu durumun tazminat miktarının belirlenmesinde dikkate alınması gerekmektedir (BK. md. 44) [330]. Bu itibarla, her durumda danışanın ortak kusurunun mevcut olup olmadığının araştırılması ve ortak kusurun varlığı tespit edilirse, hakimin takdir hakkı çerçevesinde tazminatta indirime gidilmesi gerekir[331].

Portföy yönetimine ilişkin olarak, doğacak zaralardan yetkili kurumun sorumlu olduğu açıkça düzenlenmişken[332] benzer bir düzenleme yatırım danışmanlığına ilişkin olarak öngörülmemiştir. Burada hemen belirtmek gerekir ki doğan zararlardan BK md. 55 uyarınca yetkili kurumun sorumluluğu söz konusu olacaktır[333].

---

[327] Konuya ilişkin olarak V/46 sayılı Tebliğin md.13/IV hükmü ile özel bir düzenleme getirilmiştir. Buna göre "Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilmez. Sözleşmelerde hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır. Bu fıkra hükmü aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında düzenlenecek halka arza aracılık sözleşmesi ile sermaye piyasası mevzuatı uyarınca müşterilerle imzalanacak tüm çerçeve sözleşmelerde uygulanır."; Ayrıca bkz. **ATAMER, Yeşim**, Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, İstanbul, 2001, s.108 vd, 197 vd; **GÜMÜŞ**, s.364 vd; **İNCEOĞLU**, s.70 vd; **KIRCA**, (Opsiyon İşlemleri), s.92

[328] **GÜMÜŞ**, s.343; **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.276; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.149

[329] **OZANOĞLU**, s.144

[330] **İNCEOĞLU**, s.216

[331] **OZANOĞLU**, s.144,145

[332] V/59 sayılı Tebliğ md. 26 *"Yetkili kurum, sözleşmelerde belirtilen portföy yöneticilerinin görevleri çerçevesinde yaptıkları tüm işlemlerden ve müşterilere verebilecekleri zararlardan sözleşme ve sermaye piyasası mevzuatı ile genel hükümler çerçevesinde müşteriye karşı doğrudan sorumludur. Portföy yönetim sözleşmesine aksi bir hüküm koyulamaz"*

[333] **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.148

Öte yandan yatırım danışmanlığına ilişkin olarak Tebliğ düzenlemeleri ile getirilmiş olan ilke ve esaslara aykırılık, SPKn. md. 47/A hükmü uyarınca idari para cezası yaptırımını gerektirmektedir[334].

III. MÜŞTERİNİN YÜKÜMLÜLÜKLERİ

Yatırım danışmanlığı vekalet sözleşmesi niteliği taşımakta olup, bu ilişkide müşteri ya da yatırımcı sözleşmenin vekalet veren tarafını teşkil etmektedir. Müşteri, vekalet veren olaraktan yatırım danışmanına sözleşmede kararlaştıran ücreti ve diğer giderleri ödemelidir[335]. Bunun yanında müşteri uygun bir yatırım danışmanlığı verilebilmesi için gerekli tüm bilgi ve belgeleri yatırım danışmanına sunmalıdır. Gerekli bilgi ve belgeler talep edilmesine rağmen yatırım danışmanına sunulmamış ise, şahsi bilgileri temin edememiş olan yatırım danışmanının uygun hizmet sunma borcunu sağlıklı bir şekilde yerine getirmesi mümkün olmayabilecektir[336]. Bu durumda danışmanın uygun tavsiyede bulunma yükümlülüğünden ve bundan kaynaklanan sorumluluğundan da söz edilemeyecektir[337].

---

[334] SUMER, (Meslek Kuralları), s.124
[335] Danışanın ücret ödeme borcu için bkz. KABUKÇUOĞLU, s.97 vd.
[336] Danışanın danışmana yardım borcu için bkz. KABUKÇUOĞLU, s.108
[337] Bkz. Tavsiyelerini Yeterli ve Makul Temellere Dayandırma Yükümlülüğü, Bölüm 5, II, B, 3

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM DANIŞMANLIĞINDA ÇIKAR ÇATIŞMASI

6. ÇIKAR ÇATIŞMASI VE ÖNEMİ

I. GENEL OLARAK ÇIKAR ÇATIŞMASI

A. Tanım

Çıkar çatışması, bir kişinin kendi çıkarı ile hukuki ilişki içinde olduğu bir başkasının çıkarının ya da hukuki ilişki içinde olduğu iki ya da daha fazla kişinin her birinin diğeri ile olan çıkarlarının karşı karşıya gelmesidir[338].

Finansal hizmetler ve finansal bilgi açısından değerlendirildiğinde çıkar çatışması, finansal hizmet sunan kişinin birden fazla çıkara sahip olduğu durumlarda piyasanın verimli bir şekilde çalışması ve yatırımcı menfaatleri için gerekli olan bir bilginin saklanması ya da bu bilgilerin yatırımcılara kendi menfaatlerine uygun bir biçimde sunulmasıdır[339]. Bu durumu bilginin suistimal edilmesi olarak da nitelemek mümkündür[340].

Yatırımcıların bilgilendirilmesi aşamasında ortaya çıkan çıkar çatışması, danışmanların yatırımcıların hak ve yararlarına değil, kendilerinin

---

[338] **GORMAN, Christopher M**, Are chinese walls the best solution to the problems of insider trading and conflicts of interest in broker dealers? Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. IX, 2004, s.480; **McVEA, Harry**, Financial Conglomerates and the Chinese Wall, Regulating Conflicts of Interest, New York, 1993, s.28; **RIDER, Bary/ASHE, Michael**, The Fıdıcıary, The Insider and The Conflict, Dublin, 1995, s. 105 vd

[339] **CROCKETT, Andrew/HARIS Trevor/MISHKIN, Frederic S/WHITE, Eugene N**, Conflict of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them, Geneva Reports on the World Economy V, London 2004, s. 5; **TAKIGUCHI, Susumi**, "*Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları*", Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması (SPK Uluslararası Semineri), Ankara, 1995 (s.137-142), s.138. Sermaye piyasalarında çıkar çatışmalarına ilişkin örnek olaylar için bkz. **TAKIGUCHI**, s.138 vd. Sermaye piyasasında meslek kuralları ve iş ahlakına ilişkin olarak bkz. **SUMER**, (Meslek Kuralları), s.5 vd. Çıkar çatışmasının finansal hizmet endüstrisinin doğasında var olduğu SEC tarafından da açıkça ifade edilmiştir (**SPINDLER, James C**, Conflict or Credibility: Analyst Conflicts of İnterest and the Market for Underwriting Business Social Science Research Network Electronic Paper Collection: http://ssrn.com/abstract_id=564381, July 2004, s.9; **NAZARETHI, Anette L**, Speech by SEC Staff: Remarks Before the SIA Research Conference, www.sec.gov/news/speech101603sia.htm, s.1 vd.

[340] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.5

ya da çalıştıkları kurumların menfaatleri doğrultusunda hareket etmeleri ve yatırımcıları bu amaç doğrultusunda bilgilendirmeleri olarak tanımlanabilir.

Menkul kıymet alım satım hizmetinde çalışan kişiler kendilerini sıklıkla firmalarının çıkarlarının müşterilerinin çıkarları ile ya da firma müşterilerinin her birinin çıkarlarının diğeri ile çatıştığı durumlarda bulabilmektedirler[341]. Yatırımcılar malvarlıklarını artırmak, yaptıkları yatırımdan en fazla karı elde etmek, danışman kendi şahsi gelirini artırmak, yetkili kurumlar ise kendi gelirlerini artırmak amacında olup, bu çıkarların hepsi bir diğeri ile yarışmaktadır[342]. Yetkili kurumların menfaati ile kendilerine hizmet verilen yatırımcıların menfaati karşı karşıya gelebileceğinden, anılan ilişki nedeni ile bu kurumların tarafsız olarak hizmet vermeleri mümkün olmayabilecektir[343].

B. Konunun Önemi

1. Çıkar çatışması objektif bilgilendirmeyi etkileyebilmektedir

Aracı kurumlar birden fazla hizmet sunduklarından, bir biri ile çatışan roller üstlenmeleri nedeni ile sık sık çatışma içerisinde kalabilirler. Mesela aracı kurum bir taraftan münferit yatırımcıların menkul kıymet alım ve satımlarına ilişkin danışmanlık hizmeti verirken diğer taraftan bir başka şirketin menkul kıymetlerinin halka arz yüklenimini gerçekleştirmektedir. Halka arzın başarılı geçmesi için, aracı kurum kendi bünyesi içerisinde çalışmakta olan danışmandan yatırımcıları halka arza konu belirli bir menkul kıymete yönlendirmesi noktasında baskı yapabilecektir[344]. Bu durumda

---

[341] **GORMAN**, s.480. Sermaye piyasası faaliyetlerinde karşılıklı olarak çıkar çatışması içerisinde olabilecek faaliyetler için bkz. **TAKIGUCHI**, s.142. Benzer bir sözleşme olan portföy yönetim sözleşmesinde çıkar çatışmasına ilişkin olarak bkz. **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.264 vd; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.140 vd; **KARAKAŞ**, s.91 vd; **SPATT, Chester**, S Conflict of Interest in Asset Management http://www.sec.gov/news/speech/spch051205css.htm

[342] **WAYMIRE, Jack**, Who's watching your Money? The 17 Paladin Principles for selecting a financial advisor, New Jersey, 2003, s.56

[343] **SPINDLER**, s.7. Yazar bu kurumları "conflicted", bir başka deyişle çıkar çatışması içerisinde olan kurumlar olarak nitelendirmektedir.

[344] **IOSCO**, (Report 2003), s.2

yatırımcı çıkarları ile halka arzı başarıyla tamamlamak isteyen aracı kurum çıkarları çatışmaktadır.

Yatırım danışmanlarının kendileri yahut çalıştıkları kurumlar lehine tavsiyede bulunması nadiren karşılaşılan olaylar değildir. Pek çok danışmanın tavsiyesi, yapılması gerekenin tam aksi yönünde olabilmektedir[345]. Mesela danışmanın yatırımcılara satın alınmasını tavsiye ettiği senetler, aslında kendisinin yahut kurumunun portföyünde bulunan ve satılmak istenen senetler olması mümkündür[346]. Bu şekilde bu senetler için yeterli talep yaratılmış ve senetlerin yüksek fiyattan satılmasına imkan sağlanmış olacaktır.

Kamuya tavsiye etmeden hemen önce menkul kıymet alıp sonra yüksek fiyattan satması gibi danışmanı çıkar çatışması içerisine sokan durumların danışmanın müşterinin hak ve yararını gözeterek tavsiyede bulunma yeteneğini zayıflatacağı açıktır[347]. Çıkar çatışması içerisinde bulunan bir danışmanın objektifliğinden bahsetmek her zaman mümkün olmayacaktır[348].

V/55 saylı Tebliğ'in 14. maddesinde yetkili kurumların bağımsızlığı düzenlenmiş olup, bağımsız olmayan bir kurumun her hangi bir menfaat çatışmasının ortaya çıkması durumunda müşterilerine adil ve eşit davranması mümkün olmadığından, bağımsızlık, sadakat yükümlülüğünün temelini teşkil etmektedir[349].

Yatırımcılar, iyi eğitimli, sunuşu iyi olan uzmanlar tarafından verilen bilgi ve tavsiyelere uygun davranma eğilimindedirler[350]. Pek çok yatırımcı

---

[345] **SHKOLNIK, Eric** When buy means sell, 2003 New York, s.45
[346] **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.724, s.751
[347] **FRANKEL**, Vol. II, s.387
[348] **IOSCO**, (Report 2003), s.2; Analistlerin iş değiştirmelerinde, saptamalarının doğruluğundan daha çok iyimser rapor düzenlemeleri tercih sebebi olmakta, iyimser rapor düzenleyenler daha iyi koşullarda iş bulabilmektedirler (**HONG, Harrison/KUBIK, Jeffrey D**, Ayzing The Analyst: Career Concerns And Biased Earnings Forecasts, Journal Of Finance 58-1, February 2003, (s.313-351), s.313; **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.16.)
[349] **İNCEOĞLU**, s.216
[350] **SHKOLNIK**, s.43

danışmanlarının kendi menfaatlerini birinci sırada tutacaklarına inanmakta olup, bu husus yatırımcılar için çok tehlikeli ve yanlış bir düşüncedir[351].

Bazı faktörler danışmanların bağımsızlık ve objektifliği üzerine etkide bulunabilmekle birlikte, bu hususların varlığı her zaman raporların yönlendirilmiş ve ön yargılı olduğu anlamına gelmemektedir[352]. Ancak yatırımcılar, mevcut yahut potansiyel çıkar çatışmasının varlığını ve çıkar çatışmasının danışmanlar tarafından kötüye kullanılabileceğini devamlı göz önünde bulundurmalıdırlar[353]. Yatırım danışmanları ve diğer uzmanlar tarafından verilen bu tavsiyelerin güvenilir ve doğru olduğuna inanmak yerine, bize almamız tavsiye edilen menkul kıymetin aslında başkası tarafından şiddetle satılmak istenenler olabileceğini gözardı etmemek gerekmektedir[354].

2. Çıkar Çatışmasının Varlığı Yatırımcıların Yetkili Kurumlara ve Piyasaya Olan Güveninin Kaybolmasına Yol Açar

Sermaye piyasası yolu ile yatırımcıların tasarrufu ekonomiye kazandırılmış, fon itiyacı olanların da ihtiyaçları bu surette giderilmiş olacaktır. Bunun yanında tasarruflar bu şekilde yatırıma dönüştürülerek enflasyonla mücadelede rol oynar. Ancak yatırımcıların sermaye piyasalarına yönelmesi güvenli bir piyasa ortamına ve kazanç olasılığına bağlıdır[355]. Sermaye piyasaları her şeyden önce güvene dayanmaktadır ve bu piyasada bir aracı kuruluşun müşterisi ile yaptığı sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmekten kaçınması piyasa boyutunda olumsuz

---

[351] **WAYMIRE, Jack** Who's watching your Money? The 17 Paladin Principles for selecting a financial advisor, New Jersey, 2003, s.57

[352] **SEC, (Securities and Exchange Commission),** Investor Alert http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm (Investor Alert), s.2

[353] **SEC,** (Investor Alert), s.1,2

[354] **SHKOLNIK,** s.43

[355] Sermaye piyasalarının ve sermaye piyasası yatırımcılarının ekonomideki yeri ve önemi için bkz. **AYTAÇ,** (Hisse Senetleri), s.1 vd; **KARSLI,** s.23 vd; **YASİN, Melikşah,** Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara, 2002, s.37 vd.

etki yaratabilecektir. Çünkü bu nedenle yatırımcı, piyasaya olan güvenini yitirebilecek ve algıladığı belirsizlik düzeyi artmış olacaktır[356].

Aracı kurumlar bireysel müşterilerinin yatırımlarında başarılı olmasını isterler, zira müşterilerin tatmin olması aracı kurumun uzun vadedeki başarısı ve namının anahtarıdır[357]. Bu açıdan bakıldığında iyi bir araştırma bölümüne sahip olunması ve iyi bir araştırma hizmeti verilmesi, müşterilere verilecek en önemli hizmettir[358].

Çıkar çatışmasının kötüye kullanılması, piyasada faaliyet gösteren finansal kurumların namına zarar verecek, güvenin azalması nedeni ile sunulan hizmetlere olan talebin azalması ile birlikte bu kurumların ilerideki kazançlarının da azalması söz konusu olacaktır[359].

ABD'de, anılan gelişmelerden sonra investment banking bölümü olan kurumların araştırma raporlarının objektif olmayabileceğine olan inanç nedeni ile yatırım yapmak isteyen pek çok kurum kendi araştırma ekibini kurmuş ya da bağımsız araştırma şirketlerinden hizmet almaya başlamıştır[360].

Uzun vadede ise çıkar çatışmasının kötüye kullanılması yatırımcıların sadece yetkili kurumlara değil piyasaya olan güveninin de kırılmasına yol açacaktır.

Çıkar çatışmasının kötüye kullanımı, piyasadaki bilginin miktarını azaltarak piyasadaki asimetrik bilginin artmasına neden olacaktır[361]. Bu durumun varlığı yatırımcıların özelde araştırmalara ve tavsiyelere, genelde

---

[356] **ERSEL, Hasan**, "Mesleki-Etik Değerlere Ekonomik Yaklaşım", TSPAKB Türk Sermaye Piyasasında Mesleki/Etik Kurallar ve Yatırımcı Hakları, 2002 (s.37-42), s.38,39

[357] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.14; **SEC**, (Investor Alert), s.2

[358] **SEC**, (Investor Alert), s.2

[359] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.6, s.14; **SUMER**, (Meslek Kuralları), s.101,102

[360] **UNGER, Laura S**, How Can Analysts Maintain Their İndependence (www.sec.gov/news/speech/spch477.htm) (Analyst independence), s.5

[361] **CROCKETT/HARİS/MİSHKİN/WHİTE**, s.5

ise piyasaya olan güveninin kaybına[362] ve yatırımcıların piyasaya girmemesine ve piyasadan çekilmesine yol açacaktır[363].

Yatırımcıların yetkili kurumlar tarafından kendi menfaatlerinin yeterince korunmadığını düşünmeleri halinde yatırımcı çalıştığı kurumu değiştirebilir ya da piyasadan çıkarak tasarruf ve yatırımlarını bir başka piyasada (Ülke içerisinde mevduat gibi sermaye piyasası dışı bir alana kaydırma ya da doğrudan ülke dışına kaydırma) değerlendirme yolunu seçebilecektir. İlk durumda sadece yetkili kurumun durumu etkilenirken, ikincisinde ise ilk olarak menkul kıymet piyasalarının, sonrasında ise ülke ekonomisinin etkilenmesi söz konusu olacaktır[364].

Piyasanın güçlü ve canlı olması bir ölçüde yatırımcıların buna olan güvenine bağlıdır. Piyasaya olan güven yatırımcıların kendilerine ulaşan bilgilere olan güveni ile doğrudan bağlantılıdır. Yatırımcılara verilen araştırmaların ve tavsiyelerin doğruluk ve tarafsızlığı için çıkar çatışmasını mümkün olduğunca önlenmesi, raporların objektif ve bağımsız olmalarının temin edilmesi[365] ve bilginin yatırımcılara hatalı ya da kötüye kullanılmadan sunulması gerekmektedir[366].

Ülkemizde yatırımcı eğitiminin yetersiz olması, yatırımcıları kendi amaçları doğrultusunda kullanabilen borsa dergilerinin insafına bırakmaktadır. Bilgi kaynakları yetersiz olduğundan birçok yatırımcı yatırım kararını haftalık borsa dergilerine dayanarak yapmaktadır. Ülkemizde İMKB'ye ilişkin bilgilere en kolay ulaşılabilen kaynaklardan birisi borsa dergileri olup, bu dergilerdeki yorum ve tavsiyelerin önemli bir rolü vardır[367]. YAZICI ve MURADOĞLU tarafından, 1993-1998 döneminde borsa dergilerinde yer alan hisse senedi alım tavsiyelerinin incelenmesi neticesinde, tavsiye edilen hisse senetlerinin tavsiye gününden önce fiyatının

---

[362] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.5; **IOSCO**, (Report 2003), s.2
[363] **CROCKETT/HARIS/MİSHKIN/WHITE**, s.5
[364] **ERSEL**, s.39,40; **McVEA**, s. 30
[365] **IOSCO**, (Report 2003), s.2
[366] **UNGER**, (Analysts Independence), s.1

yükseldiği, tavsiyeden itibaren ise fiyatının düştüğü belirlenmiştir[368]. Bu durumdan dergilerde yapılan tavsiyelerle küçük yatırımcıların daha önce fiyatları yükselen belirli hisse senedi alımına yönlendirildiği ve bu senetlere sahip olan manipülatörlerin de bu şekilde kazanç elde ettiği sonucuna ulaşılmaktadır[369].

SPK'nın temel görevi yatırımcıların korunması ve piyasanın adil, etkin ve şeffaf olmasını sağlamaktır (SPKn. md. 2). Yatırımcılara verilen araştırmaların ve tavsiyelerin doğruluk ve tarafsızlığının sağlanması, bunun için de çıkar çatışmasını mümkün olduğunca önlenmesi yahut varlığı halinde gerekli açıklamanın yapılması bu görevlerin yerine getirilmesinde önemli yer tutmaktadır.

Sunulan hizmetlere talebin azalması sureti ile piyasa çıkar çatışmasını kötüye kullanan kurumu cezalandırabilir. Bunun yanında çıkar çatışmasını azaltacak şekilde yapılanan kurumlara olan talep de artacaktır[370].

C. Yatırımcıların Bilgilendirilmesine İlişkin Olarak Çıkar Çatışmasının Tartışılmaya Başlanmasına İlişkin Süreç

ABD'de, özellikle 1995 yılından sonra olmak üzere 1990-2000 döneminde hisse senetleri fiyatları devamlı artmış olduğundan yatırımcıların yetkili kurumlar tarafından bilgilendirilmesine ve yönlendirilmesine ilişkin sistem hemen hiç sorgulanmamıştır[371]. Bu dönemde verilen tavsiyeler,

---

[367] **KARAN/KARACABEY**, s.134

[368] **YAZICI B/MURADOĞLU G.**, "Securities Recommendations, Small Investors and Insider: Who Benefits?" Multinational Finance Society Meetings, İtalya Haziran 25-27, 2001 (**KARAN/KARACABEY** s. 134 naklen)

[369] **KARAN/KARACABEY**, s.134

[370] **CROCKETT/TREVOR/MISHKIN/WHITE**, s.7

[371] **SPINDLER**, s.9. 1995'den itibaren yükselmeye başlayan endeks ve halka arz miktarı 1998 sonundan itibaren aşırı yükselerek bir yıl içerisinde yaklaşık 3-4 katına çıkmış, 2000 den sonra da hızlı düşüşe geçmiştir. Özellikle teknoloji medya ve telekominikasyon şirketleri hakkında olumlu raporlar düzenleyerek bunların yükselmesine sebep olan analistler 1990 lardaki yükselmede çok önemli rol oynamışlardır. (**CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.17,18)

endeksin düştüğü zamanlarda dahi çok iyimser olmuştur[372]. 1990'ların sonundaki menkul kıymet piyasalarındaki coşku, daha sonra yerini yetkili kurumların ihraçlarını üstlendikleri ve diğer hizmetleri sundukları şirketler lehine raporlar düzenlemesi ile gölgelenmeye başlanmıştır[373]. Nisan 2000 tarihinden itibaren özellikle internet şirketleri hisselerindeki çökme ile birlikte, büyük güven duyulan ve yatırımcıların en önemli bilgi kaynağı olan yetkili kurumlar tarafından hazırlanan raporlar ve verilen tavsiyelerin objektifliğinden şüphe duyulmaya ve yetkili kurumlardaki çıkar çatışması tartışılmaya başlanmıştır[374].

ABD'de aracı kuruluşlar 1975 yılına kadar aracılık hizmetlerinden sabit bir komisyon almaktaydılar. Buradan kazandıkları gelirin bir kısmı ile kendi bünyelerinde oluşturdukları araştırma bölümlerinde şirketlerle ilgili gerçekleştirdikleri ve bazı müşterilere ücretsiz olarak dağıtılan araştırma faaliyetleri (sell-side analysis) finanse etmekteydiler. Ancak komisyon oranlarının serbest bırakılması ile birlikte rekabet nedeni ile aracı kuruluşların komisyon gelirlerinin azalması ile birlikte 1990'lı yılların başında aracı kuruluşlar araştırma bölümü giderlerini ilk halka arz ve diğer işlemlerden sağlanan gelirlerle finanse etmeye başlamışlardır. Bu bölümlerle ilişkili olan araştırma bölümü de, bu bölümlerin gelirini arttırıcı yönde raporlama yapma eğilimi içerisine girmiştir[375]. Aşırı iyimser rapor ve tavsiyeler, piyasanın çökmesi ile birlikte arkalarında kızgın yatırımcılar bırakmıştır[376]. Hazırlanan raporlar ve verilen danışmanlıklardan elde edilen kazançların çok yüksek

---

[372] 2000 yılında yetkili kurumlar nezdinde çalışan analistlerin tavsiyelerinin %99.1'inin strong buy, buy veya hold olmuştur. Bir başka deyişle NASDQ bileşik endeksi %60 düşmesine rağmen %1'den daha az analist sat ya da hemen sat tavsiyesinde bulunmuştur (**UNGER**, (Analysts Independence), s.1)

[373] **FEIN**, s.5-42

[374] **HONG/KUBIK**, s.313; **NAZARETHI**, s.1; **SPINDLER** s.9; **UNGER**, (Analysts Independence), s.1;

[375] **HEALY Paul M./PALEPU Krishna G**, The Fall of Enron, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 2, s.3-26, Spring 2003, s.20; **KÜÇÜKSÖZEN**, Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Ankara, 2005 (Manipülasyon), s.203,204

[376] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.21

olmasına rağmen, etik kuralların çok az olduğu ifade edilmiş ve genel hava birden raporlama yapan kişiler ve yetkili kuruluşlar aleyhine dönmüştür[377].

Bu ilişkilere dikkat çekmek isteyen SEC, çıkar çatışmaları hakkında kamunun bilgilendirilmesi üzerine çalışmaya başlamıştır[378].

2003 yılında Wall Street'in en büyükleri arasında yer alan 10 yetkili kuruma ilişkin olarak New York Başsavcılığı, SEC, NASD ve NYSE tarafından ortaklaşa yürütülen incelemeler neticesinde, bu şirketlerin analiz ettikleri firmalarla ilgili olarak yatırım bankacılığı hizmeti sunabilmek için devamlı surette aşırı iyimser raporlar yayınlamaları nedeni ile toplam 1.4 milyar $'ı bulan bir meblağ uzlaşma bedeli olarak ödenmiştir[379].

2001 yılında, fiyatların aşağı yönde olmasına rağmen ABD'nin en büyük aracı kurumlarından birisi olan Merill Lynch'de çalışan Henry BLODGET'in ısrarlı tavsiyeleri üzerine müşteri, bir teknoloji şirketi olan

---

[377] **SPINDLER**, s.9,10

[378] SEC 1999 yazında analistlerin çıkar çatışmasının açıklanmasına ilişkin uygulamaları inceleme altına almıştır. İki yıl sonra Temmuz 2001 de çıkar çatışmasına ilişkin olarak ilk "Yatırımcı Uyarısı (Investor Alert)" yayımlanmıştır (Bkz. Analyzing Analyst Recommendations, www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm). Konuya ilişkin ilk resmi sonuçlar Nisan 2002'de açıklanmıştır (Bkz. SEC Launches Inquiry into Research Analyst Conflicts, No 2002-56, Apr. 25 2002, www.sec.gov/news/press/2002-56.htm; Bkz. **BOSTELMAN, John T.**, The Sarbanes-Oxley Deskbook, Vol. II, New York, 2004, s.20-8 vd; **FEIN**, s.5-42; **FSA, (Financial Services Authority)**, Investment Research: Conflicts & Other Issues, Discussion Paper 15, July 2002, www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp15.pdf, (Discussion Paper 2002), s.3

[379] **ASLAN**, s.12; **SCIANNI, Gina N**, From Behind the Corporate Veil: The Auting of Wall Street's Investment Banking Scandals-Why Recent Regulations May Not Mean The Down of A New Day Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. IX, 2003, s.277; ŞEN, s.21 vd; 2003'de SEC, NASD, NYSE, New York Eyalet Savcılığı ve diğer menkul kıymet düzenleyici otoriteleri ile ABD'nin ilk 10 büyük yatırım firmaları(Bear, Stearns&Co. Inc /bear stearns, Credit Suisse First Boston LLC/CSFB, Golman, Sachs&Co/Goldman, Lehman Brothers Inc/Lehman, J.P.Morgan Securities Inc/J.P. Morgan, Merrill Lynch, Pierce, Fener&Smith, Incorporated (merrill Lynch, Morgan Stanley&Co. Incorporated (Morgan Stanley), Citigroup Global Markets Inc f/k/a Salomon Smith Barney Inc (SSB), UBS Warburg LLC (UBS) ve U.S. Bancorp Piper Jaffray Inc. (Piper Jaffray) ile hisse senetlerine ilişkin raporlara ilişkin olarak, araştırma ve diğer bölümlerin fiziksel ya da iletişimsel olarak ayırmak (firewall), raporların objektifliğinin ve araştırma bölümünün bağımsızlığının sağlanmasına ve çıkar çatışmasının ortadan kaldırılmasına ilişkin olarak bir mutabakat imzalanmıştır. Anlaşmadan sonra pek çok diğer kurumlar da gönüllü olarak bu kısıtlamaları kabul etmiştir. Bkz. www.sec.gov/news/press/2003-54.htm ; Açıklama ile aynı zamanda bu düzenlemelere aykırı davranan iki analiste para cezası ve menkul kıymet sektöründen yasaklama geçici yasaklama cezası verilmiştir. www.sec.gov/news/press/2003-55.htm ve www.sec.gov/news/press/2003-56.htm; Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-7, s.20-9, s.20-10; Düzenlemeler için Bkz. **FSA (Financial Services**

Infospace Inc. hisse senedinden 4600 adet almıştır. Daha sonra yatırımcı satın almış olduğu hisse senetlerini satmak için ısrar etmesine ve fiyatların aşağı yönde olmasına rağmen BLODGET iyimser bir yaklaşımla senetleri tutmasını yatırımcıya tavsiye etmiştir. Sonrasında yatırımcının yanlış yönlendirildiği gerekçesi ile yarım milyon dolarlık kaybı için dava açması üzerine, Merill Lynch yatırımcı ile 400.000 $'lık bir anlaşma imzalamak zorunda kalmıştır[380]. Ayrıca BLODGET'in de sermaye piyasalarında çalışmasına yönelik yekisi bir süreliğine elinden alınmıştır[381].

Dönüm diyebileceğimiz bu olayın özelliği, mevcut bir çıkar çatışması açıklanmaksızın danışmana güvenerek işlem yapan yatırımcının zararından yetkili kurumun sorumlu tutulabileceğidir[382].

D. Enron Olayı

1990'lı yılların ortalarından 1998 yılı sonuna kadar Enron hisse senetlerinin değeri S&P 500 endeksinin oldukça üstünde toplamda %311 oranında bir artış göstermiştir. Bu tarihten sonra S&P endeksinin %20 arttığı 1999 yılında %56, S&P endeksinin %10 düştüğü 2000 yılında ise %87 oranında yükselme olmuştur. 2000 yılı sonu itibariyle 83 dolar civarında olan Şirket hisse senedi değeri bir yıl içerisinde 0.26 dolara düşmüş ve ardından 2001 yılı sonunda da Şirket'in iflası istenilmiştir. Enron olayının bu kadar uzun süre ortaya çıkmamasının sorumluluğu büyük ölçüde bağımsız denetim şirketi olan Arthur Andersen (AA) ve bu hisselere ilişkin aracı kurumlar, yatırım bankaları ve araştırma şirketleri için analiz ve değerlendirme yapan

---

Authority), Conflicts Of Interest: Investment Research And Issues Of Securities, Consultation Paper, February, http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp171.pdf, (Consultation Paper)

[380] **CNNMoney**, 20.7.2001, http://money.cnn.com/2001/07/20/investing/merill_blodget, s.1; **SCIANNI**, s.267

[381] Henry BLODGET (Meryll Lynch), SEC, NASD ve NYSE tarafından, diğer hizmetlerle bağlantılı olarak raporlarda çıkar çatışmasının kötüye kullanılmış olması, 1999-2001 yılları arasında Blodget, GoTo.com isimli internet şirketi hakkındaki raporların yanıltıcı ve doğru olmadığı, diğer altı şirket hakkında (InfoSpace, 24/7 Media, Lifeminders, Homestore.com, Excite@home ve Internet Capital Group) makul bir temele dayanmayan abartılı ve haksız iddia ve değerlendirmelere yer verildiği gerekçeleri ile menkul kıymetler sektöründen geçici yasaklama ve 4 milyon dolar para cezası ile cezalandırılmıştır. Bkz. http://www.sec.gov/news/press/2003-56.htm (Release:April 28.4.2003; son giriş 18.7.2006), **SCIANNI**, s.268

veya bu analiz ve değerlendirmelerini yatırımcılara satan analistlere yüklenmektedir[383].

Enron'un iflasının istenmesinden sadece iki ay önce Şirket hisse senetleri ile ilgili kamuya açıklanan tavsiyelerin ortalaması "al" yönünde idi[384]. Bunun yanında Enron'un muhasebe hilelerini açıkladığı Ekim 2001'den sonra dahi Lehman Brothers, UBS Warburg ve Merrill Lynch gibi büyük yatırım bankalarının tavsiyeleri "mutlaka al" ya da "al" yönünde olmuştur. Analistlerin çalıştığı yatırım bankalarının Şirket'e hizmet vermekte olması analistlerin Şirket'teki problemleri yatırımcılara yansıtmamasına neden olmuştur. Şöyle ki Enron 1998-2000 döneminde yatırım bankalarına aracılık yüklenimi hizmeti için 125 milyon dolar ödemiş ve analistler de yatırım bankacılığı hizmetine olan katkıları çerçevesinde ikramiye almışlardır. Bu nedenle yatırımcılara verilen tavsiyeler Şirket hisse senedinin alımı yönünde olmuştur[385].

E. Mevzuat

Ülkemiz düzenlemeleri açısından değerlendirildiğinde, "Aracılık Faaliyetleri Ve Aracı Kuruşlara İlişkin Esaslar Hakkında Seri: V, No: 46 sayılı Tebliğ"in aracı kuruluşların sermaye piyasası faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında uymak zorunda olduğu ilke ve esaslara ilişkin md. 11/b hükmüne göre aracı kuruluşların, "*İşlemlerini gerçekleştirirken müşterilerinin çıkarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek dürüst davranmaları, bu amaç doğrultusunda müşterileriyle olan ilişkilerinde çıkar çatışmalarını önlemeye*

---

[382] **SCIANNI**, s.267; Ayrıca bkz. **CNNMoney**, s.1

[383] Ayrıntılı bilgi için bkz. **HEALY/PALEPU**, s.3 vd; **KÜÇÜKSÖZEN**, (Manipülasyon) s.185 vd; **ÖZKUL, Levent**, ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD'de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu'nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ekim 2002, s.2 vd. Benzer bir durum 2003-2004 yıllarında İtalya'da Parmalat Finanziaria SpA (Parmalat) şirketi için söz konusu olup, parmalat olayı ve buna analistlerin rolüne ilişkin olarak bkz. **KÜÇÜKSÖZEN**, (Manipülasyon), s.206 vd.

[384] Tavsiye ortalaması 1.9 olup, 1 mutlaka al (strong buy) 5 ise mutlaka sat (strong sell) tavsiyesine karşılık gelmektedir (**HEALY/PALEPU**, s.19).

[385] **HEALY/PALEPU**, s.19; **KÜÇÜKSÖZEN**, (Manipülasyon) s.202 vd. Yapılan araştırmada Enron ile yatırım bankacılığı hizmeti ilişkisi olmayan ya da yatırım bankalarında çalışmayan analistlerin fiyat tahmini, fiyatın cari fiyatın %24 üzerinde olacağı yönünde iken, Enronla yatırım bankacılığı ilişkisi içerisinde olan yatırım bankalarında çalışan analistlerin fiyat tahmini, fiyatın cari fiyatın %54 üzerinde olacağı yönünde olmuştur (**HEALY/PALEPU**, s.19,20; **KÜÇÜKSÖZEN**, (Manipülasyon), s.203).

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 gerekir"

Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine Ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Seri: V, No: 55 Sayılı Tebliğ'in yatırım danışmanlığına ilişkin esasları düzenleyen md. 11/e hükmüne göre ise, yetkili kurumlar, yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında, doğrudan veya dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşterisinin menfaatini gözetmekle, müşteriler arasındaki çıkar çatışmalarının önlenememesi halinde ise müşterilerine adil davranmakla yükümlüdürler. Tebliğ'in md. 11/f hükmüne göre ise yazılı, görsel veya işitsel biçimde müşterilere duyurulacak ve yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarını, müşterilerine duyurmadan önce kendileri veya üçüncü şahıslar lehine kullanamazlar. Tebliğ'in md. 12/d hükmüne göre, yatırım danışmanlığı çerçeve sözleşmesinin imzalanmasından önce, müşteriye sunulan tanıtıcı formda yer alması gereken bilgilerden birisi de olası çıkar çatışmalarıdır.

Uluslararası hukukta çıkar çatışmasına ilişkin özel bir düzenlemeye gidilmediği, bunun yerine genel olarak "yatırım danışmanlığı" ya da "menkul kıymet alım satımına (treading)" ilişkin düzenlemeler içerisinde çıkar çatışmasına ilişkin hükümlere yer verildiği görülmektedir[386]. Pek çok ülkede birimler arasındaki bağın koparılmasına ve çıkar çatışmasının ve bilgi akışının önlenmesine ilişkin hükümlere yer verilmiş olmakla birlikte, ayrıntılı düzenleme yapılmamıştır[387].

---

[386] **IOSCO**, (Report 2003), A Report of The Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, September 2003, s.11; IOSCO Teknik Komitesi, üye ülkeler nezdindeki analistlerin karşı karşıya kaldığı çıkar çatışmalarının değerlendirilmesi için oluşturduğu komitedir. Analist Proje Takımı Japonya temsilcisi başkanlığında, Kanada, Fransa, Almanya, Hong Kong, İtalya, Portekiz, İspanya, İsviçre, Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Avustralya temsilcilerinden oluşmaktadır (**IOSCO**, (Report 2003), s.2).

[387] **IOSCO**, (Report 2003), s.13. Düzenlemeler için ayrıca bkz. **ASLAN**, s.24 vd.

2002 tarihli Sarbanes Oxley Act'ın vermiş olduğu yetkiye dayanarak, SEC tarafından 2002 yılının Mayıs ayında, NYSE ve NASD tarafından teklif edilen, analistlerin çıkar çatışmaları ile ilgili olarak kamunun aydınlatılması ve sahip olunan çıkar çatışmasının azaltılması ve rapor ve tavsiyelerin objektifliğinin sağlanması için yatırımcıların bilgilendirilmesine ilişkin düzenlemeler öngörülmüş ve bazı işlemlere sınırlama getirilmiştir (NASD Rule 2711, NYSE Rule 472)[388].

II. ULUSLARARASI UYGULAMADA ÇIKAR ÇATIŞMASI VE DEĞERLENDİRİLMESİ

A. Genel Olarak

Uluslararası uygulamada, menkul kıymet alım satım aşamasında yatırımcının bilgilendirilmesindeki çıkar çatışması, yatırım danışmanlarının ya da broker dealer'ların çıkar çatışması başlıkları altında da incelenmekle birlikte, gerek litaratürde gerek yetkili kurumların hazırlamış oldukları raporlarda, ağırlıklı olarak "yatırım bankacılığı faaliyetlerinde finansal

---

[388] İlk olarak düzenleme taslakları SEC tarafından görüş için Mart 2002 de yayımlanmış olup (Bkz. www.sec.gov/rules/sro/34-45526.htm), 10 Mayıs 2002 tarihinde öneriler kabul edilmiştir (Bkz. www.sec.gov/rules/sro/34-45908.htm). Kabul edilen metin üzerinde daha sonra bazı değişiklikler yapılmış olup, konuya ilişkin gelişmeler ve düzenlemelerde yer alan hükümlere ilişkin yorum ve değerlendirmeler için bkz. www.sec.gov/rules/sro/34-47110.htm (Aralık 2002 de görüş için yayımlanmış), www.sec.gov/rules/sro/34-47912.htm (Mayıs 2003 tarihinde yapılan değişiklik), www.sec.gov/rules/sro/34-48252.htm (Temmuz 2003 tarihinde yapılan değişiklik). NASD ve NYSE kuralların uyulanmasına yönelik olarak ve uygulamada karşılaşılan sorunlara açıklık getirilmesi amacı ile ilki Mayıs 2002 diğeri ise Mart 2004 tarihli iki ortak işbirliği (joint memorandum) yayımlamışlardır. Mayıs 2002 tarihli memorandum için, http://www.nyse.com/pdfs/im02-26NYSE%20NASD%20Joint%20Memorandum.DOC; Mart 2004 tarihli memorandum için, http://apps.nyse.com/commdata/PubInfoMemos.nsf/AllPublishedInfoMemosNyseCom/85256A71006FB86385256E51006961B8/$FILE/Info%20Memo%20-%20Amds%20to%20Discl%20and%20Rpting%20reqs.DOC; Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-14 vd; **LANDER, Guy P**, What is Sarbanes-Oxley?, New York, 2004; **ÖZKUL**, s.8 vd; **SEC, Investor Alert**, s.3; **SCIANNI**, s.278; **SPINDLER**, s.10; **UNGER**, (Analysts Independence), s.4 vd. Getirilmiş olan çıkar çatışmasına ilişkin kuralları tamamlamak amacı ile daha sonra SEC, 6 Şubat 2003 tarihinde analistlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine yeni eklemeler yapan "Regulation on Analyst Certification" düzenlemesini kabul ederek yürürlüğe sokmuştur. Söz konusu düzenleme çerçevesinde, analistler araştırma raporlarında belirtilen görüş ve tavsiyelerin kendilerine ait olduğuna dair ve kendilerine verilen ücretlerin verilen tavsiyelerle doğrudan ilişkili olup olmadığı hususunda beyanda bulunacaklardır. Bkz. **BOSTELAMAN**, s.20-50 vd. www.sec.gov/rules/final/33-8119.htm (taslak), www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm

analistlerin[389] çıkar çatışması" olarak isimlendirilmektedir[390]. Finansal analist ifadesinin zaman zaman bire bir yatırım danışmanını karşılamak üzere kullanıldığı da görülmekle birlikte, bu ifadenin yatırım danışmanlığı ile her zaman aynı olduğunu söylemek mümkün değildir. Öte yandan ABD aracılık yapısı ile ülkemiz düzenlemeleri arasında da farklılık bulunmaktadır.

Konunun daha anlaşılır kılınabilmesi için özellikle uluslararası literatürde kullanılan temel kavram ve kurumlara açıklık getirilmesi, işleyişin ortaya konulması ve bunların ülkemiz düzenlemeleri ile karşılaştırılmasında yarar görülmektedir.

B. Sermaye Piyasasında Aracı Faaliyetinde Bulunan Kurumların Çeşitleri ve Yatırımcıların Bilgilendirilmesine İlişkin Sürecin Karşılaştırmalı Hukuk Açısından İncelenmesi

1. Aracılık Faaliyetinde Bulunan Kurumların Çeşitleri

ABD uygulamasında aracı kurumlar komisyoncu (Brokerage/ Discount Brokerage) ve tam hizmet veren (full service) aracı kurumlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Her iki aracı kurum tipi de en genel anlamda aracılık faaliyetlerini (menkul kıymet alım satımını) yerine getirmektedir. Discount brokerlar sadece müşteri emirlerini borsaya ileten ve takas işlemlerini gerçekleştiren, halka arza aracılık, araştırma ve yatırım danışmanlığı gibi yatırım hizmetlerini sunmayan, çok düşük bir sermaye gereksinimi ile faaliyet gösteren ve düşük düzeyde komisyon ücretleri ile hizmet sunan aracılardır. Ancak tam hizmet veren aracı kurumlar tarafından, aracılık faaliyetleri

---

[389] Finansal analist (financial analyst) ifadesi yerine zaman zaman araştırma analisti (research analyst) ya da menkul kıymet analisti ifadesi de kullanılmaktadır.

[390] ABD uygulamasında bireysel olarak da yatırım danışmanlığı hizmeti verilmesi mümkün olduğundan bir kurumun araştırma bölümünde çalışmayan bağımsız analistlerin vermiş oldukları hizmet yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirileceğinden bunların yatırım danışmanı olarak tescili gerekmektedir. Bir başka deyişle bağımsız olarak çalışan analistlerin zaten yatırım danışmanı olarak tescili gerekmektedir. Bunun yanında yatırım danışmanlığı hizmetinin finansal bir kurumdan alınması durumunda ise bu kurumda çalışan yatırım danışmanları gerekli teknik bilgiyi aynı kurumun araştırma bölümünde çalışan finansal analistlerden almaktadırlar. Bu sebeple konu analistlerin çıkar çatışması başlığı altında incelense dahi, analistler için yapılan açıklamaların büyük ölçüde yatırım danışmanları için de geçerli olacağı açıktır.

yanında araştırma, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı ve sermaye piyasalarına ilişkin diğer hizmetler de verilmektedir[391].

Komisyoncu aracı kurumlar, yatırım danışmanlığı hizmeti sunmamakta ve genellikle zamanı, parası ve deneyimi ile yatırım kararı alabilecek ve kendi portföyünü yönetebilecek müşterilere hizmet vermektedirler. Komisyoncu aracı kurumların uyguladıkları komisyon oranları, tam hizmet veren aracı kurumların uyguladıkları komisyon oranlarından daha düşük olduğu için bilinçli müşterilere cazip gelmektedir[392]. Yatırımcının, her hangi bir kuruma bağlı olmadan çalışan bağımsız yatırım danışmanlarından danışmanlık hizmeti alması ve daha düşük komisyon alan discount brokerlardan işlem yapması da mümkündür. Bu durumda hem düşük komisyon ödenecek hem de danışmanlık hizmeti alınan kurum sadece danışmanlık hizmeti sunduğundan yatırım tavsiyesinin objektifliği ve doğruluğuna daha fazla inananılacaktır[393].

Bir diğer ayırım ise broker-dealer ayrımıdır. "Dealer" (pazarlayıcı), menkul kıymetleri kendi hesabına alıp satan kişilerdir. Dealerlar komisyon almazlar, ancak alış ve satış fiyatı arasındaki farktan faydalanırlar[394]. "Broker" (aracı) veya "Broker–Dealer" (aracı-pazarlayıcı) ise, müşterileri için menkul kıymet almayı ve satmayı meslek edinmiş aracılar olup, bunları aracı kurum olarak nitelemek mümkündür[395]. Broker ya da dealer gerçek kişi olabilecekleri gibi tüzel kişi de olmaları mümkündür. Bu durumda "brokerage firm" ya da "dealer firm" olarak nitelenecektir[396]. Sermaye piyasasında aracılık, sermaye piyasası araçlarının Kanun'un 30 ve 31'inci maddeleri çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası

---

[391] **ÇITAK, Serdar**, Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar, Düzenleme, Organizasyon, Denetim, Ankara, 1998, s.1; **GORMAN**, s.496; **KALAYCI, Şeref**, Intermediation In Capıtal Markets A Comporatıve Study Turkey And USA, Ankara, 2001, s.13,14

[392] **ÇITAK**, s.72. Ancak ülkemiz uygulamasında bu yönde bir ayırım yer almamaktadır. V/46 sayılı Tebliğdeki genel şartlar ve ilgili tebliğlerde belirlenen esaslar çerçevesinde Kurul'dan yetki belgesi almak suretiyle her bir aracı kurum her bir sermaye piyasası faaliyetinde bulunması mümkündür. Bkz. V/46 sayılı Tebliğ md. 4

[393] **GORMAN**, s.496

[394] **ŞEN**, s.7; **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar) s.46,47

[395] **ÇITAK**, s.2,5; **ŞEN**, s.7; **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.45

nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına ticari amaçla alım satımıdır (V/46 sayılı Tebliğ md.3). Bu çerçevede aracı kuruluşlar hem dealer, hem de broker olarak faaliyet göstermektedir[397]. Bu sebeple aracılık faaliyetinde bulunan kurumlar ileri bölümlerde aracı ya da aracı kuruluş olarak nitelendirilmiştir.

Üzerinde durulması gereken bir diğer husus da yatırım bankacılığıdır. Yatırım bankaları, şirketlere ihtiyaç duydukları fonları ne şekilde sağlayacaklarına ilişkin teknik bilgi vermekte ve ihraç edilen menkul kıymetlerin pazarlanması hizmeti, birleşme ve bölünmelere, menkul kıymet ve ekonomiye ilişkin danışmanlık ve alım satıma aracılık hizmetleri sunmaktadırlar[398].

2. Finansal Analistler (Financial Analyst)

a. Tanım

Müşterilerine menkul kıymetlere ilişkin tavsiyede bulunan kurumlarda çalışan yatırım danışmanları müşterileri için yatırım stratejisi belirleyerek portföy çeşitlemesi yapmaktadırlar. Bunun yanında menkul kıymet alım satımına aracılık eden kurumlar da alım satım sırasında müşterilerini yönlendirmektedirler. Yatırım danışmanları ve aracılar işlerini yaparken bilgi için araştırma bölümleri ile irtibatlıdırlar. Söz konusu kurumların araştırma bölümünde çalışan ve bu kişilere bilgi sağlayan uzmanlar "finansal analist (financial analyst)", "araştırma analisti (research analyst)" ya da "menkul kıymet analisti" olarak nitelendirilmektedir[399]. Analistleri en genel biçimde

---

[396] **ÇITAK**, s.2; Ayrıca bkz. **KALAYCI**, s.13 vd; **KILIÇ**, s.33 vd.

[397] **AYTAÇ, Zühtü**, *"Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları"*, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması (SPK Uluslararası Semineri), Ankara, 1995, (s.120-127) (Yatırımcının Korunması), s.121

[398] **ÇITAK**, s.3; **KALAYCI**, s.14; **ŞEN**, s.1 vd.

[399] **SHKOLNIK**, s.47. ABD de 1990 lardan önce analistler hakkında pek az şey biliniyordu. Ancak 1990 larda borsanın patlama yapmasında önemli role sahip olan analistler, borsadan yüksek kazançlarla birlikte artık daha iyi bilinir ve takip edilir hale geldi, finansal medya bunların beyanlarına daha fazla yer verir oldu, öyleki bazıları tv, internet ve gazeteler vasıtası ile milyonlarca yatırımcıya

yetkili kurumların araştırma bölümünde çalışan uzmanlar olarak tanımlamak mümkündür.

Kelime anlamı olarak ele alındığında "Analist" kavramı, "analiz eden kişi"yi tanımlamaktadır. Sermaye piyasaları açısından analist, yatırım kararı alınması sürecinde birbiri ile etkileşim halinde olan çeşitli faktörleri tahlil ederek yorumlayan ve ne tür bir yatırım politikası izlenmesi gerektiğini belirleyen uzman kişidir[400].

SEC düzenlemelerine göre ise analist, araştırma raporlarının hazırlanmasında sorumlu olan kişi ya da ünvanı analist olmasa bile belirli bir analiste doğrudan ya da dolaylı olarak bağlı şekilde ona raporlama yapan kişilerdir[401].

Aracı kuruluşlar (securities firms) alım-satım hizmetlerini desteklemek için bireysel ve kurumsal müşterilerine araştırma roporu sunmaktadır[402] Kurumun araştırma departmanı ekonomi, finansal piyasalar, teknik piyasa analizi, sektör gelişimi ve münferit şirketlere ilişkin bir çalışma yaparlar. Araştırma faaliyeti belirli menkul kıymetlere ilişkin alım ve satımlarda spesifik tavsiyelerin oluşturulması amacını gütmektedir. Bunun yanında kurumsal müşterilerin özel ihtiyaç ve taleplerine yönelik olarak araştırma yapılması da mümkündür[403].

Menkul kıymetlere ilişkin olarak müşteri ya da işvereni için bilgileri toplayan, bunları değerlendiren ve bu işi profesyonel olarak yapan kişiler olan analistler[404] halka açık şirketleri araştırırlar, bulgularını analiz ederler ve

---

ulaşarak birer yıldız haline geldi (**HONG/KUBIK**, s.313; **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.16)

[400] **ASLAN**, s.4

[401] NASD Rule 2711, a-5; NYSE Rule 472, 40; Ayrıca bkz. **BOSTELMAN**, s.20-24

[402] Bu faaliyet ücretli ise yatırım danışmanlığı kapsamına girecektir. Ancak ücretsiz ise yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilmeyecektir. Faaliyet yatırım danışmanlığı kapsamına girmediği durumlarda raporu hazırlayanlar yatırım danışmanı değil ve fakat analist olarak değerlendirilecektir

[403] **KALAYCI**, s.41

[404] **LANGEVOORT, Donald C**, İnvestment Analyst And The Law Of Insider Trading, Virginia Law Review, Vol 76, No. 5 (Aug 1990), (s.1023-1054) (Investment Analyst), s.1023 (dipnot 1)

geleceğe ilişkin bir çıkarımda bulunurlar[405]. Analistler, üzerinde çalışmış oldukları halka açık şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin olarak rapor ve tavsiye oluştururlar. Pek çoğu belirli bir sektör ya da endüstri dalında uzmanlaşmıştır. Özellikle rapor ve tavsiyeler elektronik, görsel veya yazılı olarak geniş kitlelere ulaştığı zaman, şirketin temel ve beklentilerinde her hangi bir esaslı değişiklik olmaksızın, salt bu tavsiye ve raporlardan dolayı senet fiyatlarında geçici bir düşme ya da yükselme olması mümkündür[406].

Analistlerin fonksiyonu, piyasanın genel ekonomik durumunu da dikkate alarak gelir durumu, bilançosu, nakit akışı gibi bilgileri de içerecek şekilde şirketin finansal durumuna ilişkin olarak detaylı rapor hazırlamaktır[407]. Bu raporlarda kamuya açık ve kolaylıkla ulaşılacak bilgiler yanında kendi subjektif değerlendirmelerine de yer verilmektedir[408]. Bu değerlendirmeler genellikle "rating" (değerleme) ya da "recommendation" (tavsiye) olarak adlandırılır ve menkul kıymetin alınması ya da satılması gerektiğine ilişkin kanaati içerir. Buy/sell/hold (al/sat/tut) en çok kullanılan tavsiye metodudur[409].

---

[405] **SHKOLNIK**, s.47. Sunulan hizmet ve ürünlere aşinalık sağlayıp analiz etmeyi kolaylaştırdığından finansal analistler takip ettikleri şirketleri aynı endüstri ya da sektörden seçme eğilimindedirler (**SHKOLNIK**, s.59).

[406] **SEC**, (Investor Alert), s.1. Önceleri aracı kurumların arka odalarında hisse senetlerine ilişkin sıkıcı raporlar hazırlayan kişiler olan analistler, 1990 sonrası borsanın kazanç merkezinin önemli bir parçası haline gelmiş ve 1990'lar Wall Street'de analistlerin devri olarak nitelendirilmiştir. Medya vasıtası ile de milyonlarca yatırımcıya ulaşmayı başaran ve özellikle yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar arasında etkinliğe sahip analistler çalışmış oldukları kurumlara yüksek komisyon kazancı sağlamışlardır. Bu gelişmelerden sonra yatırım bankaları analistleri sunmuş oldukları hizmetler ile bağlantılı olarak kullanmaya başlamışlardır (**HONG/KUBIK**, s.313).

[407] **SHKOLNIK**, s.47. Hazırlanan raporlar şirketin gerçek durumunu tam olarak göstermesi gerekmektedir, bunun için de analistler şirketlerin müşterileri ile ya da bunlarla ilişkili olan satıcılarla, rakip firmalarla görüşmektedir. Bunun yanında Şirketin gelecekteki kazancı olumlu ya da olumsuz yönde etkileyebilecek düzenlemelerin yayımlanması mümkün olduğundan analistler şirketin çalışma alanına ilişkin önemli düzenlemeleri de takip etmesi gerekmektedir (**SHKOLNIK**, s.47)

[408] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.13; **SPINDLER**, s.6. Sermaye piyasalarında finansal analistler menkul kıymetleri işlem gören şirketler ve menkul kıymetler hakkında kamuya açıklanan bilgileri değerlendirmekte ve bunu yatırımcılara açıklamaktadır. Bu değerlendirmeler söz konusu şirket ve menkul kıymete yatırım yapmayı isteyen yatırımcılara yol gösterici omaktadır **KÜÇÜKSÖZEN**, (Manipülasyon), s.220,221

[409] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.13; **IOSCO**, (Report 2003), s.3,4; **MICHAELY/WOMACK**, s.657; **SPINDLER**, s.6

Analistlerin araştırmaları yatırım danışmanları ve broker-dealerlar tarafından kendi müşterilerini bilgilendirmede ve tavsiyenin oluşmasında kullanılmaktadır[410].

Analistler finansal bilgileri derlemek suretiyle etkinliğin sağlanmasına yardımcı olmakta, şirketler ve piyasaya ilişkin tamamen ayrı ve ham verileri analiz etmek ve bir tavsiye oluşturmak sureti ile yatırımcılar ile ihraççılar arasında önemli bir rol oynamaktadırlar[411].

b. Analist Çeşitleri

aa. Satış Analistleri (Sell-Side Analyst)

Esas olarak tam hizmet sunan (full service) finansal kuruluşların[412] araştırma bölümlerinde istihdam edilmekte ve bu kurumlar için çalışmaktadırlar[413].

Satış analistleri, şirketlerin sermaye piyasası araçları ya da ilgilendikleri endüstriler hakkında araştırma raporları yayınlamaktadır. Bu araştırma raporları genellikle ilgili menkul kıymet hakkında "tut", "sat", "al" şeklinde tavsiyeler ve bunların gelecekteki fiyat performansına (price target) ilişkin beklentilerini içermektedir. Bu raporlar genelde aracı kuruluş tarafından yatırım danışmanlığı, alım satıma aracılık yahut diğer hizmetler kapsamında müşterilere sunulmaktadır[414].

---

[410] **LEAVELL**, s.1571; **IOSCO**, (Report 2003), s.4; **SCIANNI**, s.259

[411] **IOSCO**, (Report 2003), s.2,3. Her yatırım danışmanı özünde bir analist olduğundan, yatırım danışmanlarının fonksiyonlarına ilişkin açıklamalar analistler için de geçerli olacaktır; Yapılan araştırmada araştırma faaliyeti yürütmek ve yatırım tavsiyesinde bulunmak amacı ile çalışan analistler için asgari niteliklere ve tescil zorunluluğuna ilişkin düzenlemelerin yer almadığı ortaya konulmuştur. Sadece bir düzenlemede genel endüstri ve düzenleme hakkındaki bilgileri içeren sınavı geçmesi gerektiği düzenlenmiştir. Diğer ülkeler de yeterliliğe ilişkin sınav getirme çalışmasındadır. Analistlerin sahip olmaları gereken asgari ve özel nitelikler ile tescil düzenlemelerindeki eksikliğe karşın söz konusu kişilerin lisansüstü eğitim derecesine ve sektörde tecrübeye sahip olmaları genel olarak kabul görmektedir (**IOSCO**, (Report 2003), s.5).

[412] Türkiye uygulama ve mevzuatında bu kuruluşlar aracı kurumlar olup, tam hizmet sunulmasından kasıt ise alım satım aracılık dışında halka arza aracılık, portföy yönetimi gibi diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunuluyor olmasıdır.

[413] **IOSCO**, (Report 2003), s.3; **SCIANNI**, s.260; **SEC**, (Investor Alert), s.1,2

[414] **ASLAN** s.6; **IOSCO**, (Report 2003), s.3,4; **MICHAELY/WOMACK**, s.657

Sell-side analistler araştırma yapmadan başka, müşterileri olan şirketler için sunulan hizmetlerde de yer alabilmektedir. Hatta bu şirketlerin bazıları analistlerin üzerinde değerlendirme yaptığı menkul kıymetleri ihraç eden şirketler olabilmektedir[415].

Sell-side analistlerin tersine, buy-side ve independent analistler alım satıma aracılık yanında diğer sermaye piyasası faaliyetleri içerisinde bulunan aracı kuruluşlar için çalışmadıklarından, objektifliklerini bozacak neredeyse hiçbir çıkar çatışması içerisinde kalmazlar[416]. Bireysel yatırımcıların dikkate aldıkları ve tavsiye ve yorumlarından etkilendikleri asıl analist türü satış analistleridir. Bu yüzden satış analistlerinin karşı karşıya kaldığı çıkar çatışması halleri ile bunların raporlarının ve tavsiyelerinin doğru olması bireysel yatırımcılar açısından önem taşımaktadır[417].

Yatırımcılar için yorum ve tavsiye üreten satış analistlerinin çalıştıkları kurumlar bir biri ile çıkar çatışması içerisinde olabilecek pek çok hizmeti vermektedir. Bu sebeple çıkar çatışmasına ilişkin yapılan açıklamalar ve kullanılan analist ifadesi satış analistleri esas alınarak yapılmakta ve kullanılmaktadır[418].

bb. Alış Analistleri (Buy-Side Analyst)

Yatırım fonu, hedge fonu, emeklilik fonu veya yatırım danışmanları[419] gibi başkası adına ya da hesabına para yönetiminde bulunan kurumlar için çalışırlar[420]. Alış analistleri hangi menkul kıymetlere yatırım yapılması gerektiği hakkında işverenlerine danışmanlık hizmeti vermekte ve yaptıkları araştırmaları herkese değil, sadece kendi işverenlerine sunmaktadırlar. Bu

---

[415] IOSCO, (Report 2003), s.3
[416] IOSCO, (Report 2003), s.3
[417] IOSCO, (Report 2003), s.3 (Dipnot 5)
[418] Alış yahut bağımsız analist olduğu ifade edilmedikçe analist yahut finansal analist ifadeleri, satış analistleri kastedilerek kullanılacaktır.
[419] ABD uygulamasamda şirket ya da kişinin münferiden yatırım danışmanlığı hizmeti vermesi mümkünken, ülkemiz mevzuatına göre sadece aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen bankalar yatırım danışmanlığı hizmeti verebilir.
[420] IOSCO, (Report 2003), s.3,4; SCIANNI, s.260; SEC, (Investor Alert), s.2

tür analistler analizlerinin katma değeri ve isabeti oranında başarılı kabul edilmektedirler. Bu nedenle bu analisitlerin menfaatleri, hesabına çalıştıkları para yöneticilerinin ve bunların müşterilerinin menfaati ile uyuşmaktadır[421]. Bunun yanında alış analistleri kendi işverenleri dışında diğer yatırımcılara danışmanlık hizmeti vermediğinden, bu tip analistleri çıkar çatışması içerisine sokacak olaylar oldukça sınırlıdır[422].

cc. Bağımsız Analistler (Independent Analyst)

Her hangi bir kişi ya da kuruma bağlı olmadan bağımsız olarak çalışan ve hazırladığı raporları finansal kurumlara ya da bireysel yatırımcılara satan ya da kendi değerlendirmelerini ve raporlarını abone olan kişilere ileten analistlerdir[423]. Tam hizmet sunan finansal kuruluşlardan bağımsız ayrı tüzel kişiliğe sahip araştırma kuruluşları için çalışırlar ve abonelik tarzı yöntemlerle araştırmalarını başkalarına satarlar[424]. Araştırmalarını satmaları tek ve esas gelir kaynakları olması nedeni ile bağımsız analistlerin, araştırmalarını satın alan müşterilerine objektif analiz sunma eğilimleri yüksektir[425]. Çıkar çatışmasının yokluğu sebebi ile bazı yatırımcılar bağımsız analistlerden hizmet alma eğilimindedir[426].

Ülkemiz mevzuatına göre yatırım danışmanlığı hizmetini sadece aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen yatırım bankaları verebilirken, ABD uygulamasında bireysel olarak da yatırım danışmanlığı hizmeti verilmesi mümkündür. Bu nedenle bir kurumun araştırma bölümünde çalışmayan bağımsız analistlerin vermiş oldukları hizmet yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirileceğinden, bağımsız analist olarak nitelendirilen ve müşterilerine sermaye piyasalarına ilişkin

---

[421] ASLAN, s.6; IOSCO (Report 2003), s.3,4

[422] Çıkar çatışması nedenlerinden analistin kendi portföyünden kaynaklanan çıkar çatışması alış analistleri açısından da söz konusu olabilecektir. Ancak bunun dışındaki diğer nedenlerin bu analistler için uygulanması söz konusu değildir. Ancak manipülasyon ve insider düzenlemelerinin bunlar için John T. de geçerli olacağı açıktır.

[423] ASLAN, s. 6; SCIANNI, s.260; SEC, (Investor Alert), s.2; SPINDLER s.6

[424] IOSCO, (Report 2003), s.4

[425] IOSCO, (Report 2003), s.4

[426] SEC, (Investor Alert), s.2

olarak yazılı ya da sözlü yorum ve tavsiye veren bağımsız analistlerin yatırım danışmanı olarak tescili gerekecektir.

3. Araştırma Raporu

Araştırma raporu (Research Report), yazılı ya da elektronik ortamda düzenli olarak müşterilere ya da kamuya, ortaklık hakkı veren menkul kıymetlere (Equity Securities) ilişkin görüş ve tavsiyeleri içeren, belirli bir şirket ya da sektör hisse senetlerine ilişkin olarak makul ve yeterli bilgiye dayalı yatırım kararına yönelik tavsiye içeren raporlardır[427].

Araştırma raporları şirketler ve sektörlere ilişkin olarak yatırımcıya bilgi verme amacındadır[428]. Tipik bir analist raporunda, şirketin sektördeki yeri, şirketin gerçek durumu, hisse senedinin performans tahmini, al, sat ya da tut

---

[427] NASD Rule 2711, a-8; NYSE Rule 472, 10-2; Bkz. **BOSTELMAN**, s.20.19. Belirli bir menkul kıymete ilişkin derecelendirme ya da tavsiye içermeyen endekse (S&P 500 gibi) ilişkin raporlar, ekonomi, politika veya piyasa durumu hakkında yorum yapan raporlar, hacim ve fiyatlara dayalı olarak arz ve talep durumunu gösteren raporlar, şirketlere ilişkin istatistiksel özetler, fiyatı yükselen ve düşen senetler hakkında bilgi verilmesi, müşteri hesabının genel durumu ya da geçmiş performansı hakkında bilgi verilmesi, müşterilere verilmeyen iç iletişim raporları bu kapsamda değildir (**NASD/NYSE (National Association of Securities Dealers/ New York Stock Exchange)** Joint Memorandum of NASD and NYSE, Mayıs 2002 http://www.nyse.com/pdfs/im02-26NYSE%20NASD%20Joint%20Memorandum.DOC (Joint Memorandum 2002), s.4; **NASD/NYSE(National Association of Securities Dealers/ New York Stock Exchange)** Joint Memorandum Of NASD and NYSE, Mart 2004 http://apps.nyse.com/commdata/PubInfoMemos.nsf/AllPublishedInfoMemosNyseCom/85256A71006FB86385256E51006961B8/$FILE/Info%20Memo%20-%20Amds%20to%20Discl%20and%20Rpting%20reqs.DOC (Joint Memorandum 2004, s.3,4). Öte yandan hazırlanan raporun adı "Araştırma Raporu (Research Report)" olmasa ve/veya rapor üyenin araştırma bölümü uzmanları tarafından hazırlanmasa dahi, yukarıda yer verilen nitelikleri taşıması halinde "Araştırma Raporu (Research Report)" olarak değerlendirilecektir (Joint Memorandum of NASD and NYSE 2004 s.2,3). Kural sadece Exchange Act section 3 a 11 de tanımı yapılmış olan hisse senetleri (equity securities) için geçerli olup, hisse senedi ile değiştirilebilir menkul kıymetler ile hisse senetleri üzerine opsiyonlar (convertible debt and options on equity securities) da bu kapsamdadır. Bunun dışında borçlanma araçlarına ilişkin raporlar düzenleme kapsamında değildir. Bunun yanında, üye üçüncü kişiler tarafından hazırlanan raporun dağıtımını yapmakta ise bu rapor bir başka üye tarafından hazırlanmışsa düzenlemeler uyarınca raporda yer verilmesi gereken açıklamaları yapma yükümlüğü bulunmamaktadır. Ancak rapor üye olmayan bir kişi tarafından hazırlanmışsa bu durumda veya rapor bir ekip tarafından hazırlanmışsa ve ekibin içerisinde üyenin bir analisti olsa dahi üye söz konusu açıklamaları yapmak ve raporda yer vermek zorundadır (**BOSTELMAN**, s.20-19 vd.).

[428] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.12

tavsiyesi ve bunun yanında kazanç tahmini ya da hedef fiyat (price target) gibi gerekli diğer bilgiler yer almalıdır[429].

C. Türk Hukuku Açısından Değerlendirme

Yatırım danışmanları, kendileri de araştırma yapmakla birlikte ağırlıklı olarak ihtiyaç duydukları bilgileri çalıştıkları kurumların araştırma bölümünden temin ederek tavsiye ve yorumlarını oluşturmaktadırlar[430]. Bu bölümlerde çalışan analistler, yatırım yapılacak şirkete ve şirket hisse senedinin değerine ilişkin olarak hazırladıkları raporları aynı kurumsal yapı içerisinde çalıştıkları yatırım danışmanlarına sunmaktadırlar[431].

Aracı kuruluşların büyük miktarda alım satım yapan müşterileri ile halka arz gibi diğer hizmetlerden faydalanan bazı müşterileri, ödemiş oldukları yüksek komisyon ve ücretler karşılığında bu hizmetten de ücretsiz olarak yararlanma eğilimindedirler[432]. Bu raporların belirli ölçüde, alım satım sırasında, talep eden müşterilerin yönlendirilmesi aşamasında kullanılmak üzere broker delaerlara iletilmesi de mümkündür[433].

---

[429] **SHKOLNIK**, s.60. Analistin değeri büyük ölçüde hisse senedinin olması gereken değerini görebilmesine bağlıdır (**SHKOLNIK**, s.48).

[430] **LEAVELL, Robert N.**, İnvestment Advice and the Fraud Rules Michigan Law Review Vol.65, No.8 (Jun 1967), 1569-1610, s.1570; **SHKOLNIK**, s.47. ABD de 1990 lardan önce analistler hakkında pek az şey biliniyordu. Ancak 1990 larda borsanın patlama yapmasında önemli role sahip olan analistler, borsadan yüksek kazançlarla birlikte artık daha iyi bilinir ve takip edilir hale geldi, finansal medya bunların beyanlarına daha fazla yer verir oldu, öyleki bazıları tv, internet ve gazeteler vasıtası ile milyonlarca yatırımcıya ulaşarak birer yıldız haline geldi (**HONG/KUBIK**, s.313; **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.16).

[431] Satış analistlerine ilişkin yapılan açıklamalrda da ifade edildiği üzere analistler tarafından hazırlanan raporlar müşterilere tavsiyede bulunmak üzere aynı kurum bünyesinde çalışan yatırım danışmanlarına yahut alım satım işlemleri sırasında yatırımcılara ücretsiz olarak sunulmak üzere broker dealerlara iletilmektedir. Ülkemiz uygulamasında da aracı kurumlar bünyesinde bulunan araştırma bölümleri ulaşmış oldukları verileri yine kendi bünyelerinde çalışmakta olan yatırım danışmanlarına yahut brokerlara iletmektedir.

[432] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.13; **LEAVELL**, s.1570

[433] **SHKOLNIK**, s.47. ABD de 1990 lardan önce analistler hakkında pek az şey biliniyordu. Ancak 1990 larda borsanın patlama yapmasında önemli role sahip olan analistler, borsadan yüksek kazançlarla birlikte artık daha iyi bilinir ve takip edilir hale geldi, finansal medya bunların beyanlarına daha fazla yer verir oldu, öyleki bazıları tv, internet ve gazeteler vasıtası ile milyonlarca yatırımcıya ulaşarak birer yıldız haline geldi (**CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.16; **HONG/KUBIK**, s.313).

Finansal analistin yapmış olduğu araştırmalar özünde yatırım danışmanlığı hizmetinin bir parçası olup, bu raporları değerlendirerek müşterilere nihai tavsiyeyi sunan ise yatırım danışmanlarıdır.

Başta medyada olmak üzere menkul kıymetler hakkında değerlendirme ve yorum yapan herkes analist olarak nitelendirilecektir. Bu itibarla analist yatırım danışmanına göre daha geniş bir kavramdır. Yatırım danışmanları ya bizzat kendi araştırmasına dayanarak ya da araştırma bölümünden temin ettiği sonuçları değerlendirerek bir yorum ve tavsiyeye ulaşmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde her yatırım danışmanının bir analist olduğunu ancak her analistin yatırım danışmanı olmadığını söylemek mümkündür.

Uluslararası literatürde yatırım danışmanı yanında daha geniş bir kavram olan analist ifadesi kullanılmış olup, biz ise konumuz olması nedeni ile yatırım danışmanı ya da danışman ifadesini kullanmayı tercih etmekteyiz. Bununla birlikte gerekli olduğu durumlarda yatırım danışmanlığını da kapsayacak şekilde analist ifadesi kullanılacaktır.

7. UYGULAMADA ORTAYA ÇIKAN BAŞLICA ÇIKAR ÇATIŞMASI HALLERİ

I. DANIŞMANIN YA DA YETKİLİ KURUMUN SAHİP OLDUĞU PORTFÖY NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI (SCALPING)

A. Genel Olarak

Danışman ya da çalıştığı kurumun inceleme konusu şirket üzerinde pay sahibi olması halinde, danışmanın o şirketle ilgili rapor verirken tavsiyelerini, sahip olunan porföye göre belirlemesi çıkar çatışmasına yol açacaktır[434].

---

[434] **ASLAN**, s. 14; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.20,21; **NAZARETHI**, s.1,2; **SEC**, (Investor Alert), s.1. Ayrıca bkz. **AKIŞIK, Vural**, *"Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları"*, Sermaye

Danışman olumlu rapor düzenlemek suretiyle bu senetlerin fiyatının artmasını isteyecek ya da olumlu rapor düzenlemesi veya en azından olumsuz rapor düzenlememesi noktasında aracı kuruluş tarafından danışmana baskı gelebilecektir[435].

Danışman ya da yetkili kurumun tavsiye konusu menkul kıymetlere sahip olması her zaman söz konusudur. Senetlerin halka arz sonrası ikincil piyasadan yahut halka arz öncesi satın alınmış olması mümkündür. Özellikle son dönemlerde ABD'de risk sermayesi (yahut girişim sermayesi/private equity veya venture investment) şirketlerine yapılan yatırımlar oldukça kazançlı ve popüler hale gelmiştir[436]. Başta risk sermayesi şirketlerine, halka arz öncesi yapılan yatırımlar olmak üzere, inceleme konusu şirket senetlerinin yetkili kurum tarafından halka arz öncesi düşük fiyatla satın alınmış olması söz konusu olabilecektir[437]. Halka arz sonrası şirket hakkında

---

Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması (SPK Uluslararası Semineri) Ankara 1995, (s.132-134), s.133. Portföy yönetimine ilişkin olarak bkz. **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.266,267, s.273,274; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.142, s.147. The Fribble isimli makalesinde T Allen GRIDER, çıkar çatışmasına dikkat çekerek, Bu analistler genel olarak belirli fonlarla ilişkisi olan aracılar için çalışmaktadır. Analistlerin verdiği tavsiyelerde geçen Buy anlamı bizim ilişkili olduğumuz fonlar bu senette pozisyon aldılar ve bu senedi alın ki fiyatı yükselsin bizim de gelirimiz artsın, Hold (tut) bizim bu senetteki pozisyonumuz çok az onun için ne olduğu umurumuzda değil, sell, bizim fonumuz bu senetleri daha yeni elinden çıkardı, siz de satın ki fiyatlar düşsün ve biz de sattığımız senetleri düşük fiyattan geri alabilelim, Nötr, bu senet portföyümüzde o kadar az ki sizin alım ya da satım yapmanız ya da fiyatın değişimi bizi o kadar da ilgilendirmiyor anlamına geldiğini ifade etmiştir (**GRIDER, T Allen**, The Fribble, Andrew H West - A Stern Opinion – Kill The Analysts, www.motleyfool.com; ayrıca bkz. **SHKOLNIK**, s.49).

[435] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.20,21; **IOSCO**, (Report 2003), s.9

[436] Kurulmuş veya kurulacak yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birincil piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarımı biçimine girişim (risk) sermayesi yatırımı denilmektedir (**ÇANAKÇI**, s.10; **KÜÇÜKSÖZEN**, (Yatırımcının Korunması) s. 159,160). Girişim şirketlerinin sınai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları gerekmektedir (**ÇANAKÇI**, s.10). Girişim (risk) sermayesi yatırım ortaklıkları ise, girişim (risk) sermayesi yatırımı faaliyetinde bulunmak üzere kurulan şirketlerdir. Konu Türk hukunda Seri:VI, No:15 Tebliği ile düzenlenmiştir. Geniş bilgi için bkz. **ALGÜNER**, s.32 vd; **ÇANAKÇI**, s.10 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.739 vd.

[437] **UNGER**, (Analysts Independence), s.4; **UNGER, Laura S**, Testimony Concerning Conflict of Interest Faced by Brokerage Firms and Their Research Analysts, www.sec.gov/news/testimony/073101tslu.html (Conflict of Interest), s.2; **IOSCO**, (Report 2003), s.9; **SEC**, (Investor Alert), s. 3; **SCIANNI**, s.263

olumlu rapor düzenlenmekte ve halka arz sonrası da paylarını rapor etkisi ile şişirilmiş fiyatla satmakta ve yüksek kazançlar elde etmektedirler[438].

Bunun yanında aracı kuruluşun önemli müşterileri de yüksek tutarlı pozisyon aldıkları şirket hisseleri hakkında olumlu rapor yazılması ya da olumsuz rapor yazılmaması konusunda analistlere baskı uygulayabilmektedirler[439].

Keza aracı kuruluş portföy yönetim hizmeti veriyorsa, portföy yönetimi birimi de kendi pozisyonlarına göre analistten olumlu rapor düzenlenmesini isteyebilecektir[440].

Verilen tavsiyelerin, piyasa tarafından algılandıktan sonra, hisse senedi fiyatı üzerinde etki yapabilme gücü bulunduğundan, danışman bu bilgi doğrultusunda işlem yapma ve almış olduğu senetleri daha sonra yüksek fiyattan satma imkanına sahip olacaktır[441]. Bunun tam tersi olarak, yatırım yapmak istediği bir senet için olumsuz rapor düzenlemesi, fiyat indikten sonra da düşük fiyatla yatırım yapması da söz konusu olabilecektir[442].

Danışmanın önceden satın almış olduğu menkul kıymetlerin satın alınması yönünde müşterilerine tavsiyede bulunulması ve daha sonra gelen alım talepleri ile birlikte fiyatın yükselmesi sonucunda önceden satın almış

---

[438] **UNGER**, (Analysts Independence), s.4. Bu raporlar "booster shot" olarak ifade edilmektedir.
[439] **IOSCO**, (Report 2003), s.11; **UNGER**, (Conflict of Interest), s.7
[440] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.20,21. Şirket tahvillerinin faizleri ise %90'ı geçtiği bir dönemde, yüksek getirili tahvilleri içeren yatırım fonlarının getirileri de yüksek olması gerekirken, olması gerekenden düşük çıkmıştır. Bunun da nedeni bankaların fon portföyünde bulunan yüksek getirili tahvilleri portföyden çıkarıp, kendi hesaplarına almaları ve fonlara daha düşük getirili araçların konulmasıdır (**CEZAİRLİ, Adnan**, "*Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları*", Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması (SPK Uluslararası Semineri), Ankara, 1995, (s.127-131), s.129).
[441] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.23 vd; 1995 yılında Micron Technolgy hisseleri 45 dolardan 25 dolara inmiş, bunun üzerine Fidelity Magellan fonu tarafından yapılan açıklamalarda bunun kaçırılmaması gereken çok büyük fırsat olduğu, senedin gerçek değerinin çok altında olduğu ifade edilmiştir. Halbuki sonra öğrenilmiştir ki fon tarafından bu senetler elden çıkarılmak istenilmektedir. Ve gerçekde de senedin değeri daha sonra 9 dolara düşmüş ve bu yüzden danışmanlar istifa etmek zorunda kalmışlardır (**SHKOLNIK**, s.44).
[442] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.21

olduğu menkul kıymetleri yüksek fiyattan satması "scalping" olarak adlandırılmaktadır[443].

Fiyatların, tavsiyesinin etkisi ile yükseleceğini bilen ve bu işlemlerden kazanç elde etmeyi bekleyen danışmanın tavsiyesinin tarafsız olduğunu söylemek mümkün değildir[444]. Bu menfaat ilişkisinin danışmanın vereceği tavsiyeyi yahut hangi menkul kıymeti tavsiye edeceği kararını etkileyeceği doğaldır. Bu durumda danışmanın verdiği tavsiyenin arkasında yatan temel, vereceği tavsiyenin piyasa üzerindeki etkisine ilişkin beklentisidir[445].

Danışman bu eylemden zarar bile etse davranış hilelidir[446]. Tavsiyelerin hisse senedinin piyasa fiyatına etkide bulunup bulunmadığının bir önemi yoktur[447]. Scalping olarak değerlendirilen işlemlerin kısa periyotlarla tekrarlanması, bie başka deyişle işlemin sıklığı iyi niyetli olunmadığına ilişkin eğilimi gösterecektir[448].

Danışmanın hileli ve yanıltıcı eylemi olarak değerlendirilecek olan scalping, sadakat yükümünün ihlalidir[449]. Danışman daha önceden aldığı menkul kıymetleri tavsiyeden hemen sonra satar ise burada çok açık bir

---

[443] **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.723; **FRIEDMAN**, s.17-22,17-23; **HAZEN, Thomas Lee**, Treatise on The Law of Securities Regulation, Vol. II, St. Paul, MINN, 1995, s.110. Müşterisine açıklamadan böyle bir davranış içerisinde bulunması Investment Adviser Actın hilenin önlenmesine ilişkin Section 206 ve 1940 actın section 17 d ve 17 e 1 hükümlerinin ihlali anlamına gelecektir (**FRIEDMAN**, s.17-22,17-23; **FRANKEL**, Vol. II, s.388). SEC v Yun Soo Oh Park (Ocak 2000) olayında olduğu gibi, aylık 200 Dolar ödeyerek abone olan 3.800 müşterisine hizmet vermekte olan ve daha önceden almış olduğu senetleri tavsiye sonrası yükselen fiyatlarla satan Web Sitesi Operatörü Yun Soo Oh Park'ın eylemi scalping olarak nitelendirilmektedir (Olay için bkz. **FRIEDMAN**, s.17-23)

[444] **CASE COMMENT**, s.1348

[445] **CASE COMMENT**, s.1348

[446] **FRANKEL**, Vol. II, s.388

[447] **CASE COMMENT**, s.1348. Konu ileride manipülasyon (SPKn. md 47/A-2) çerçevesinde ayrıntılı olarak incelenecek olup, SPKn md. 47/A-2 hükmünde düzenlenen manipülasyon suçunun neticesi sermaye piyasası araçlarının fiyatının etkilenmesi tehlikesidir. SPKn md. 47/A-2 hükmü, fiili bir "tehlike suçu" olarak düzenlemek suretiyle sonucun gerçekleşmesini şart koşmamıştır. Tehlike suçlarında, doğrudan doğruya bir zararın doğması gerekli olmayıp, suç konusu olarak tanımlanan tehlikeli davranışlar cezalandırılmaktadır. Dolayısıyla, suç konusu fiil manipülatif işlemlerle haksız menfaat temini değil, diğer yatırımcıları aldatma fiilidir. Örneğin kişi alışları ile fiyatı yükseltmek isterken, piyasadaki diğer faktörler nedeniyle fiyat aynı kalmış ve düşmüş olsa dahi maddi unsur gerçekleşmiş olacaktır.

[448] **CASE COMMENT**, s.1348; Capital Gains Research Bureau olayında işlem sıklığı oldulça açık olup, klasik bir scalping olayıdır (**CASE COMMENT**, s.1348).

şekilde menfaat çatışması vardır ve bu bilginin açıklanması gerekmektedir. Ancak danışman daha önce sahip olduğu senetleri tavsiyeden uygun bir süre sonra, mesela 6 ay sonra elden çıkarırsa, danışman tavsiyesinin getirdiği kısa süreli değer artışından her hangi bir menfaat sağlamayacağından, bu durumda sadakat yükümlülüğünün ihlalinden bahsetmek mümkün değildir[450].

Danışman, tavsiye edilen şirkette pay sahibi ise ya da her hangi bir finansal menfaati var ise, tavsiye verilen menkul kıymetlerle ile olan ilişkinin müşterilere açıklanması gerekmektedir[451]. Bu durumda tavsiye verildiği sırada sahip olunan menkul kıymetler müşteriler tarafından da bilinecek ve müşteriler verilen tavsiyeleri çıkar çatışmasını dikkate alarak değerlendirme imkanına sahip olacaktır[452].

Danışman için açıklama yükümlülüğü getirilmesindeki amaç, tarafsız olması gereken danışmanın, sahip olduğu menkul kıymetlere ilişkin tavsiye verirken tarafsız davranamayabilecek olması nedeni ile konu hakkında yatırımcıların dikkatinin çekilmesidir[453]. Amaç, danışmanın menfaat temin etmesinin önüne geçilmesi olmadığından, sahip olduğu menkul kıymetlere ilişkin işlem yapma niyetinde olmasa ve sonrasında da işlem yapmasa dahi danışman müşterileri bilgilendirilmelidir[454]. Bu nedenle sahip olduğu menkul kıymetlere ilişkin olarak kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirmeyen bir danışman, tavsiye sonrasında, sahip olduğu senetler üzerinde her hangi bir işlem yapmadığı savunmasını ileri sürememelidir.

Pek çok kurum, analistlerinin inceleme konusu şirketlerde pay sahibi olmalarına izin verirken, bir kısmı yasaklamaktadır[455]. Danışmanların kendi adlarına işlem yapmalarının yasaklanması da bir çözüm yolu olmakla birlikte,

---

[449] **LEAVELL**, s.1595
[450] **NICKSON**, s.1233
[451] **CASE COMMENT**, s.1347; **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.724; **IOSCO (International Organization of Securities Commissions)**, Statement Of Principles For Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts Of Interest, 25 September 2003 (Statement Of Principles 2003), s.4 vd.
[452] **CASE COMMENT**, s.1347,1348
[453] **NICKSON**, s.1233
[454] **NICKSON**, s.1233

bir başkası üzerine hesap açtırmak suretiyle bu yasağı dolanmak her zaman mümkündür. Bu nedenle işlem yapmayı yasaklamak yerine kamuyu aydınlatmaya yönelik kurallar konulması daha uygun olacaktır[456].

SEC düzenlemeleri uyarınca, inceleme konusu sektörde faaliyet gösteren şirketlerin ilk halka arzından önce pay almaları, analistlerin tavsiyenin verilmesinden ve araştırma raporunun yayınlanmasından veya rating ya da hedef fiyatın değişiminden itibaren 30 gün önce ve yayımı takip eden 5 gün boyunca alım satımda[457] bulunması (blackout periods) ve son verdikleri yatırım tavsiyelerinin tersi yönünde işlem yapmaları yasaklanmıştır[458]. Analistin tavsiyeye konu şirket üzerinde finansal menfati varsa[459] ve %1 ya da daha fazla menkul kıymete sahipse bu açıklanacaktır[460].

İşlem yapılan menkul kıymetlere sınırlama getirilmesindeki amaç araştırma raporları ve tavsiyelerin, belirli bir menfaat elde etmek için hazırlanmamış olmasının engellenmesidir.

---

[455] **UNGER**, (Analysts Independence), s.4. Bkz. **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.4 vd.

[456] **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s 724. CEZAİRLİ'ye göre yetkili kurumların belirli bir oranın üzerinde sahip oldukları senetleri ve tahvilleri alım satımı ve yükleniminin yasaklanması, hisse senedi ve tahvilleri kote edilmiş şirketlerin aracı kurum kurmaları ve bunlarla organik bir bağ içerisinde bulunmaları yasaklanabilir veya aracı kurumlar portföy sahibi olmamalı veya başkası nam ve hesabına alım satım yapan aracı kurumlar ile kendi nam ve hesabına alım satım yapan aracı kurum ayrımına gidilmelidir. Çünkü büyük montanlı işlem yapmak isteyen müşterilerin işlemleri sonucunda fiyatın ne olacağını kestirir ve daha önceden tedbir alarak portföye yön verebilir. Bu da küçük yatırımcının aleyhine sonuç doğurabilecektir (**CEZAİRLİ**, s.130, s.147; Buna ilişkin eleştiriler için **AYTAÇ**, (Yatırımcının Korunması), s.145 vd.)

[457] Şirket hisse senetleri ve bunlara bağlı obtions ve derivativler

[458] NASD Rule 2711, g-1,2,3; NYSE Rule 472, e-1,2,3; Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-35 ve 20-36; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.36; **SCIANNI**, s.281; **SEC**, (Investor Alert), s.3; **SPIDI, Jack/WEISS, Richard**, Sec Announces New Rules To Combat Stock Analyst And İnvestment Banking Conflicts, Community Banker, October 2002, s.42,43. Analist Hold (Tut) veya benzer anlama gelecek neutral, market perform gibi bir rating vermişse, bu setlerin ne alımı ne de satımı yapılabilir (**NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2004), s.12; Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-36).

[459] Option, future, uzun veya kısa pozisyon gibi vadeli işlemler de dahil olmak üzere

[460] NASD Rule 2711, h-1-A,B; NYSE Rule 472, k-1 i c, l iii b; Bkz. **BOSTELMAN**, s. 20-38; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.36; **SCIANNI**, s.281; **SEC**, (Investor Alert), s.3; **SPIDI/WEISS** s.42,43

Analistin tavsiyede bulunduğu menkul kıymete ilişkin stokunu açıklaması çıkar çatışmasını engelleyen en önemli unsurlardan birisidir. Bu durum ayrıca "frontrunning"i de önleyecektir[461].

Bunun yanında danışmanların, yatırımcılara verdikleri tavsiyelerin tersi yönünde kendi hesaplarına alım satım yapmaları istisnai durumların haricinde yasaklanmalıdır[462].

B. "SEC v Capital Gains Research Bureau Inc" olayı

"Capital Gains Research Bureau Inc." kararı yatırım danışmanlarının müşterilerine karşı sadakat yükümlülüğünü ortaya koyan ilk olay olması açısından önem taşımaktadır. SEC v Capital Gains Research Bureau Inc davasında SEC, konuya ilişkin olarak müşteriye bilgi verilmeksizin belirli bir menkul kıymet alımı yönünde tavsiyede bulunmadan önce bunların satın alınması ve tavsiyeden sonra gelen taleple birlikte yükselen işlem hacmi ve fiyattan sonra yüksek fiyatla satılmasını danışmanın sadakat borcunu ihlali olarak değerlendirmiş ve işlemi hileli olarak nitelendirmiştir. ABD yüksek mahkemesi de (United States Supreme Court) SEC kararını onaylamıştır[463].

Olayda Capital Gains Research Bureau Inc. isimli danışmanlık firması ve sahibi Harry SCHWARZMANN davalıdır. Danışmanlık firması "Capital Gains Report" adındaki araştırma raporlarını 5.000 üye müşterisine aylık olarak göndermektedir ve raporun yaklaşık 100.000 kişiye ulaştığı sanılmaktadır. Raporda, fiyatı düşük kalmış menkul kıymetlere ilişkin tavsiyeler yer almaktadır. 15 Mart-7 Kasım 1965 arasında yayımlanan 6 raporda, yatırımcılara uzun dönem için satın alınması gerektiği yönünde tavsiyede bulunulan menkul kıymetler tavsiyeden önce danışman firma tarafından satın alınmış ve tavsiyeden sonra gelen talep ve fiyat artışından sonra satın alınan senetler yüksek fiyattan satılmış ve bu işlemler müşterilere

---

[461] **SPIDI/WEISS**, s.43; Frontrunning için bkz. Bölüm II, § II, I, E
[462] **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.4 vd.
[463] **CASE COMMENT**, s.1343 vd; **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.724 vd; **NICKSON**, s.1228 vd; **RATNER/HAZEN**, s.901 vd.

açıklamamıştır[464]. Satın alınan menkul kıymetin değeri her seferinde raporun dağıtımından sonra gelen taleple birlikte bir iki gün içerisinde yükselmiş ve danışman şirket de yükselen fiyatla senedi satmış ve bu işlemden kar elde etmiştir. Danışman bu işlemleri hiçbir şekilde müşterilerine açıklamamıştır[465].

Bu tespitler çerçevesinde SEC tarafından hazırlanan ön raporda danışmanın tavsiye edilen menkul kıymeti tavsiyeden kısa süre önce almış olması ve bunun daha sonra satılması durumunda bu hususun ilerideki raporlarda açıklanması gerektiği yönünde karar verilmiştir. Komisyon (SEC) tarafından, söz konusu menfaat çatışmasının yani tavsiye edilen hisse senetlerine sahip olunduğunun bir sonraki raporda açıklanması gerektiği ancak açıklanmadığı, bu nedenle bundan sonra benzer durumda açıklama yapılması gerektiği belirtilerek[466], anılan şahsın uyarılmasına karar verilmiştir. Komisyon bu olayı scalping ve işlemelerden menfaat sağlama olarak değerlendirmiş ve danışmanların sadakat yükümlüğü nedeni ile müşterilerine tam bir açıklama yapma ve onları bilgilendirme zorunluluğu içerisinde oldukları gerekçesi ile eylemi hileli ve aldatıcı bulmuş[467] ve açıklama yapması yönünde davalının uyarılmasına karar vermiştir.

Konu mahkemeye intikal etmiş, yerel mahkeme tarafından davalının müşterilerine zarar verme niyetinin de incelenmesi gerektiği, müşterilerin tazmin edilmediği ve maddi kayıplarının giderilmediği ifade edilmiştir. Ancak

---

[464] Başka bir olayda da davalı raporlarda hisse senetlerinin satışını önermiş, raporun dağıtımından hemen önce senetleri açığa satışını yapmış ve daha sonra düşen fiyatla birlikte düşük fiyattan senetleri alarak daha önce sahip olmadığı ve fakat açığa satış yaptığı senetleri yerine koymuş, bir başka deyişle ilk önce yüksek fiyattan satış, sonra da düşük fiyattan alış yapmış ve aradaki fark kadar kazanç sağlamıştır (**NICKSON**, s.1228, dipnot 57).

[465] ABD hukukuna göre (Investment Adviser Act. md. 206 da müşterilerle hileli ve yanıltıcı işlem yapma, yazılı olarak müşteriye bilgi verip onun rızasını almaksızın ve bunun müşteri hesabına olan etkilerini bilerek müşterilerden kendi hesabına menkul kıymet alma ya da satma) müşteriye yazılı bildirimde bulunulmadan yapılan müşteri işlemlerinden menfaat sağlamaya yönelik işlemler hukuk dışı sayılmıştır (**RATNER/HAZEN**, s.901).

[466] SEC'in tavsiye edilen menkul kıymetlere ilişkin menfaat ilişkisinin açıklanması gerekliliği yönündeki kararının sadece capital gainse özel mi yoksa diğer tüm danışmanlara ilişkin mi olduğu açıklık getirilmemiştir. Capital Gains olayında SEC menfaatlerin müşterilere açıklanması gerektiğini belirtirken, daha sonra yapılan düzenleme ile bu kural haline gelmiştir **CASE COMMENT**, s.1349,1350

[467] Investment Adviser Act md. 206 1,2

yapılan incelemede müşterilerine zarar vermeye yönelik niyeti ve müşterilerin zarara uğramış olduğu tam olarak ortaya konamamıştır.

Üst mahkeme (Supreme Court) ise, işlemlerin scalping kapsamında olduğu, davalı danışmanın önceden yapmış olduğu işlemlerin tavsiyelerini etkileyeceği, bu durumun varlığının danışmanın objektif ve tarafsız tavsiyede bulunması yükümlülüğüne zarar verdiği, isteyerek ya da istemeyerek müşterileri lehine olacak yatırım yerine kendi menfaatine olacak tavsiyelerle müşterilerini yönlendirebileceği, yatırım danışmanı olan davalının güven ilişkisi içerisine girdiği müşterilerine karşı azami iyi niyet içerisinde, tarafsız ve objektif olması, çıkar çatışmalarına yol açabilecek davranışlardan kaçınması gerektiği ve müşteriler tarafından makul karar verebilmesi için gerekli olan tüm hususları açıklamak zorunda olduğu, danışmanın sadakat yükümlülüğü uyarınca kişisel menfaatin varlığının açıklanması gerektiği, gerekli açıklamaların yapılması durumunda müşterinin menfaat çatışmasını tespit ederek kendi menfaatine bir karar verebileceği ifade edilmiştir.

Mahkeme tarafından, danışmanın kazanç sağlamasının ya da müşterinin zararının önemli olmadığı[468], buradaki ölçünün kazanç ya da kayıp değil, diğer insanlara menkul kıymetin alınması önerilirken kendileri tarafından tam aksine satış yapılmasının iyiniyetli olduğuna inanmanın mümkün olmadığı ifade edilmiştir.

C. D. Zweig v. Hearst Corp. Olayı

Konuya ilişkin bir diğer olay ise 1969 tarihli Zweig v. Hearst Corp olayıdır[469]. Bu olayda Las Angeles Herald-Examiner için çalışan bir köşe

---

[468] Yerel mahkeme, davalının müşterilerine zarar verme niyetinin ve müşterilerin maddi kayıplarının da incelenmesi gerektiği ifade edilmiştir. Oysaki hangi müşterinin tavsiyeyi temel alarak işlem yaptığını problemi yanında menkul kıymet işlemlerinde zararın ispatı da oldukça zor olduğu açıktır. Ancak alım satım yapan müşterilerin zararının ispat edilemediğine dayanılarak, sadece ileriki benzer işlemlerde kamunun aydınlatılması gerektiği yönünde hüküm tesis etmek de eksiktir (**CASE COMMENT**, s.1346).

[469] Bkz.**RATNER/HAZEN**, s.907. Olayda davacılar, Richard ZWEİG ve Muriel BRUNO (ASİ firması ile birleşen ve bu çeçevede bir anlaşma yapan RGC firmasının ortakları), Davalı Alex CAMPBELL (Las Angeles Herald-Examiner için çalışan bir köşe yazarı), Hearst CORPORATİON (Campbell'in işvereni), HW JAMİESSON ve EL OESTERLE (ASİ yöneticileri). Yazar yazıya konu

yazarı[470] olan Alex CAMPBELL, American Systems Inc (ASI) isimli bir şirketten yaklaşık yarı fiyatına doğrudan 5.000 adet hisse satın almıştır[471]. Alım işleminden 2 gün sonra şirketin durumunu olduğundan daha iyi gösterir bir yazı yayımlanmıştır[472]. Yazıdan sonra yatırımcılardan gelen alım talepleri ile fiyat, bir hafta içerisinde hızlı bir şekilde artarak, yaklaşık %25 değer kazanmış ve yazar da daha önce almış olduğu senetleri yüksek fiyattan satmıştır[473].

Konuyu önemli kılan bir diğer husus ise, yapılan birleşme anlaşmasına istinaden ASI'nin diğer şirket ortaklarına ASI senetlerinin 10 Haziran tarihinden önceki beş kapanış değerinin ortalaması üzerinden ödeme yapacak olmasıdır. Yapılan anlaşmaya göre ASI diğer şirket (RGC) ortaklarına 1.800.000 $ değerinde kendi hisse senetlerini verecektir. Yazıdan sonra fiyatlarda meydana gelen suni artışla birlikte, ASI'nin verecek olduğu senet adedi de azalmış ve bu şekilde yazıdan birleşme anlaşması da dolaylı olarak etkilenmiştir.

Sonuçta mahkeme yazarı davacılara karşı sorumlu bulmamıştır.

şirket senetlerine sahip olduğunu ve yazının ASİ tarafından verilen bilgilere dayanılarak ve bedeli ödenerek yazıldığını belirtmemiştir. Davacılar, ASİ yöneticilerinin yazar CAMPELL ile yaptıkları mülakatta yanlış bilgi verdiklerini, Campellin yazısının Şirket senetlerinin değerinde bir artış meydana getirdiğini ve bu işlemlerden zararlarının doğduğunu, yazarın yazıları ile şirket hisse senetlerini kendi yararına olarak arttırdığı, yazarın şirket senetlerini aldığını bildirmeksizin ve yazısının etkisi ile piyasada meydana gelecek artış sonrası karla senetlerini satma niyetinde oluğunu, yazarın yazıya konu menkul kıymetlere sahip olduğunu ve yazının ASİ'nin bir reklamı mahiyetinde olduğun açıklaması gerektiği, bu şekilde yatırımcıların da yazının altında yatan yazarın düşüncesini değerlendirebilmesine imkan vermesi gerektiğini ifade etmiştir.

[470] Bu olayda yanlış yönlendirmeyi yapan bir yazar olup, Capital Gains Research Bureau Inc olayındakinden farklı olarak burada kayıtlı bir danışman yoktur. Capital Gains Research Bureau Inc olayında Mahkeme hareketi Investment Acta göre hileli ve aldatıcı bulmuştur. Burada ise benzer düzenlemeler içeren Securities Exchange Rule 10 b – 5'e dayanılmıştır.

[471] Senedin alış değeri 3.5/8 iken pay başına 2 $ ödemiştir.

[472] Yazarın ASİ yetkilileri ile yapmış olduğu röportajda yetkililer şirketin karşı karşıya olduğu olumsuz durum hakkında tam ve doğru bilgi vermemişlerdir. Yazar da yazısını yazmadan önce gerekli araştırmayı da yapmamış ve yazısını bu bilgilere sayandırmıştır. Yazarın yazısında yer verdiği ifadelerin yanlışlığın farkında olmadığı söylenebilse de, yazıdan sonra senetlerin değerinin artacağını bilmemesi mümkün değildir.

[473] Yazar yazıdan iki gün önce 2 dolardan almış olduğu hisselerden 2000 adedini yazının yayımından sonraki gün 5 dolardan satmıştır.

RGC bir kısım varlıklarını ASI'ye devretmiş, iyi niyetle işleyen bir piyasanın varlığına güvenerek karşılığında da ASI paylarının gelecekteki değeri 1.800.000 $ olanı kadar pay almayı kabul etmiştir.

Yazar davacılara karşı sorumlu olabilmesi ve zararlarını tazmin etmesi için yazarın davacılara karşı olan yükümlülüğü ortaya konulmalıdır. RGC ve ortağı olan davacıların yazarın okuyucuları ile aynı pozisyonda olduklarını kabul etmek gerekmektedir. Piyasada senetler için oluşan talep senede ilişkin tüm verilerin hatta onu tavsiye edenin kredibilitesi değerlendirilmesi sonucu oluşmaktadır. RGC tam kamuyu aydınlatmanın gerçekleştiği bir piyasanın gücüne inanarak, iyi niyetli bir şekilde kaderini aralarında yazarın okurlarının da yer aldığı piyasa yatırımcılarının eline bırakmıştır. Ama onun yerine manipüle edilmiş bir piyasa ile karşı karşıya kalmıştır. Oysaki yazar farkında değildiyse bile küçük bir çaba ile birkaç ay önce imzalanmış olan anlaşmaya ve koşullarına ilişkin olarak ASI ve RGC den bilgi alabilirdi[474].

D. Konunun Manipülasyon Düzenlemeleri Açısından Değerlendirilmesi

Manipülasyonu kısaca menkul kıymet fiyatlarının yapay olarak kontrolü olarak tanımlamak mümkündür[475]. Manipülatör, diğer kimselerin aleyhine olacak fiktif fiyatı yaratarak, bir kayıptan kaçınmayı veya kazanç sağlamayı hedeflemektedir. Bir faaliyete manipülatif karakter kazandıran öge, onun yasadışı oluşu değil, fiyatın yapay şekilde kontrolüdür[476].

---

[474] **RATNER/HAZEN**, s.911

[475] **ÖZBAY, Remzi**, Hisse Senedi Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler: Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara, 1990s.51. Manipülasyon tanımı, çeşitleri ve yöntemlerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **ÖZBAY**, s.51 vd; **KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Gün İçi Getiri, Volatilite ve Kapanış Fiyatı Manipülasyonu, Ankara, 2005, s.57 vd; **KÜÇÜKSÖZEN** (Manipülasyon), s.17 vd. Manipülasyon genellikle finansal piyasaların, genişlik ve derinlikten yoksun, arz ve talebin sınırlı olduğu, katılımcıların önemli bir kısmının pazarın yapısı ve hisse senedi olgusu hakkında yeterince bilgi sahibi olmadığı, oyunun kurallarının konmadığı ya da yeterince bilinmediği veya kollanmadığı dönemlerde kendini gösteren, gerçekte kriminal bir faaliyettir (**ÖZBAY**, s.51). Aynı yönde bkz. **TEZCANLI, Meral Varış**, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul, 1996, s.122

[476] **ÖZBAY**, s.52

Manipülasyon temel olarak bilgi bazlı manipülasyon (Information Based Manipulation) ve işlem bazlı manipülasyon (Trade Based Manipulation) olmak üzere iki başlıkta incelenmektedir. Bilgi bazlı manipülasyon yanlış ve yanıltıcı bilgi ve haber yaymak suretiyle gerçekleştirilen manipülatif işlemlerdir. İşlem bazlı manipülasyon ise alım ve satım yapmak suretiyle gerçekleştirilen manipülatif işlemlerdir[477].

İşlem bazlı manipülasyon SPKn. md. 47/A-2 hükmünde, bilgi bazlı manipülasyon ise SPKn. md. 47/A-3 hükmünde düzenlenmiştir. SPKn. md. 47/A-2 hükmünde, yapay olarak sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenlerin cezalandırılacağı hükme bağlanmıştır. Bunun yanında SPKn. md. 47/A-3 hükmünde sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren; haber yayan; yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenlerin cezalandırılacağı hüküm altına alınmıştır[478].

---

[477] Manipülasyonun sınıflandırılmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **KÜÇÜKKOCAOĞLU**, s.58 vd; **KÜÇÜKSÖZEN**, s.18 vd; **TEZCANLI**, s.125 vd.

[478] Bunun yanında SPKn. md. 46/i hükmüne göre, Kanunun 47. madde A hükmünde sayılan fiillere doğrudan ya da dolaylı olarak iştirak ettikleri Sermaye Piyasası Kurulu'nca tespit edilen gerçek ya da tüzel kişilerin, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda geçici veya sürekli olarak işlem yapmasının onlenmesini teminen gerekli tedbirleri almaya Sermaye Piyasası Kurulu yetkili kılınmıştır. Bu güne kadar SPK uygulaması dikkate alındığında söz konusu tedbirin ağırlıklı olarak SPKn. md. 47/A-2 hükmünde düzenlenmiş olan manipülasyon faaliyeti için uygulandığı görülmektedir.

Konuya ilişkin olarak İMKBY md. 23 hükmüne göre *"Aşağıdaki şartların varlığı halinde, Borsa Başkanı iki veya daha fazla borsa üyesinin başvurusu üzerine ya da re'sen, üye ve/veya menkul kıymet bazında bekleyen emirleri ve/veya gerçekleşen işlemleri belirli bir zaman dilimi içinde veya zaman dilimine bağlı olmaksızın iptal edebilir.*

a) *Bilgisayar ortamından kaynaklanan hata oluşmuş ise,*

b) *Gerçekleşen işlem üyelerden en az birinin hatalı emri sonucunda oluşmuş ise,*

c) *24 üncü madde kapsamında belirtilen ve yapay fiyat ve piyasa oluşturulmasında yasaklanan hallerin herhangi birinin varolduğu tespit edilmişse,*

d) *Üye ve/veya menkul kıymetlerin işlemlerini durduracak diğer maddi unsurların ortaya çıkması halinde,*

İptal kararları verildikleri günü izleyen ilk iş günü çıkan Borsa Bülteni'nde ve Borsa'da ilan edilir.

Konu yatırım danışmanları açısından incelendiğinde, kendilerinin, çalıştıkları kurumların ya da ilgili diğer kişi ve kurumların sahip olduğu portföye göre senet değerlerini etkileyecek şekilde yorum ve tavsiyede bulunulması halinde anılan fiil bilgi bazlı manipülasyon (SPKn. md. 47/A-3) kapsamında değerlendirilecektir. Ancak hemen belirtelim ki yatırım danışmanları bilgiden çok yorum sunduğundan ve subjektif nitelikte olan yorumun yalan, yanlış ve yanıltıcı olduğunun ispatı oldukça zordur. Ancak bu durumda danışmanın ya da ilgili kurumun portföyü dikkate alındığında bu yönde bir sonuca ulaşılırsa kastın varlığını karine olarak esas almak uygun olacaktır.

Öte yandan yatırım danışmanlığı kapsamına girmemekle birlikte, medya ve elektronik ortamda sunulan yorum ve tavsiyelerde de sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı bilgi ve yorumlara yer verilmesi halinde de yine bilgi bazlı manipülasyon (SPKn. md. 47/A-3) kapsamında sorumluluk söz konusu olacaktır.

E. Konunun Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanlar Açısından Değerlendirilmesi

Broker ya da diğer piyasa katılımcılarının, bir sermaye piyasası aracına ilişkin büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı, önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak, menfaat elde etmek amacı ile müşteri

---

(c) bendinde belirtilen hususların tespiti halinde, ilgili üye veya üyeler hakkında disiplin kovuşturması yapılır. Konu ile ilgili olarak ortaya çıkacak zarar ilgili üye veya üyelere tazmin ettirilir."

İMKBY md. 24 hükmüne göre ise *"Üyeler yapay piyasa oluşturmak maksadıyla aşağıda sayılan faaliyetlerde bulunamazlar.*

a) Bir menkul kıymette gerçeği uygun olmayan ve görüntüde aktif bir piyasa izlenimi yaratmak maksadıyla;

- Menkul kıymetin sahipliğinde gerçek anlamda değişim yaratmayan bir dizi alım satım yapmak,

- Fiyat ve miktar bakımından piyasayı yanlış yönlendirecek mahiyette Borsa emri vermek,

b) Bir menkul kıymette tek başına veya başkaları ile birlikte, diğer üyeleri o menkul kıymeti alıp satmaya yöneltmek maksadıyla bir dizi işlemle;

- Menkul kıymet için görünürde aktif bir piyasa olduğu izlenimi yaratmak,

- Menkul kıymetin fiyatında yapay olarak artış veya düşüşe neden olmak,"

Ayrıca bkz. 765 sayılı (Eski) TCK md. 358; 5237 sayılı (Yeni) TCK md. 237

emrinden önce, müşteri emrine konu olan veya ilgili sermaye piyasası aracı üzerinde işlem yapması Frontrunning olarak nitelendirilmektedir[479]. Büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak işlem yapan herkes suçu işleyebilecektir. Örneğin bir yatırım danışmanının bir müşterisinin büyük miktarlı işlemine ilişkin bilgi sahibi olarak müşteriden önce işlem yapması halinde yatırım danışmanı fiili işleyen kişi olacaktır[480]. Bir araştırma raporuna dayanılarak tavsiyede bulunulmasından önce ya da söz konusu tavsiyenin özümsenmesi için gerekli zaman geçmeden alım satım işlemi gerçekleştirilmesi araştırma tavsiyesi ile bağlantılı frontrunning (frontrunning connected with a research rocemmendation) olarak nitelendirilmektedir. Buna göre raporda yer alan tavsiye hakkında bilgi sahibi olanlar tavsiye yönünde işlem yapmaktadırlar. Tavsiye alım yönünde ise tavsiyenin kamuya açıklanmasını müteakip, önceden aldığı tavsiyeye konu sermaye piyasası aracını satarak kar elde etmesi, satım yönünde ise önceden aldığı tavsiyeye konu sermaye piyasası aracını satabildiği için sermaye piyasası aracının fiyatındaki düşüşten etkilenmeyerek kaybını önlemesi mümkün olacaktır[481].

Frontrunning'de tavsiyeye konu sermaye piyasası aracında, araştırma raporunun kamuya açıklanmasından önce, tavsiye yönünde pozisyon alınarak menfaat sağlanması söz konusu iken, scalping'de pozisyon alınan sermaye piyasası aracından menfaat sağlamak amacıyla pozisyon alınan sermaye piyasası aracına ilişkin olarak tavsiyede bulunulmaktadır. Frontrunning'de süreç, tavsiyenin araştırma raporunda yer alması, tavsiye yönünde pozisyon alınması ve nihayet tavsiyenin kamuya açıklanması ile menfaat sağlanması şeklinde işlerken, scalpingde, hali

---

[479] **GÜREL, Pınar**, Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanların Sorumluluğu, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2003, s.4. Konuya ilişkin ABD ve diğer ülke düzenlemeleri için bkz. **GÜREL**, s.27 vd.

[480] **GÜREL**, s.5

[481] **GÜREL**, s.15. Yatırım danışmanlığı hizmeti veren bazı kurumlar, verecekleri tavsiyeden önce ilgili sermaye piyasası araçlarından yüklü miktarda alım yapmakta ve tavsiye edilecek sermaye piyasası araçlarını, tavsiye nedeniyle artacak talebi karşılamak ve böylece hızlı fiyat artışlarını önlemek amacı ile stokladıklarını, anılan işlemin hukuka aykırı olmadığını ileri sürmektedirler (**GÜREL** s.15).

hazırda mevcut olan pozisyondan menfaat sağlanması amacıyla tavsiyede bulunulması şeklinde işlemektedir[482].

Frontrunning SPKn. md. 47/A-I hükmünde düzenlenmiş olan içerden öğrenenlerin ticareti (Insider Treading) kapsamında değerlendirilmektedir[483].

II. KOMİSYON GELİRLERİ NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI (CHURNING)

Aracı kurumlar müşterilerine yatırım danışmanlığı ya da portföy yöneticiliği gibi hizmetler de vermekle birlikte asıl gelir kaynakları aracılık komisyonları olduğundan, müşterilerini alım satım işlemi yapmaya isteklendirme eğilimindedirler[484]. Danışman ise kurumunun menfaatlerini gözeterek işlemde bulunmak, kurumun kendisine koyduğu hedefleri tutturarak işini korumak ve kişisel gelirini arttırmak amacındadır[485].

Bir taraftan komisyonlar vasıtası ile gelirini artırmak isteyen aracı kuruluş, diğer taraftan risk almak istemeyen yatırımcılar olacaktır. Aracı kuruluşun komisyon bedelinin artmasına ilişkin çıkarı ile müşterinin en fazla getiriyi elde etmek istemesi arasındaki çıkar çatışmaktadır[486]. Bu tür çıkar çatışması, danışmanlık hizmetinin menkul kıymet alım satımına aracılık eden kurumlar tarafından verilmesinden kaynaklanmaktadır[487].

---

[482] **GÜREL**, s.15

[483] **GÜREL**, s.17 vd. İçeriden öğrenenler ticaretine ilişkin açıklamalar için bkz. İkinci Bölüm, II, C, 2

[484] **GORMAN**, s.481; (Discussion Paper 2002), s.17

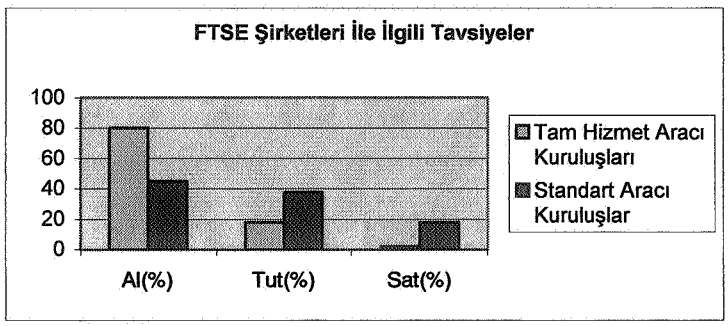
[485] **WAYMIRE**, s.63

[486] **ASLAN**, s.10; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.17; **GORMAN**, s.481

[487] **FRANKEL**, Vol. II, s.390. İngilterede FSA tarafından FTSE 100 şirketleri üzerinde yapılan bir araştırmada alım satıma aracılık hizmeti sunan kurumların FTSE 100 şirketlerine %80 oranında al, %18 oranında tut ve %2 oranında sat tavsiyesinde bulunurken, bu hizmetleri sunmayan kurumların %45 al, %38 tut ve %17 sat tavsiyesinde bulundukları sonucuna ulaşılmıştır (**FSA**, (Discussion Paper 2002), s.18,19).

Pek çok yatırımcı danışmanların tavsiyeleri doğrultusunda portföylerini değiştirmektedir[488]. Olumlu (pozitif) rapor ve tavsiyeler yatırımcıların daha çok işlem yapmasına ve dolayısı ile aracı kurumun komisyon gelirinin artmasına yol açacaktır[489]. Bu sebeplerle aracı kurumlar içgüdüsel olarak olumsuz rapor düzenlememe eğilimindedirler[490].

Satın alınan menkul kıymetin bir süre elde tutulması müşteri menfaatleri açısından gerekli olabilir, ancak her hangi bir işlem yapılmaması durumunda aracı kuruluşun hiç bir komisyon geliri elde edemeyeceği açıktır. Bunun yanında bazı menkul kıymet işlemleri arasında komisyon oranları açısından farklılık olabilir[491]. Bu durumda yetkili kurumlar daha fazla komisyon geliri elde edebilmek için müşterilerini, yatırım planı ve çıkarlarına uymasa bile gereksiz ve riskli olan yatırımlara yönlendirebilirler[492].



Tablodan da görüldüğü üzere alım satıma aracılık hizmeti veren kurumlar ağırlıklı olarak alım yönünde tavsiyede bulunurken, tut yönünde verilen tavsiyelerde de bariz bir fark bulunmaktadır. ABD'de yapılan araştırmalarda da aracı kurumlar tarafından ağırlıklı olarak (%70 civarında) al yönünde tavsiyede bulunurken, sat yönündeki tavsiyelerin ise %1-2 arasında olduğu tespit edilmiştir. Bu araştırmalar için bkz. **ASLAN**, s.12; **CROCKETT/HARİS/MİSHKİN/WHİTE**, s.19; **GORMAN**, s.490; **SHKOLNIK**, s.48; **CROCKETT/HARİS/MİSHKİN/WHİTE**, s.19

[488] **LEAVELL**, s.1570; **WAYMİRE**, s.59

[489] **LEAVELL**, s.1570; **SEC**, (Investor Alert), s.3; **IOSCO**, (Report 2003), s.9; **UNGER**, (Conflict of Interest), s.2; **UNGER**, (Analysts Independence), s.3; **WAYMİRE**, s.59

[490] **UNGER**, (Analysts Independence), s.3

[491] **GORMAN**, s.481. Yatırımcıların daha fazla işlem yapması için ve dolayısı ile komisyon gelirlerinin artırılması için tut tavsiyesi yerine al veya sat tavsiyesinde bulunma eğilimi gösterilmektedir. **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.18

[492] **GORMAN**, s.481; **WAYMİRE**, s.63. Portföy yönetimine ilişkin olarak bkz. **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.266, s.273; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.142, s.146; **KARAKAŞ**, s.91,92. Mesela hazine bonosu al 2 yıl bekle yönünde bir tavsiye yatırımcının menfaatine olsa bile, bu işlemden aracı kuruluşun elde edeceği gelir kısıtlı olacağından ve iki yıl süre ile bu para her jangi bir alım satım işlemine konu olmayacağından, aracı kuruluş da her hangi bir komisyon geliri elde edemeyecektir, bu nedenle yatırım danışmanının bu şekilde bir tavsiyede bulunması aracı kuruluşun hiç menfaatine olmayacaktır.

Danışmanların salt yatırımcılara işlem yaptırmak ve buradan çalışmış olduğu kuruma komisyon kazancı sağlamak amacı ile tavsiyede bulunması "Churning" olarak nitelendirilmekte olup[493], danışmanların çalıştıkları kurum lehine aracılık işlemi ve dolayısıyla komisyonu yaratmak amacıyla müşteri menfaatini düşünmeden ve en iyi yönetimi sunmadan tavsiyede bulunmaları sadakat yükümlülüğünün açık bir ihlalidir[494]. Tavsiye edilen menkul kıymet alım satımının amacı ve gerekliliği dikkate alınarak danışmanın amacı ve sadakat yükümlülüğünü ihlal edip etmediği belirlenecektir[495].

Verilen tavsiyeler sonucunda yapılacak işlemlerden komisyon geliri gibi her hangi bir çıkar sağlanması durumunda bu işlemlerdeki çıkarlar müşteriye açıklanmalıdır[496].

III. YETKİLİ KURUMUN SUNDUĞU DİĞER HİZMETLER NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI

A. Genel Olarak

Çıkar çatışmasının bir diğer nedeni ise aracı kuruluşların pek çok hizmeti bir arada sunmasıdır[497].

Yetkili kurumlar birincil ve ikincil piyasada asimetrik bilgiye neden olabilecek pek çok hizmeti birlikte sunmaktadır. Birincil piyasada yeni hisse senedi satışı yapmakta, birleşme ve kazanç (merger acquisition) için tavsiyede bulunmakta, ikincil piyasada aracılık yapmakta (broker dealer) ve

---

[493] Bkz. **LEAVELL**, s.1595. Salt komisyon almak için müşterilerin işlem yapmaya yönlendirilmesinin yasak olması da "antichurning rule" olarak nitelenmektedir (**SALMANOWITZ** s.1087). Danışmanın, makul ihtiyaçların ötesinde müşterinin belirli hizmetleri yoğun şekilde kullanmasını tavsiye etmesi de churning mahiyetindedir (**FRANKEL**, Vol. II, s.390).

[494] **FRANKEL**, Vol. II, s.378; **LEAVELL**, s.1595

[495] **FRANKEL**, Vol. II, s.391

[496] **MACHARG/KAMEDA**, s.312

[497] **ASLAN**, s.10; **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.9,10; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.16; **GORMAN**, s.481,482; **McVEA**, s. 39. Alım satıma aracılık dışında, halka arza aracılık (yüklenim), birleşme ve devralmalarda danışmanlık gibi hizmetler yatırım bankacılığı hizmetleri (investment banking service) ya da corporate finance olarak adlandırılmaktadır. Pek çok finansal hizmeti bir arda sunan kurumlar, full service investment firm, broker-dealer, sell-side firm, banking group, multi service firm veya multi product firm olarak nitelendirilmektedir (Bkz. NYSE Rule 472, 20; NASD 2711 a-2; **ASLAN**, s.9; **IOSCO**, (Report 2003), s.8; **ŞEN**, s.7).

her iki piyasada da araştırma hizmeti sunmaktadırlar. Piyasa yapıcılığı ve kendi portföylerine alım satım (proprietary trading) da eklendiğinde bu hizmetler bilgi toplama ve kullanmada birbirlerini tamamlamaktadırlar[498]. Analistler ayrıca, kurumsal yatırımcılara menkul kıymetlerin pazarlanması ve satılması faaliyeti içerisinde yer alarak, yatırım bankacılarının potansiyel kurumsal yatırımcılarına pazarlama amaçlı yaptıkları "Road Show"larda destek hizmetinde bulunmaktadırlar[499].

Yetkili kurumların sunmuş oldukları diğer faaliyetler, analistin başka güdülerle hareket etmesine ve küçük yatırımcıların menfaatini unutmasına yol açmaktadır[500]. Analistlerin yetenek ve bilgilerini diğer hizmet birimleri için kullanmak zorunda kalmaları halinde, raporların doğruluğu, ilgilenilen faaliyetin getirisinin artırılması yönünde değişebilmektedir. Bu durumda birden çok hizmet sunan aracı kuruluşlarda araştırma ve tavsiyelerin tamamen bağımsız olmasından söz etmek mümkün değildir[501].

Yetkili kurum sunmuş olduğu hizmetler açısından diğer kurumlarla rekabet içerisinde olup, haklarında olumsuz rapor düzenlenen şirketlerin mevcut ya da potansiyel hizmet taleplerinde, başka bir kurumu tercih etmeleri söz konusu olabilecektir[502]. Şirketle olan uzun vadedeki hizmet alımı ve sunulması ilişkisini etkileyeceğinden, yetkili kurumlar değerlendirme konusu şirketin kendileri ile çalışmasını teminen ve iyi ilişkilerin devamı için içgüdüsel olarak olumlu rapor hazırlama ve tavsiyede bulunma eğilimindedirler[503].

Analistler yetkili kurumun sunmuş oldukları diğer hizmetlerin parçası haline gelmekte, objektif ve tarafsız raporlar düzenlemek yerine, diğer

---

[498] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.13
[499] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.13; **IOSCO**, (Report 2003), s.4,5
[500] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.13
[501] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.17
[502] **SEC**, (Investor Alert), s.2,3
[503] **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.727; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.21,22; **UNGER**, (Analysts Independence), s.3. FSA tarafından FTSE 100 şirketleri üzerinde yapılan araştırmada, İnvestment banking olan kurumlarda çalışan analistlerin diğerlerine göre iki kat daha fazla %80-%45 buy tavsiyesi düzenlediği tespit edilmiştir (**FSA**, (Discussion Paper 2002), s.3)

bölümlere müşteri kazandırmayı hedef tutarak mevcut ya da potansiyel müşteriler hakkında olumlu rapor düzenlemektedirler. Hatta bazı şirketlerden rapor için para alınmakta ve fakat bu husus açıklanmamaktadır[504].

Analistin araştırmaları ve tavsiyelerinin aracı kuruluşun hizmet verdiği şirketlerle olan ilişkisinden etkilenmemesi ve bu ilişkiden doğan çıkar çatışmasının önlenmesi için, rapor ve tavsiyeleri hazırlayan birimler arasında güçlü bariyerler konulmalı, potansiyel çıkar çatışmalarını sınırlamak ve diğer birimlerin analistin raporlamalarına etki yapmamaları için analistin investment banking (yatırım bankacılığı) bölümü faaliyetlerinde yer alması (satışta ve road show'larda) yasaklanmalı, analistin tavsiyede bulunduğu şirkete aracı kurum bir investment banking (yatırım bankacılığı) hizmeti vermişse bu açıklanmalıdır[505].

Aracı kuruluş ya da analistin inceleme konusu şirketle olan çıkar çatışmasını doğuracak her hangi bir ilişkisi hakkında yatırımcılar tavsiye verilmezden önce bilgilendirilmelidir[506]. Kurumlar doğrudan ya da dolaylı olarak olumlu rapor, rating ya da fiyat hedefi teklif etmemeli ve rating ya da fiyat hedefini değiştirme baskısını kullanarak ilgili şirketten her hangi bir menfaat ya da iş ilişkisi temin etmeye çalışmamalıdır[507].

SEC düzenlemeleri uyarınca, ilgili şirkete son 12 aylık dönemde her hangi bir hizmet sunulup sunulmadığı ya da bir gelir sağlanıp sağlanmadığı veya sonraki 3 aylık döneme ilişkin olarak bir hizmet sunumu ya da gelir temini muhtemel ise konuya ilişkin açıklama yapılması öngörülmüştür[508].

---

[504] **NAZARETHI**, s.2; **ŞEN**, s.21. NASD 2711 ve NYSE 472 de yer alan analistin bildiği ya da bilmesi gereken çıkar çatışması durumlarını açıklaması gerektiğine ilişkin hükümler rutin işlemlere ilişkin olup, kurumun gizli, kamusal olmayan maddi bilgilerinin açıklanmasına ilişkin değildir (**NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2002), s.9).

[505] **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.6

[506] NASD Rule 2711, h-1-C; NYSE Rule 472, k-1 iii d; Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-38 vd; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.35,36; **FRANKEL**, Vol. II, s.662; **IOSCO**, (Report 2003), s.12; **SCIANNI**, s.282,283; **SPIDI/WEISS**, s.42,43

[507] NASD Rule 2711, e; NYSE Rule 472, g. Ayrıca bkz. **BOSTELMAN**, s.20-27; **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.6

[508] NASD Rule 2711, h-2; NYSE Rule 472, k-1 i a. Ayrıca bkz. **BOSTELMAN**, s.20-39 vd; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.35,36; **SCIANNI**, s.282-283; **SPIDI/WEISS**, s.42,43

Hizmet sunulan şirketlerle diğer şirketler arasında değerlendirmelerin objektifliği açısından her hangi bir fark olmaması gerekmektedir. Bu konuda yatırımcıların bilgilendirilmesi çerçevesinde, SEC düzenlemeleri uyarınca, her üyenin hem toplam hem son 12 ayda hizmet vermiş oldukları şirketlere ilişkin buy, hold/neutral ve sell rating oranlarını her bir katagori itibari ile açıklamaları gerekmektedir[509].

Yapılan düzenlemeler ile, yatırım bankacılığı departmanı ile araştırma departmanı arasındaki ilişki asgariye indirilmiş, yatırım bankacılığı bölümünün araştırma departmanını denetlemesi yasaklanmıştır[510].

B. Konunun İçerden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading) Düzenlemeleri Açısından Değerlendirilmesi

Birçok finansal hizmetin tek bir kurum tarafından birlikte verilmesi durumunda, sunulan diğer hizmetler nedeni ile öğrenilen kamuya açık olmayan bilgiler araştırma bölümü ya da danışmanlar tarafından kullanılmak suretiyle müşterilere tavsiyede bulunabilecektir[511]. Kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak işlem yapılması ve tavsiyede bulunulması ya da bunların kamuya açıklanması yasak olup, yetkili kurumların, kendilerine hizmet verilen

---

[509] NASD Rule 2711, h-5; NYSE Rule 472, k- i g. Ayrıca bkz. **BOSTELMAN**, s. 20-43, **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.9 vd. Üyelerin her bir derecelendirmenin oranını açıklamasına, ilgili dönemde %58 "al (buy)" rating, %15 "tut (hold/neutral)", %27 "sat (sell) rating verildiği örnek verilebilir. Diğer hizmet müşterileri için verilen hizmet için de bu oranlama yapılmalıdır, mesela hizmet verilen 25 şirketten 20 si için buy tavsiyesi verilmiş ise %80 buy şeklinde açıklama yapılmalıdır. Eğer üye bu derecelendirme ifadelerini kullanmıyorsa bu üçüne karşılık gelen kendi kullandığı derecelendirme sistemine göre bunu açıklamalıdır, Normal derecelendirme dışında uzun (long), orta (intermediate), kısa (short) gibi zamansal derecelendirme kullanıyorsa buna göre de oransal açıklama yapılmalıdır (**NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2002), s.10).

[510] NASD Rule 2711, b-1; NYSE Rule 472, b-1; Bkz. **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.35; **SCIANNI**, s.280,281; **SEC**, (Investor Alert), s.3

[511] **GORMAN**, s.476; **HAZEN**, Vol. II, s.47,48. Mesela bir büyük kurumsal yatırımcı, yatırım bankacısına bir başka şirket için tender offer yapmaya niyetinin olduğunu açıklamıştır. (Bu bilgi normal usulde o senedin fiyatlarının artmasına sebep olacaktır). Yatırım bankacısı bu bilgiyi araştırma birimi ya da yatırım danışmanı ile paylaşması halinde, bunlar da bu bilgiye dayanarak müşterilerine hedef şirketin menkul kıymetlerinin alımını tavsiye edeceklerdir. Tender offer kamuya açıklandığında ise bunu müşteriler bunu karlı şekilde satma imkanı olacaktır. Bu insider tradingin klasik bir örneğidir (**GORMAN**, s.477).

müşterilerin kamuya açık olmayan bilgilerinin güvenliğini sağlama görevi bulunmaktadır[512].

SPKn. md. 47/A-1 hükmüne göre "Sermaye Piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticareti (Insider Trading) olarak nitelendirilmektedir[513]. Madde ile içerden öğrenenler ticareti, suç oluşturan bir fiil olarak düzenlenmiş ve cezai yaptırıma bağlanmıştır[514].

Madde hükmüne göre, bu fiili işleyen herkes içerden öğrenen sıfatını kazanamamakta, sadece hükümde yer verilen kişiler fiili işlediği takdirde suç oluşmaktadır. Buna göre ancak ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hakim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumunda

---

[512] **GÜNAL**, s.514; **HAZEN**, Vol. II, s.47,48. Dirks v SEC 1983 olayında yatırım danışmanı Raymond DİRKS, bir yatırım fonunun (equity fund) önceki çalışanları ile kurduğu ilişki neticesinde bazı bilgileri temin etmiş, kendisine fonun ciddi bir hileli ve yasal olmayan işlemleri olduğu ifade edilmiştir. Danışman da müşterilerine mevcut fiyatın sürdürülemeyeceğini ve hisse fiyatında ciddi bir düşme olacağını ifade ederek bu fonun paylarını satmalarını söylemiştir. SEC'de içerden bir bilginin yayıldığını ve bu şekilde insidere ilişkin hükümlerin ihlal ettiğini belirtmiştir (**LANGEVOORT**, (Investment Analyst), s.1032).

[513] İçerden öğrenenlerin ticaretini kısaca içerideki bilginin kullanılması suretiyle menfaat sağlayıcı menkul kıymet işlem yapılması olarak tanımlanabilir. Biraz daha ayrıntılı bir tanımlama yapmak gerekirse, içerden öğrenenlerin ticareti, firmanın ticari faaliyetleri, mali yapısına ilişkin gizli bilgilerin şirkete ait hisse senedinin gelecekteki piyasa değerini değişirme amacı ile kullanımı ile menkul kıymet işlemi yapılması sonucunda bir kazanç sağlama veya muhtemel bir zarardan kaçınılmasıdır (**TEZCANLI**, s.14). İçerden Öğrenenlerin Ticareti'nin tanım ve unsurları içib bkz. **TURANBOY, Asuman**, Insider Muameleleri, Ankara, 1990, s.39 vd. ABD'de İnsider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, İngiltere'de Criminal Justice Act 1993, Avrupa Birliğinde ise 13 Kasım 1989 tarih ve 89/592/EEC sayılı Konsey Direktifi (Insider Trading Direktifi) konuya ilişkin düzenlemelerdir. Yurt dışı düzenlemelerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **TEZCANLI**, s.49 vd, Avrupa Birliği Direktifi için bkz. **TEMİR**, s.243 vd.

[514] Türk hukukunda konuya ilişkin bir diğer yasal düzenleme ise 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamalarının Düzenlenmesine ve Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamalerde Değişiklik Yapılmasına dair Kanunun 7. maddesidir. Konuya ilişkin açıklamalar ve anılan Kanun'da yer alan düzenlemelerin SPKn.'da yer alan insider düzenlemeleri ile karşılaştırılmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **MANAVGAT, Çağlar**, Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), Ankara, 1997, (Aleni Pay), s.250 vd.

olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumundaki kişiler bu suçu işleyebileceklerdir[515].

Kamuya açıklanmamış önemli bilgiye dayanarak işlem yapmanın yanı sıra bu bilgiyi üçüncü kişilere aktarmak da, diğer koşulların da varlığı halinde içerden öğrenenler ticaretini oluşturacaktır[516].

Tüzel kişilerin insider düzenlemeleri açısından sorumluluğu ise tartışmalı olup, MANAVGAT, bir aracı kuruluşun danışmanlık hizmetlerini yürüten biriminin, danışmanlığını yaptığı kurumdaki olumsuz gelişmeleri öğrenmesi üzerine, sermaye piyasası işlemlerini yürüten birimdeki görevlinin bu ortaklığın hisse senetlerini satması durumunda tüzel kişinin sorumlu olacağını ifade etmektedir[517].

SPKn. md. 47/A-1 hükmünde sayılan statüdeki kişiler, belirli kurumlara mensup oldukları takdirde içerden öğrenen olabilmektedirler. Sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek önemdeki bilginin kaynağı genellikle ihraççıdır. Sermaye piyasası kurumları ise doğrudan bilginin kaynağı olmamakla birlikte, faaliyet alanları itibariyle bilgiye ulaşma imkanına sahiptirler. Özellikle aracı kurumların, menkul kıymetlerinin halka

---

[515] İçerden öğrenenler ticareti nedeni ile sorumlu olabilecek kişilere ilişkin olarak bkz. **TURANBOY**, s.75 vd, 126 vd; Kim insiderden sorumlu tutulabilir. Bir teoriye gör kim şirkete ve hissedarlarına karşı sadakat (fiduciary) yükümlülüğü varsa o sorumludur. İnsider terimi klasik teoriye göre avukatlar, yatırım bankacıları ve muhasebecileri gibi geçici insiderları de alacak şekilde genişletilmiştir. Ayrıca bunlardan bilgi alan diğer kişiler de eklenmiştir. Bunun için de kötüye kullanma (misappropriation) teorisi geliştirilmiştir. Buna göre sadakat yükümü olsun ya da olmasın kamuya açıklanmamış bilgiyi kötüye kullanan kişi sorumludur (**GORMAN**, s.479); Ayrıca bkz. **TURANBOY**, s.108 vd.

[516] **MANAVGAT, Çağlar**, Türk Hukukunda İçerden Öğrenen Kavramı, BATIDER, Aralık 1998, C. XIX S.4 (İçerden Öğrenen), s.183. MANAVGAT'a göre tüzel kişinin yöneticisi ya da çalışanı, sahip olduğu bilgiyi tüzel kişinin menfaatine üçüncü kişilere aktarması ve bu fiilin görevi içerisinde yer alması durumunda, tüzel kişinin içerden öğrenen sıfatı söz konusu olacaktır. Mesela bir aracı kurumdaki müşteri temsilcisinin sahip olduğu kamuya açıklanmamış önemli bir bilgiyi müşterilerine aktarması halinde aracı kurumun sorumluluğunu kabül etmek gerekir **MANAVGAT**, (İçerden Öğrenen) s.183. Konu bu yönü ile yatırım danışmanlığı açısından değerlendirildiğinde, yatırım danışmanının öğrenmiş olduğu kamuya açıklanmamış bilgileri danışmanlık hizmeti alan yatırımcılara aktarması halinde aracı kurumun sorumluluğu söz konusu olacaktır. Zira bu durumda, danışmanın görevi içerisinde bu fiili işlediği ve aktarılan bilgiler nedeni ile her ne kadar doğrudan yatırımcılar menfaat sağlasa da iyi bir danışmanlık hizmeti verilmiş olması nedeni ile aracı kurumun sağlayacağı itibar yönü ile de aracı kurumun da menfaati söz konusu olacaktır.

arzına aracılık ettikleri ortaklıklar hakkında önemli bilgiye sahip olmaları mümkündür. Bunun yanında yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimine yetkili sermaye piyasası kurumlarının da bilgiye ulaşma avantajı bulunmaktadır[518].

Kanun'da düzenlenmiş olan içeriden öğrenen olabilecek katogorilerden birisi de diğer personeldir. SPKn. md. 47/A-1 hükmünde sayılan ortaklıkların yönetim kurulu ve denetim kurulu üyeleri ile yöneticileri dışında kalan tüm personel kanundaki ifadesi ile diğer personel olarak değerlendirilecektir[519].

İhraççılar ve sermaye piyasası kurumları ile ilişkili belirli statüdeki kişiler içerden öğrenen olabilecektir. Konu yatırım danışmanları açısından incelendiğinde ise, yatrırım danışmanlığı hizmeti veren kurumların sermaye piyasası kurumu olduğunda kuşku yoktur. Öte yandan yatırım danışmanlarını kanunda yer alan statülerden olan anılan kurumların yönetim ya da denetim kurulu üyeleri yahut yöneticileri dışındaki kanundaki ifadesi ile "diğer personel" olarak değerlendirmek mümkündür. Bu durumda yatırım danışmanının çalıştığı kurumdan, mesleği gereği edinmiş olduğu, mesela araştırma bölümü ile ilişkileri nedeni ile elde ettiği sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak müşterilerine vereceği tavsiyeyi hazırlaması durumunda yatırım danışmanının sorumluluğu söz konusu olacaktır.

Ancak burada danışmanın danışmanlık hizmeti verdiği kişi ve kurumlardan elde etmiş olduğu bilgiler açısından bir ayrıma gitmek gerekmektedir. İçerden öğrenen sıfatını kazanabilecek olan bir diğer grup da meslek ve görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek

---

[517] **MANAVGAT**, (İçerden Öğrenen), s.182. Ayrıca bu yöndeki ABD mahkeme kararı için (SEC, Boston Corp davası) bkz **LANGEVOORT, Donald C**, İnsider Trading Regulation, 1990 (Insider Treading), s.382

[518] **MANAVGAT**, (İçerden Öğrenen), s.187

[519] **MANAVGAT**, (İçerden Öğrenen) s.189,190. Kanunda yer alan "diğer personel" ifadesine ilişkin geniş bilgi için bkz. **MANAVGAT**, (İçerden Öğrenen), s.189 vd.

olanlardır[520]. Yatırım danışmanlarının hizmetini sağlıklı olarak sunabilmeleri için daha önce de ifade edildiği gibi müşterileri hakkındaki gerekli tüm bilgileri edinmeleri gerekmektedir. Bu noktada yatırım danışmanlarının müşterilerinden edinmiş olduğu sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kullanmaları durumunda meslek ve görev ifasına bağlı içerden öğrenen sıfatının kazanılması söz konusudur[521]. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, her iki katagori arasında, hüküm ve sonuçları açısından bir fark olmadığından tartışma tamamen teorik kalmaktadır.

Yatırım danışmanları kendi müşterileri olan şirketlerden öğrendikleri bilgiye dayanarak işlem yapar ya da tavsiyede bulunurlarsa, müşterisi olan şirkete karşı olan güven ve sadakat yükümlülüğünü ihlal etmiş olur. Şirketin kamuya açıklanmamış bilgileri yatırım danışmanı ile paylaşmasının amacı, durumuna uygun yatırım danışmanlığı hizmetini almaktır, yoksa bu bilgilerin diğer yatırımcılara aktarılması değildir[522].

ABD düzenlemeleri uyarınca da, yatırım danışmanlarının kamuya açıklanmamış bilgiyi kullanmaları içerden öğrenenlerin ticareti ve 1988 tarihli Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act'ın ihlalidir. Investment Adviser Act 204A hükmü karşısında tescil edilmiş olan tüm danışmanlık firmaları bilgi akışını takip etmeye ilişkin iç kontrol ve prosedür sistemlerini kurmak zorundadırlar. Hüküm ayrıca kamuya açıklanmamış bilgilerin kötüye kullanımının önlenmesine yönelik olarak tedbirleri almak üzere SEC'e özel yetki vermiştir[523].

---

[520] Meslek ve görev ifasına bağlı içerden öğrenenlerin kanunda sayılan ihraççı ya da sermaye piyasası kurumları ile ilişkili olmasına gerek bulunmamaktadır. MANAVGAT avukat ya da bağımsız denetçinin işlemlerini meslek ifası, aracı kurum çalışanının ya da SPK uzmanının işlemlerini görev ifası olarak nitelendirmektedir. Meslek ve görev ifasına bağlı içerden öğrenenlere ilişkin geniş bilgi için bkz. **MANAVGAT**, (İçerden Öğrenen), s.192 vd; **TURANBOY**, s. 86 vd, 137 vd.

[521] Bkz. **TURANBOY**, s. 94 vd; **RIDER/ASHE**, s.69 vd, s.78,79

[522] **GORMAN**, s.488. İçerden bilgi genellikle şirketin fiyatını etkileyebilecek şirkete ilişkin bilgidir. Bunun yanında fiyatı etkileyebilecek piyasaya ilişkin bilgiler de, doğrudan şirkete ilişkin olmamakla birlikte bu kapsamda olup, mahkemeler ikisi arasında bir ayırım yapmamaktadır (**GORMAN**, s.478).

[523] **FEIN**, s.5-37; **HAZEN**, Vol. III, s.252

C. Tavsiyelerin Yetkili Kurumun Diğer Faaliyetlerinden Etkilenmemesine İlişkin Mekanizmalar

1. Çin Seddi (Chinese Wall/Fire Wall) Uygulaması

Analistlerin araştırma raporlarının ve tavsiyelerinin, işveren şirketin diğer faaliyetleri, finansal çıkarları veya iş ilişkilerinden olumsuz etkilenmesine yol açmayacak mekanizmaların oluşturulması zorunludur. Bu mekanizmaların en önemlisi çin seddi uygulamasıdır.

Kurumların gerekli bilgileri açıklaması market disiplini ya da denetimler ile sağlanamaması nedeni ile yatırımcılar gerekli bilgiyi alamıyorlarsa, çıkar çatışmasının kötüye kullanılması bu kurumların sunduğu hizmetlerin ayrılması ile mümkün olacaktır. Ayrılığın birkaç derecesi vardır. Faaliyetleri bir birinden koparmak, sermayelerini ayrımak (kazanç noktasında bir birine bağlı olmaması) ve faaliyetlerin herhangi bir organizasyon altında bir araya gelmesini yasaklamak. Bu ayrılık ne kadar güçlü olursa çıkar çatışması da o derece önlenecektir[524].

Kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak işlem yapılması ve tavsiyede bulunulması ya da bunların kamuya açıklanması yasaktır (SPKn. md. 47/A-1). Bunun için birden fazla hizmet sunan kurumlar, kamuya açıklanmamış bilgilerin orjinal birimlerden diğerine geçmemesi için kendi iç kontrol sistemlerini kurmalıdırlar. Kamuya açıklanmamış bir bilginin bir bölümden diğerine geçmesini engellemek için kurulan bu sistem "Çin Seddi" ("Chinese Wall" ya da "Fire Wall") olarak adlandırılmaktadır[525].

---

[524] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.8. Ayrıca bkz. **AKIŞIK**, s.133.

[525] **HAZEN**, Vol. II, s.47,48; **McVEA**, s.8, s.126,127, s.201; **RIDER/ASHE**, s.123. Ayrıca bkz. **TAKIGUCHI**, s.137. Çin seddi ilk olarak 1968 yılında SEC ile Merrill Lynch firması arasındaki bir anlaşmada gündeme gelmiştir. Merill Lynch, Douglas Aircraft Company isimli bir şirketin tahvil ihracında halka arza aracılık yükleniminde liderdir. Aracılık bölümünde çalışanlar şirkete ilişkin bir kısım olumsuzluklar tespit etmişler ve bunu satış birimine iletmişlerdir. Bu şirketin daha önce ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlerin (hisse senedi) satışı için, bu birimde çalışanlar birkaç yatırım fonu ve büyük kurumsal müşterilerine bu bilgiyi vermişler, söz konusu bilgi şirket tarafından kamuya açıklanmadan önceki 3 gün önceki periyotta bu kişiler şirket senetlerini satmak sureti ile büyük kayıplardan kaçınmışlardır. Bunun üzerine Marill Lynch ile SEC arasında yapılan anlaşmada, şirketin halka arza aracılık bölümünde çalışan kişilerin şirketten elde etmiş olduğu bilgileri yaymasını ve

Geleneksel olarak çin seddi insiderden koruyan bir bilgi bariyeri olmakla birlikte, son zamanlarda, hazırlanan rapor ve verilen tavsiyelerin bağımsızlığının sağlanabilmesini teminen, çıkar çatışmasını azaltmak için çin seddinin kullanılması gerektiği ifade edilmeye başlanmıştır[526].

Çin seddi, duvarın içerisindeki bilgilerin dışarıdaki diğer departmanlar tarafından öğrenilmesini ve bu bilginin firma içerisinde yayılmasını önleyen bir sistemdir.

Çin seddi uygulaması yatırım danışmanlarının bulunduğu araştırma departmanları ile kurumun diğer departmanlarını ayırarak, diğer bölümlerin görüş ve baskılarından yatırım danışmanlarını engellemiş ve analistlerin bağımsızlığını sağlamış olmakta, yatırım bankacılığı departmanının çıkarlarının kurumun tavsiye ve raporlarına güvenen yatırımcıların çıkarlarını olumsuz etkilemesini engellemekte, en azından azaltmaktadır[527].

Münferit ilke ve prosedürler, yapılan işin doğası gereği her bir aracının kendisine bırakılmış olmakla birlikte, değişik birimler arasındaki iletişimin kesilmesi çin seddinin özüdür. Bu amaca ulaşmak için firma, menkul kıymet alım satımını yapan ya da yatırım danışmanlığı veren departmanların gizli bilgilere kolaylıkla ulaşımını engellemek için departmanlar ayrılmalıdır. Bu ayırmanın bir yolu dosyalara, ofislere ve bilgisayarlara ulaşımın engellenmesidir. Bazı firmalar alım satım yapan departmanlarını ve yatırım bankacılığı yapan departmanlarını duvar ile ayırmakta yahut bunları farklı binalarda faaliyet göstermelerini sağlamaktadır. Bunun yanında, firmalar, çalışanlarının resmi olarak da okuyup, anladığı ve sözleşmesel olarak bağlı oldukları konuya ilişkin resmi etik kurallarını belirlemelidirler[528].

---

açıklamasını yasaklanmıştır (**GORMAN**, s.483). Çin Seddi'ne ilişkin ABD ve İngiltere düzenleme ve olaylarına ilişkin geniş bilgi için bkz. **McVEA** s. 171 vd; **RIDER/ASHE**, s. 124 vd, 131 vd.

[526] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.24; **GORMAN**, s.475, s.484; **HAZEN**, Vol. III, s.251; **McVEA** s.39, s.41; **NAZARETHI** s.2; **UNGER**, (Analysts Independence), s.5

[527] **GORMAN**, s.485

[528] **GORMAN**, s.485,486. Ayrıca bkz **TAKIGUCHI**, s.141; Çin Seddi uygulamasına ilişkin temel unsurlar McVEA tarafından şu şekilde ifade edilmiştir: Konuya ilişkin standartların belirlenmesi,

Çin seddi uygulaması, kamuya açıklanmamış bilgilerin akışını önlemek sureti ile insider ve çıkar çatışmasını önler. Bu şekilde birimler diğer birimlerin baskısı olmadan bağımsız olarak işlemde bulunabileceklerdir. Ayrıca firmanın bir biriminde kamuya açıklanmamış bir bilgi olsa dahi, diğer birimler, buna ilişkin her hangi bir sorumluluğu olmadan işlemleri yapmaya devam edebileceklerdir. Sorumluluklarının gündeme gelmesi durumunda ise çin seddi uygulamasını göstererek sorumluluktan kaçabileceklerdir[529].

Çin seddinin içeriden öğrenilen bir bilginin paylaşımını engellemede gösterdiği başarı, bambaşka bir sorunun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Aracı kuruluşlar sadakat borcu çerçevesinde müşterisinin gerçekleştireceği işlemle ilgili olarak sahip olduğu tüm bilgileri açıklamakla yükümlüdür. Çin seddi tam hizmet sunan (multi service) bir aracı kuruluşun müşterilerine karşı yükümlü olduğu sadakat borcunu engelleyen bir faktör olarak karşımıza çıkabilmektedir[530].

---

risklerin belirlenmesi, sorumluların belirlenmesi, prosedürün izlenmesi ve periyodik olarak gözden geçirilmesi, içerideki bilginin yanlışlıkla açıklanması durumunda yapılacaklara ilişkin planın belirlenmesi, çalışanların eğitimi, düzenleyici kurumlarla bağlantının kurulması, müşterilerin açıklamak zorunda oldukları bilgileri anında açıklamaları yönünde cesaretlendirilmesi, bilginin duvarın diğer tarafına geçip geçmemesi gerektiğine ilişkin kararın verilmesine ilişkin prosedürün belirlenmesi ve yapılan işlemler ve verilen tavsiyelerin raporlanması (**McVEA** s.127 vd).

[529] **GORMAN**, s.487. Çin seddi uygulamasının finansal kurumlara güvenli liman (safe harbor) sağlamış olarak nitelendirilmektedir. Buna göre yatırım kararlarını veren kişi kamuya açıklanmamış bilgilere sahip olmadığını ve mevcut politikalar ve durumlar ışığında verilen kararın makul olduğunu ortaya koyabilirse bilginin kötüye kullanılmasından bahsetmek mümkün olmayacaktır (**HAZEN**, Vol. III, s.252; **McVEA** s.173). Birçok alanda hizmet veren mali kuruluşlarda, bölümler arasında bilgi geçişinin engellenmesine ilişkin önlemler alınmışsa, bölümlerden birisi kamuya açıklanmamış bir bilgiye sahip olsa dahi, işlemi yapan bölüm bundan haberdar değilse tüzel kişi sorumlu tutulamayacaktır. Chinise wall uygulaması ile bölümler arasında bilgi geçişini engelleyen kurumların, insider düzenlemeleri açısından sorumsuzluğuna ilişkin yargı kararları ve ayrıntılı bilgi için bkz. **LANGEVOORT**, (Insider Treading), s.383. Ayrıca Bilgi izalasyonu için bkz. **LANGEVOORT**, (Insider Treading), s.386 vd.

[530] **GORMAN**, s.491. Slade vs Shearson vakası, çin seddi uygulamasının belirtilen dezavantajını ortaya koyan önemli bir örnektir. Olayda Tidal denizyolları şirketinin tanker filosunun tayfunda zarar görmesi nedeni ile ciddi zararlar beklediği bilgisi şirketin hisselerini halka arz eden yükleniciler tarafın öğrenilmiş, ancak Shearson şirketindeki çin seddi uygulaması nedeni ile bu uygulamalar satış bölümünden saklanmış ve satış bölümü de bu senetleri tavsiye etmeye devam etmiştir. Tavsiye üzerine hisselerden satın alan yatırımcı önemli bir bilgiyi kendisinden saklayarak menfaatlerini korumayarak iddiası ile şirket aleyhine dava açmıştır. Shearson içeriden öğrenilen bir bilginin yasa nedeni ile kullanılamayacağını savunmuştur. Ancak mahkeme bu savunmayı kabul etmeyerek şirketin bilinçli bir tercih olarak bir biri ile çatışan roller üstlendiğini (retail customer ile corporate client, münferit küçük yatırımcı ile kurumsal müşteri arasındaki çıkar çatışması), bu nedenle de bir tarafın çıkarlarını korurken diğer tarafın menfaatlerini göz ardı edemeyeceğine, her ne kadar aracı kuruluş içerden

Aracı kuruluşlar bir taraftan kurumsal müşterileri hakkındaki bilgileri saklamakla yükümlü iken, diğer taraftan işlem yapan bireysel müşterilerine işlemi etkileme özelliği olan her türlü bilgiyi açıklamak durumundadırlar. Eğer aracı kuruluş, çin seddi kuralına uyar ve kurumsal müşterisine karşı olan gizlilik görevini yerine getirirse, bu durumda da gerekli ek bilgileri açıklamadığından bireysel müşterisine karşı sorumlu olacaktır. Aksi olarak, eğer tüm bilgileri açıklama yükümlülüğü içerisinde olduğu bireysel yatırımcılara söz konusu bilgileri açıklasa, bu durumda da hem çin seddini hem de kurumsal müşterisine karşı olan güven ilişkisini ihlal etmiş olacaktır. Bu durum aracı kuruluşlar için çözüm getirilmesi zor bir ikilemi yaratmaktadır[531].

Çin seddi uygulaması, bilgiyi, müşteriler lehine kullanacak olan departmandan uzak tutmakta olup, bu husus müşterinin beklentileri ile bağdaşmamaktadır. Mesela kurumun diğer birimleri, şirketin kendi muhasebe sisteminde bazı hileler olduğunu bilse bile, bu bilgi araştırma ve danışmanlık bölümüne ulaşmadığından, yatırımcılara olumlu tavsiye verilmeye devam edilecektir[532].

Çin seddi uygulaması, birimler arası iletişimi kopardığı için maliyet tasarrufları, kolektif düşünme imkanları, birimler arası entegrasyonun sağlayacağı sinerji ortamı gibi avantajlar da kullanılamayacaktır. Analistler, şirketlerle ilgili yapacakları araştırmalarda yatırım bankacılığı biriminin sahip olduğu bilgileri kullanamayacaklar, ekstra maliyetler üstlenerek hali hazırda

---

bilginin akışını önlemek için çin seddi uygulamasına başlamış ise de, firma bu bilgiyi kullanmadan anılan hisse senetlerine ilişkin olarak al tavsiyesi verdiği için sorumlu olduğuna karar vermiştir. Bu örnek de göstermektedir ki, çin seddi uygulaması aracı kuruluşları insiderdan korurken, bir taraftan da, çözümü de zor olan, ek sonuçlara götürmektedir (GORMAN, s.491,492). Ancak çin seddi uygulamasınının amacı ve fonksiyonunu dikkate aldığımızda Mahkeme kararının isabetli olmadığını söylemek mümkündür

[531] GORMAN, s.492; McVEA s.124. Bu ikilem Jackpot olarak nitelendirilmektedir (GORMAN, s.492)

[532] GORMAN, s.492

aracı kuruluş bünyesinde sahip olunan bilgilerde mükerrerlik oluşma ihtimali söz konusu olacaktır[533].

Bu noktada önerilen bir diğer husus ise aracı kuruluşların her bir faaliyet esasına dayalı olarak ayrılarak, bir faaliyette bulunanın diğer faaliyetlerde bulunamamasıdır. Bu yönteme getirilen eleştiri ise, değişik hizmetler verilmesi ile elde edilen ekonomik koşulların elde edilememesidir. Bunun yanında başka kurumlarda çalışsa bile, elde edilen bilgiler diğer kurumlarda çalışanlara iletilmesinin (insider olarak) ya da kendi senetlerinin tavsiye edilmesinin istenmesinin mümkün olmasıdır[534].

2. Sınırlama ve İzleme Listeleri (Restricted List-Watch List)

Yatırım danışmanları ve diğer şirket çalışanları, listeye alınan bir menkul kıymetle ilgili her hangi bir tavsiyede bulunamayacak, müşterilerinin menkul kıymetle ilgili sorgulama yapması durumunda şirket, menkul kıymetle ilgili her hangi bir yorumunun ya da tavsiyesinin olmadığını açıklayacaktır. Bu uygulama sınırlama listesi olarak nitelendirilmektedir (Restricted List)[535].

Bir menkul kıymetin listeye alınması şüphesiz menkul kıymeti ihraç eden şirketle ilgili yeni bir bilginin elde edildiği anlamına gelecektir. Listeye alınan menkul kıymetle ilgili her hangi bir tavsiyenin yapılmaması, ihraççı şirket tarafından olumsuz bir gelişmenin bulunduğu anlamına da gelebilecektir. SEC problemin çözümü ile ilgili olarak menkul kıymetin "içeriden bir bilginin ortaya çıkma ihtimali olduğu an"dan itibaren listeye konulabileceğini ifade etmiş, ancak, önerinin kesinlik içermemesi ve sorumluluk durumunun belirlenememesi nedeniyle sorunu ortadan kaldıramamıştır[536].

Sınırlama listesine ilave olarak aracı kuruluşlar belirli bir menkul kıymetlerin alım satım gözetiminin gerçekleştirildiği izleme listeleri (Watch

---

[533] GORMAN, s.493
[534] GORMAN, s.497,498
[535] GORMAN, s.494; McVEA, s.230,231

List) oluşturmaktadır. Bu listedeki menkul kıymetlere ilişkin olarak tavsiye verme yahut alım satım yapmaya ilişkin herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır. Sadece listedeki menkul kıymetlere ilişkin işlemler ilgili birim tarafından takip edilmektedir. Bu uygulama ile çin seddi uygulamasının ve dolayısı ile bilgi akışının önlendiği kontrol edilmektedir. Sınırlama listesi insider ve çıkar çatışması olmadan bunların önünü kestiği halde, izleme listeleri çıkar çatışmalarının ve insiderin oluşumundan sonra bunların varlığını ortaya koymada etkili olması nedeniyle etkin bir yöntem olarak kabul edilmemektedir[537].

Her ne kadar sınırlama listeleri aracı kuruluşu bu senetleri tavsiye etmekten alıkoyacak ise de, aracı kuruluş en azından bu senetleri almak isteyen müşterilere karşı sessiz kalacaktır ki, bunun da aracı kuruluşun müşterilerine karşı olan tam bilgilendirme yükümü ile bağdaşmayacağı açıktır[538].

IV. DANIŞMANLIK HİZMETİNİ SUNAN KURUMUN HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZINA DA YETKİLİ OLMASI NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI

Yatırım danışmanları, hisselerini halka arz eden şirket ile bu hisseleri almak isteyen yatırımcılar arasında aracılık ve bu şirketlere danışmanlık hizmeti veren aracı kuruluşlarda çalışmaktadırlar[539]. Hisse senedinin halka arzını (Initial Public Offerings- IPOs) sağlayan aracıların verdiği tavsiye de bir diğer çıkar çatışması nedenidir.

Türk hukuku açısından halka arza aracılık en iyi gayret aracılığı (Best Efforts Underwriting) ve aracılık yüklenimi şeklinde yapılabilir[540].

---

[536] GORMAN, s.495
[537] GORMAN, s.495
[538] GORMAN, s.493
[539] SCIANNI, s.260; SHKOLNIK, s.62
[540] V/46 sayılı Tebliğ md. 38

"En iyi gayret aracılığı", Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılamayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder[541].

"Aracılık yüklenimi" ise bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. "Bakiyeyi yüklenim", kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasının ve satılamayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının; "tümünü yüklenim" ise kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle, tamamının satın alınarak halka satılmasının satışı yapana karşı taahhüt edilmesidir. Bunun yanında kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasının ve satılamayan kısmının bedeli, satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının (Kısmen Bakiyeyi Yüklenim) veya bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının (Kısmen Tümünü Yüklenim) satışı yapana karşı taahhüt edilmesi de mümkündür[542].

Analistler, piyasadaki şirketleri daha halka açılma öncesinde araştırmakta ve aracı kuruluşa bu şirketlere hizmet satılması noktasında bilgi vermekte ve sonrasında ise bu şirketlerin senet ihracına yardımcı olmaktadırlar[543]. Öte yandan aynı kurum ve uzmanlar tarafından halka arza konu şirket ve menkul kıymete ilişkin olarak hazırlanan rapor ve tavsiyeler

---

[541] En iyi gayret aracılığının aracılık yüklenimi olarak değerlendirilmemesine ilişkin olarak bkz. **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.208 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.603 vd.

[542] ABD hukukunda da mahiyetleri benzer olan üç çeşit aracılık yüklenim sözleşmesi bulunmaktadır. Eski moda veya tam aracılık yüklenim sözleşmesi (Old fashioned or strict underwriting contract), en iyi gayret aracılığı yüklenim sözleşmesi (Best efforts underwriting contract) ve kesin bağlantı aracılığı yüklenim sözleşmesi (Firm commitment underwriting). ABD hukukunda aracılık yüklenim sözleşmelerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **ÜNAL**, (Aracı Kurumlar), s.208 vd; **ÜNAL**, (Sermaye Piyasası), s.603 vd; **MANAVGAT**, (Aracı Kurumlar), s.64 vd. Ayrıca bkz. **İNCEOĞLU**, s.27 vd, s.75 vd; **TANÖR**, s.279 vd.

[543] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.15; **SPINDLER**, s.8

yatırım kararlarını verebilmeleri için yatırımcılara sunulmaktadır[544]. Bunun yanında menkul kıymetler potansiyel yatırımcılara "road-shows"lar yapılarak doğrudan satılmaktadır[545].

Halka arzın başarılı olmasında, firmanın, hem finansal olarak hem de şöhret anlamında menfaati vardır. Zaman zaman analist de bu işlemlerin bir parçası haline gelebilmektedir. İyimser bir rapor ve olumlu tavsiyeler yeni halka arz edilen senedi destekleyecek ve arz başarılı kılacaktır[546].

Aracı kuruluş, halka arzın başarılı olabilmesi için aracılığını üstlendiği şirket hakkında olumlu araştırma raporları hazırlatacak ve olumlu (buy) tavsiyesi vermeleri yönünde yatırım danışmanları üzerinde baskı uygulayacaktır[547]. Bu ilişki çıkar çatışmasının en önemli nedenlerinden birisini oluşturmaktadır.

Halka arzlarda yatırımcılar şirketin gerçek durumunu gösteririr tarafsız raporlara ihtiyaç duyarken, ihraççılar iyimser raporlar istemektedirler[548]. Aracı kurum ise müşterisi olan şirketin halka arzını başarılı bir şekilde tamamlamak ve halka arz sonrası şirket menkul kıymetlerinin iyi

---

[544] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.18

[545] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.18. US'da SEC halka arz öncesi bu tip bir pazarlamaya ya da analistin bu dönemde menkul kıymete ve şirkete ilişkin olarak rapor hazırlamasına izin vermemektedir. da dahildir. Bununla birlikte UK'da gönüllü bir black-out (belirli bir aktivitenin belirli bir dönemde yasak olması) uygulaması vardır. Yani yasak değildir, ancak bu dönemden önce rapor yayınlanırsa bu prosedürlere uygun olmalıdır Bu dönemde menkul kıymete ve şirkete ilişkin olarak analist tarafından rapor hazırlamasına SEC izin vermemekle birlikte, UK'da halka arz öncesinde rapor yayımlanması yasak değildir, ancak bu dönemden önce rapor yayınlanırsa bu prosedürlere uygun olmalıdır (**FSA**, (Discussion Paper 2002), s.18; **SPINDLER**, s.8).

[546] **McVEA**, s.29, s.33 vd.; **SEC**, (Investor Alert), s.2; **UNGER**, (Analysts Independence) s.3. Glass-Steagal yasasının kaldırılması ile ilgili görüşmelerde, ABD kongresi ilgili komisyonunda, bankaların halka arz ettikleri kuruluşların senetlerini kendi fonlarına aktardıkları, satılamayan hisse senedi ve fonları kendi müşterilerinin alması için zorladıkları, bir kısım muhasebe oyunlarına girdikleri, ayrıca bu kuruluşların yüklenim sözleşmesi yaptıkları şirketler hakkında diğer yatırımcılara göre çok daha fazla bilgi sahibi oldukları ve bunun kötüye kullanıldığı, bunun yanında yüklenim sözleşmesi yapılan senetlerin fiyatlarını desteklemek ve ekonomik olmayan seviyelerde tutarak yatırımcının zarar görmesine sebep olabileceği ifade edilmiştir (**CEZAİRLİ**, s.129). Glass-Steagal Act'a ilişkin olarak bkz. **ŞEN**, s.19 vd.

[547] **CROCKETT/HARIS/MISHKİN/WHITE**, s.15; **MICHAELY/WOMACK**, s.654; **SHKOLNIK**, s.62; **SCIANNI**, s.262; **SPINDLER**, s.8; **SPATT**, s.3; **UNGER**, (Conflict of Interest), s.3. Portföy yönetimine ilişkin olarak bkz. **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.267; **KAPLAN**, (Sorumluluk), s.143; **KARAKAŞ**, s.92

[548] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.9

bir performans göstermesi amacındadır[549]. Yatırım danışmanları, müşterilerine, söz konusu şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin alınıp alınamayacağına ilişkin olarak objektif bir rapor sunması veya bilgi vermesi gerekirken, kendi firmalarının aracılığını yüklendiği şirket hisse senetlerini müşterilerine tavsiye edebilecektir[550]. Bu durumda bireysel yatırımcının tarafsız ve uygun bilgi almadaki çıkarı ile aracının, üstlenmiş olduğu, aracılık yüklenimini başarı ile yapmasındaki çıkar çatışmış olacaktır[551].

Yatırım danışmanlarının vermiş olduğu tavsiyeler doğrultusunda, aracı kuruluşun kendisinin yahut grup şirketlerinin[552] ihraç ettiği yahut aracı kurumun ihracına aracılık ettiği menkul kıymetlere[553] gelen taleple birlikte ihraç başarılı olacak ve aracı kurum görevini yerine getirmiş olacaktır. Kaldı ki bazen aracı kuruluş ihraca konu senetlerden satılmayanların tamamını satın alacağını (Bakiyeyi Yüklenim) taahhüt eder yahut ilk başta senetlerin tamamını satın alır sonra tüm sorumluluk kendisinde olacak şekilde sonra satar (Tümünü Yüklenim). Her iki durumda da aracı kuruluş belirli bir sorumluluk ve risk altına girmiş olup, halka arza konu senetlerin satılmasının aracı kuruluşun menfaatine olduğu açıktır. Bu durumda ihraç edilen senetlerin tavsiye edilmesi yönünde yatırım danışmanlarına baskı gelmesi çok doğaldır.

Şirket halka arz işlemlerini yürütmek ve danışmanlık hizmetleri satın almak için kendisi hakkında en olumlu şekilde ortam hazırlayan aracı kuruluşu seçecektir[554]. Yeni ihraç edilen senetlerin ihracı başarılı olur ve ihraççı tatmin olur ise, bu durum, aracı kuruluşun sonraki ihraçlarda tercih edilme ihtimalini yükseltecektir[555]. Aracı kuruluş, halka arz ettiği firma

---

[549] **IOSCO**, (Report 2003), s.8
[550] **GORMAN**, s.482
[551] **GORMAN**, s.482; **MICHAELY/WOMACK**, s.653,654
[552] NASD 2711 ve NYSE 472 düzenlemelerinde "ilişkili (affiliate)" olunan şirketler olarak ifade edilmiştir. İlişkili olunan şirketler ifadesi ile kontrolu altında olduğu ya da kontrol ettiği şirketler kastedilmektedir. Kontrol ise -menkul kıymetine sahip olarak ya da başka bir sebeple- şirketin yönetim ve politikalarını belirleme ve yön verme gücüdür (**NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2002), s.9)
[553] Hisse senetleri, yatırım fonu katılma belgeleri gibi
[554]; **SPINDLER**, s.8; **UNGER**, (Conflict of Interest), s.2,3
[555] **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.15; **MICHAELY/WOMACK**, s.655

senetlerinin halka arz sonrası değerinin düşmesini istemez ve fiyatını takip eder. Bunun için de firma piyasada tanınmadığından danışmanların, yatırımcılara, özellikle de büyük kurumsal yatırımcılara bilgi vermeleri önem taşımaktadır[556]. Aracı kuruluş halka arzına aracılık ediyorsa halka arzın başarılı geçmesinden kaynaklanan finansal menfaati yanında, isim yapmasından dolayı da bir menfaati olacak, göstereceği iyi performans rekabet gücünü artıracaktır[557]. Aracı kuruluşun, ihraççı ile olan iş ilişkisini ilerletmek istemesi durumunda, o şirket hakkında hazırlanacak olan araştırma raporlarında objektifliğin yitirilmesi söz konusu olabilecek, bu durumda da analistler, halka arzı başarı ile gerçekleştirmek isteyen halka arz bölümünün bir parçasıymış gibi çalışmaya başlayacaktır[558].

Bu tavsiyeler sadece şirket hisse senedinin değerini yükseltmeyecek, aynı zamanda aracı kuruluşun satmış olduğu senet miktarını da artıracağından alınacak komisyonun da artmasına neden olacaktır[559].

İhraçla ilişkili olduğu düşünüldüğünde hazırlanan raporların ve verilen tavsiyelerin objektif ve bağımsız olması şüphelidir[560]. SEC'in yaptığı bir araştırmada, danışmanlık hizmeti veren firmanın halka arza aracılık ettiği senetlere ilişkin olarak, neredeyse tamamında olumlu tavsiyede bulunduğu tespit edilmiştir[561]. Bunun yanında belirli bir dönem içerisindeki halka arzlar dikkate alınarak yapılan araştırmada, halka arzın bitiminden sonraki bir aylık dönemdeki yatırım tavsiyeleri incelendiğinde, genel olarak halka arzın yüklenimini yapan aracı kuruluş tarafından diğerlerine göre %50 daha fazla "buy" tavsiyesinde bulunduğu ortaya çıkmıştır[562].

---

[556] **MICHAELY/WOMACK**, s.654
[557] **SPIDI/WEISS**, s.43; **UNGER**, (Analysts Independence), s.3
[558] **UNGER**, (Analysts Independence), s.3
[559] **SCIANNI**, s.264
[560] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.18
[561] **SCIANNI**, s.263
[562] **MICHAELY/WOMACK**, s.657. Bir başka araştırmada ise, halka arza aracılık hizmeti olan bir firmada çalışan yatırım danışmanının olmayana göre %6 daha fazla kazandığı, %25 daha fazla al tavsiyesinde bulunduğu tespit edilmiş olup, bu araştırmalar yatırım danışmanlarının halka arza aracılık hizmetinden etkilendiğini ortaya koymaktadır (**GORMAN**, s.490). İMKB şirketleri nezdinde yapılan bir araştırmada da şirketlerin genellikle borçlanma olanakları zorlaştıktan sonra mecburen halka

Konuya ilişkin ilk reaksiyon New York'lu bir doktor olan KANJALIL'den gelmiştir. Doktor, Marrill Lynch brokerlarının tavsiyesi ile Infospace isimli şirket senetlerini satın aldığını, halka arza aracılık ilişkisinin açıklanmamış olmasının dürüst ve etik olmadığını ifade edirek 10 milyon dolarlık zarar için bir dava açmıştır. Marill Lynch, doktor KANJALIL'in bilgili ve tecrübeli bir yatırımcı olarak yatırımının ve kararının riskinin farkında olması gerektiği yönünde savunma yapmışsa da 400.000 dolarlık uzlaşmayı kabul etmek zorunda kalmıştır[563].

Halka arza aracılık yüklenim gibi arada çıkar çatışmasını doğuracak her hangi bir ilişkinin olması durumunda, bu husus tavsiyelerde mutlaka kamuya açıklanmalıdır[564].

SEC düzenlemelerinde, bir şirketin hisselerinin halka arzında aracılık eden üyenin ilk arzı (initial public offering) takip eden 40 takvim günü, halka açık şirketin yeni halka arzlarında (secondary offering) ise 10 takvim günü boyunca söz konusu şirket ve hisseleri ile ilgili araştırma raporu yayınlaması ve bilgilendirme yapması yasaklanmıştır[565].

Ancak bu süreçte önemli bir haber ya da olay (significant news or event) olması halinde buna ilişkin olarak rapor düzenlenmesi ve kamuya bilgi verilmesi mümkündür[566]. Bu haber ya da olayların şirketin işlemleri, kazancı ve finanasal durumu hakkında etki ya da değişiklik (have a material impact or material change) yapan ya da yapması beklenen nitelikte olması

---

açılma yolunu tercih ettikleri, finansal sıkıntıya giren firmaların halka açılma öncesinde bilançolarını makyajladıkları ve halka açılma sonrasında senetlerin düşük performans ortaya koyduğu, büyük ortakların elindeki senetleri halka satarak sermaye kazancı elde ettiği ve daha sonra da firmanın gerçek performansının ortaya çıktığı tespit edilmiştir (Bkz. **KARAN/KARACABEY**, s.85,86). İlk halka arz sonrası senet performansına ilişkin olarak bkz. **KARAN/KARACABEY**, s.143 vd.

[563] **SHKOLNIK**, s.63,64. Aracı kurumun yatırımcıyı en azından risk çeşitlemesi yapması (tüm yumurtaları tek sepete koymaması) yönünde uyarması gerekmektedir (**SHKOLNIK**, s.63,64)

[564] **FRANKEL**, Vol. II, s.376; **IOSCO**, (Report 2003), s.12

[565] NASD Rule 2711, f-1; NYSE Rule 472, f-1,2; Ayrıca bkz. **BOSTELMAN**, s.20-30 vd; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.35; **SCIANNI**, s.282; **SEC**, (Investor Alert), s.3; **SPIDI/WEISS**, s.42,43. Bunun yanında SEC düzenlemeleri uyarıca, analistin kendi inceleme konusu sektörde faaliyet gösteren şirket senetleirini ilk halka arzı öncesi satın almaları yasaklanmıştır. NASD Rule 2711, g-1; NYSE Rule 472, e-1; Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-35,20-36

[566] NASD Rule 2711, f; NYSE Rule 472, f-5

gerekmektedir. İşçilerin greve gitmesi, yönetim kurulu başkanının istifa etmesi önemli haber ve olaylara örnek verilebilir[567].

Rapor, bu istisna ile sınırlı olarak yayımlanabilir ve önemli olay ya da haberin etkisi irdelenerek hedef fiyat, rating ve senetlere ilişkin olarak tavsiye içerebilir[568].

V. PİYASA YAPICILIĞINA BAĞLI ÇIKAR ÇATIŞMASI

Bazı aracı kuruluşlar sadece halka arza aracılığı üstlenmemekte, bunun yanında fiyatın belirli bir seviyede tutulmasını da taahhüt etmektedir. Fiyatın belirli bir seviyede tutulmasının taahhüt edilmesi piyasa yapıcılığı olarak adlandırılmaktadır. Bu şekilde menkul kıymetler için likiditesi yüksek ve sürekli bir piyasanın oluşması sağlanmış olacaktır. Piyasa yapıcılığında, piyasa yapıcı (market maker), piyasa yapıcısı olduğu menkul kıymetle ilgili olarak kotasyon yayınlamakta veya istendiğinde kotasyon önermekte ve kote ettiği fiyatlarda belirli miktarda işlemi gerçekleştirmeyi taahhüt etmektedir[569].

Analistinin incelediği bir menkul kıymetle ilgili olarak aracı kuruluşun piyasa yapıcılığı rolünü üstlenmiş olması da bir diğer çıkar çatışması nedenidir[570].

Yetkili kurum, inceleme konusu (subject company) şirket menkul kıymetleri üzerinde rapor yayım tarihinde piyasa yapıcısı ise, konu hakkında kamunun aydınlatılması gerekmektedir[571].

---

[567] **NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2004), s.9. Ayrıca bkz. **BOSTELMAN**, s.20-31. Şirket kazancına ilişkin bir duyuru bu kapsamda değildir, ancak şirket kazancı üzerinde etkide bulunacak bir olay ya da haber varsa bu kapsamda değerlendirilecektir (**NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2004), s.9).

[568] **NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2004), s.9. Ayrıca bkz. **BOSTELMAN**, s.20-31.

[569] Geniş bilgi için bkz. **BABUÇCU, Kürşad Sait**, Piyasa Yapıcılığı Kavramı ve Uygulaması, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1996 s.4 vd; **ŞEN**, s.8

[570] **AKIŞIK**, s.133; **CROCKETT/HARIS/MISHKIN/WHITE**, s.13; **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.5; **IOSCO**, (Report 2003), s.9

[571] NASD Rule 2711, 8, NYSE Rule 472, k-1 i b; 2003/125/EC sayılı AB Direktifi, Article 6/1c; Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-44; **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.5. In Chasins v Smith, Barney & Co olayında, müşterilerine belirli bir senedi satın almasını tavsiye eden firmanın o senetler üzerinde market making (piyasa yapıcılığı) olduğunu müşterilerine açıklaması gerekmektedir. Çıkar

VI. DEĞERLENDİRME KONUSU ŞİRKET İLE YETKİLİ KURUM/DANIŞMAN ARASINDAKİ İLİŞKİ NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI

Çıkar çatışmasının bir nedeni de, aracı kuruluşun müşterisi olan değerlendirme konusu şirketlerin aracı kuruluşa baskı yapmasıdır[572]. Yatırımcılar şirketin gerçek durumunu gösteririr tarafsız raporlara ihtiyaç duyarken, ihraççılar iyimser raporlar istemektedirler[573].

Şirket yönetimleri, analistlerin ve piyasanın kendi senetleri için uygun bir fiyat belirleyip belirlemeyecekleri noktasında tedirgindir. Analistin "buy" tavsiyesi ile senetlerin değerinin artacağını, raporun olumsuz olması halinde ise senet değerlerinin düşeceğini şirket de bilmektedir[574].

Bunun yanında analistler de şirket içerisinden daha sağlıklı bilgi alabileceklerinin farkındadırlar. Analistin değeri, elde ettiği bilgilerle ilişkili olduğundan, şirket ile olan iletişim analist için de son derece önemlidir[575].

Şirket bilgilerine içeriden ulaşılması analist için hayati bir kaynak olup, şirket yöneticilerinin haklarında olumsuz rapor düzenleyen analistler ile iletişim kurmayı reddettiği de bilinen bir gerçektir[576]. Bunun yanında bu şirketler aracı kurum üzerinde de baskı yaparak analist hakkında şikayette bulunabilmektedirler[577].

Olumlu rapor düzenlenmesi halinde gelen taleple birlikte şirket senetlerinin değeri kural olarak artacaktır. Genellikle aynı zamanda yönetici de olan büyük ortaklar şirket hisselerine sahip olduğundan, şirket senetlerinin

---

çatışmasının açıklamamış olması nedeni ile mahkeme hareketi hileli ve aldatıcı bularak zarar gören müşteriler lehine hüküm tesis etmiş ve üst derece mahkemesi kararı onamıştır (**RATNER/HAZEN**, s.912).

[572] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.21; **IOSCO**, (Report 2003), s.11

[573] **CROCKETT/TREVOR/MISHKIN/WHITE**, s.9

[574] **SHKOLNIK**, s.60

[575] **SHKOLNIK**, s.60

[576] **DOROSIN/JAFFE/WORDEN/LOCKWOOD/JOHNSON**, s.727; **IOSCO**, (Report 2003), s.11; **SHKOLNIK**, s.48; **UNGER**, (Conflict of Interest), s.7

[577] **IOSCO**, (Report 2003), s.11

değerinin artması kendi malvarlıklarının da artması anlamına gelecektir. Bunun yanında şirket hisselerinin değerlenmesi, şirketin, yöneticilerin ve büyük ortakların itibarı için de önemlidir.

Bu ilişkiden hem şirket yönetimi hem de analist menfaat sağladığından, bu süreçte analist ve şirket yönetimi resmi ya da gayri resmi olarak uzun dönemli bir iletişim kurarlar[578]. Söz konusu ilişki nedeniyle tavsiyeler olumlu yani "buy" ya da "strong buy" olmaktadır[579].

Bunun yanında analistin incelediği şirket ile çalıştığı kurumun aynı grup altında yer alması, ortak yöneticilere sahip olması ya da aralarında finansal bir ilişkinin bulunması da söz konusu olabilir. Bu ilişkiler de analistin bağımsız ve tarafsız bir tavsiyede bulunmasını etkilemektedir[580].

Analistler sadece değerlendirdikleri şirket ile olan ilişkilerini değil, kendilerinden gelecek olan tavsiyeye ihtiyacı olan yatırımcıları da dikkate almalı ve yatırımcılar ile analiz edilen şirketin yönetimi arasındaki doğru dengeyi koruyabilmelidirler[581].

---

[578] **SHKOLNIK**, s.61. Salomon Smith Barney Inc isimli Şirket'de telekominikasyon analisti olarak çalışan Jack GRUBMAN, çocuğunun çok gözde bir okul olan Manhetten Anaokuluna kaydının yapılmasına yardımcı olan ve halka arz için Salomon Smith Barney Şirketi'ni seçen AT&T şirketinin (AT&T nin bir yöneticisi aynı zamanda okulda da yöneticisidir) notuna pozitif vermek ve önemli kurumsal yatırımcılara da şirket senetlerini şiddetli şekilde tavsiye ederek analist şirkete karşı olan minnet borcunu yerine getirmiştir. Bu işlemlerin tespit edilmesi üzerine GRUBMAN ve işvereni SEC tarafından, kusurlu olarak hileli ve yanıltıcı rapor yayımlandığı (AT&T hakkında şirketin durumunu iyi gösteren ve maddi gerçekleri gizleyen yanıltıcı rapor yayımlamak, 1999-2001 yıllarında iki telekom şirketi hakkında (Focal Communications ve Metromedia Fiber) maddi gerçeklerin atlandığı ve doğru olmayan şirketlerin sahip oldukları riski minimize edecek şekilde ve şirkette güçlü bir büyüme tahmini içeren makul temellere dayanmayan, altı telekom şirketi hakkında (Focal Communicationsi RCN Communications, Level 3 Communications, XO Communications, Adelphia Business Solutions ve Williams Communications Group) makul bir temele dayanmayan abartılı ve haksız iddia ve değerlendirmelere yer verildiği) gerekçeleri ile 15 milyon dolar para cezasi ile cezalandırılmış ve GRUBMAN'a sektörde çalışma yasağı getirilmiştir (Bkz. **SPINDLER**, s. 9 dipnot 30; http://www.nasd.com/PressRoom/NewsReleases/2003NewsReleases/NASDW_002938 (5.9.2006); http://www.sec.gov/news/press/2003-55.htm (18.7.2006))

[579] **SHKOLNIK**, s.48

[580] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.19. İMKB'de işlem gören şirketler dikkate alındığında, banka ve aracı kurum ya da iştirak, hakim ortaklık, hakim ortakların şirketleri gibi bunlarla bağlantılı şirketlerin ağırlıklı olduğu görülmektedir. Organik bağ ve bilgi kaynağına sahip olmaları nedeni ile banka ve aracı kurumlar bu şirketlerin bilanço ve gerekli diğer bilgilere piyasadaki diğer yatırımcılardan önce ulaşmakta ve ona göre pozisyon almaktadırlar (**CEZAİRLİ**, s.130).

[581] **SHKOLNIK**, s.48

Yatırım danışmanının, varsa tavsiye ettiği hisse senedinin ihraççısı ile olan her türlü ilişkisi müşteriye bildirmelidir[582].

SEC tarafından getirilen düzenlemeler ile analist ya da hane halkından birisinin[583] şirkette memur, yönetici veya denetçi olarak çalışması durumunda açıklama yükümlülüğü öngörülmüştür[584].

İhraççı kuruluş ile yatırım tavsiyesi sunan kişiler arasındaki ortaklık ilişkisi %5 veya daha fazla ise, bir başka deyişle tavsiye veren, ihraççının %5'ine veya fazlasına yahut ihraççı, tavsiye verenin %5'i veya fazlasına sahipse bu durum açıklanmalıdır[585].

Uygulamada araştırma raporu, yayımdan önce, rapora konu şirkete gönderilmektedir. Raporlar hiçbir şekilde şirkete gönderilmemeli, eğer gerekli ise bilgileri doğrulamak için değerlendirme (rating) ve hedef fiyat (price target) bilgilerini içermeyecek şekilde gönderilmelidir[586].

Türk hukukunda, yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyelerde bilgilendirme yükümlülüğüne ilişkin V/55 sayılı Tebliğ'in 19. maddesinin (f) bendinde konu sınırlı olarak düzenlenmiştir. Buna göre yoruma konu olan sermaye piyasası aracının ihraççısı ile sermaye veya yönetim bakımından doğrudan veya dolaylı olarak bir ilişkisi varsa buna ilişkin bilgiye, yorum ve tavsiyede yer verilmesi gerekmektedir. Görüldüğü üzere konu sermaye ve

---

[582] **FRANKEL**, Vol. II, s.662

[583] Hane halkı ifadesi ile aynı ikametkahta yaşayan aile üyeleri kastedilmekte olup, aynı ikametgahı paylaşan ev arkadaşı ya da diğer kişiler bu kapsamda değildir. Bkz. NYSE Rule 472, 40 ve **NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2002), s.2

[584] NASD Rule 2711, h-4; NYSE Rule, 472 k- 1 iii c; Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-38; **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.4 vd; **NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2004) s.14. Bu kurumlar hakkında rapor düzenlemesinin yasaklanması da bir diğer tedbirdir (**IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.5 vd.)

[585] 2003/125/EC sayılı AB Direktifi, Article 6/1a

[586] NASD 2711 c (Restrictions on Communications with the subject Company) 1, 2; NYSE 472 b (Investment Banking, Research Depertment and Subject Company Relationships and Communications) 4.

yönetim ilişkisi ile sınırlı olarak düzenlenmiştir. Konunun tahdidi olarak belirli hususlarla sınırlanmasının eksik ve yanlış olduğu düşünülmektedir[587].

VII. ÜCRETLENDİRME POLİTİKASINA BAĞLI ÇIKAR ÇATIŞMASI

Analistlerin ücret, prim, ikramiye ve diğer gelirlerinin[588] halka arza ya da alım satıma aracılık gibi diğer bölümlerin kazancına ve analistin bu bölüme olan katkısına bağlanması çıkar çatışmasının bir diğer kaynağıdır[589].

Analistler, gerek çalıştıkları kurum gelirlerini gerek bu gelirlere bağlı olarak belirlenen kendi ücretlerini tehlikeye atacak raporlar yayınlamaktan kaçınacaklardır. Gelirlerin önemli bir kısmının yatırım bankacılığı bölümlerinin başarısına bağlı olduğu örgütlenmelerde, analistler, bu gelirleri koruyacak araştırma raporları düzenleme konusunda baskı hissetmektedirler[590].

Bunun yanında kurum, ödüller vs. ile analistleri belirli şekilde davranmaya yönlendirebilmektedir[591].

Analistin kariyer gelişimi, tahminlerinin isabetli olmasından çok, iyimser rapor düzenlemesine bağlıdır. Kurumlar iyimser raporlar düzenleyerek investment banking işi ve alım satım komisyonu yaratan analistleri ödüllendirmektedir. Yapılan araştırmada olumlu rapor düzenleyen analistlerin kurum içerisindeki hiyararşide yükselme yahut daha prestijli aracı kurumlarda çalışma imkanının daha çok olduğunu ortaya koymuştur. İyimser

---

[587] Örtülü kazanç aktarımına ilişkin olarak SPKn. md. 15 hükmünde yönetim, denetim ve sermaye ilişkisi düzenlenmiştir. Tavsiyeyi hazırlayan ile tavsiyeye konu sermaye piyasası aracının ihraççısı arasında denetim bakımından da doğrudan veya dolaylı ilişki bulunması mümkündür. Bu ilişki, yönetim veya sermaye ilişkisi kadar kuvvetli olmayabilirse de, yine de SPK md. 15'de düzenlenen örtülü kazanç aktarılabilecek kişilere ilişkin hükme paralel olarak en azından "dolaylı veya dolaysız denetim ilişkisinin" de açıklanması gereken hususlar arasında sayılmalıdır (ŞAHAN, s.23)

[588] Bu bölümde incelenecek olan konu, yatırım danışmanlığı hizmeti karşılığında müşterinin ödemiş olduğu ücret değili danışmanlara yetkili kurumlar tarafından ödenen ücrettir.

[589] ASLAN, s.13; CROCKETT/ HARIS/ MISHKIN/ WHITE, s.14; FSA, (Discussion Paper 2002), s.19; IOSCO, (Report 2003), s.10; MICHAELY/WOMACK, s.654; SCIANNI, s.263; SEC, (Investor Alert), s.3; SPATT, s.2 UNGER, (Conflict of Interest), s.1 vd; UNGER, (Analysts Independence), s.4

[590] SCIANNI, s.263

[591] WAYMIRE, s.63

rapor düzenleyen analistler sadece ekonomik olarak değil, statü olarak da iyi konuma gelmektedir[592].

SEC tarafından yapılan düzenlemelerde, analistlerin ücretleri ile belirli yatırım bankacılık işlemleri arasında doğrudan ilgi kurulması engellenmiş, analistin ücretinin kendi performansına, araştırma kalitesi ve verimliliğine dayandırılması gerektiği ifade edilmiştir[593].

Analistlerin ücretlendirme politikları diğer bölüm faaliyetine değil, kendi çalışmalarına göre değerlendirilecek şekilde oluşturulmalıdır[594]. Ücretler, tavsiyelerin (buy, sell) başarısı, eğitim düzeyi, sahip olunan sertifikalar, danışmanlık hizmeti alan müşteri memnuniyeti gibi hususlara göre belirlenmelidir.

Ücretin aracı kuruluşun bir başka faaliyeti ile ilişkilendirilmiş olması gibi, arada çıkar çatışmasını doğuracak her hangi bir ilişkinin varlığı tavsiyelerde kamuya açıklanmalıdır[595]. Bunun yanında analistlerin ücretlerinin nasıl ve ne şekilde belirlendiğinin kamuya açıklanması da mümkündür[596].

Türk hukukunda, yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyelerde bilgilendirme yükümlülüğüne ilişkin V/55 sayılı Tebliğ'in 19. maddesinin (e) bendi uyarınca yorum ve tavsiyelerde "Sunulan yorum ve tavsiyeleri hazırlayan ve/veya yayımlayan kişi veya kuruluşun basın yayın hizmeti karşılığında alınan olağan ücretler dışında kendisi ve/veya üçüncü şahıslar

---

[592] **HONG/KUBIK**, s.314 vd.

[593] NASD Rule 2711, d-1; NYSE Rule 472, h-1; Ayrıca bkz. **BOSTELMAN**, s.20-28,20-29; **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.35; **SEC**, (Investor Alert), s.3; **SCIANNI**, s.280,281; **SPIDI/WEISS** s.42,43. Analistlerin ücretlerine ilişkin olarak bu esasları gözetmek üzere bir komisyon oluşturulması öngörülmüştür (NASD Rule 2711, d-2; NYSE Rule 472, h-2). Komisyon analistin bireysel performansını, analistin tavsiyeleri ile senet fiyatı arasındaki ilişki vs. takip edecek ve ödemelerin bu esaslara göre belirlenmesini temin edecektir (NASD 2711 i (Supervisory Procedures)), Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-28,20-29.

[594] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.20; **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.7 vd.

[595] NASD Rule 2711, h-2; NYSE Rule 472, k-1 ii a; Ayrıca bkz. **IOSCO**, (Report 2003), s.12; **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.7 vd; **SEC**, (Investor Alert), s.3

[596] **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.7 vd.

lehine herhangi bir menfaat temin etmesi halinde menfaat tutarına" yer verilmesi zorunludur.

Bu düzenleme gerek bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde yatırım danışmanı olarak faaliyet gösteren kişiler, gerekse yatırımcılara yönelik yönlendirici nitelikte yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunan kişiler için geçerlidir. Buna göre bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde yatırım danışmanı olarak faaliyet gösteren kişiler, danışmanlık ücreti olarak müşteriden alınan ücret dışında, (tavsiyeye konu olan şirketten, o şirketin yöneticilerinden veya portföyünde tavsiyeye konu hisse senedinden oldukça fazla miktarda bulunan bir veya bir grup yatırımcıdan vs.) tavsiyeye ilişkin olmak kaydıyla gerek kendi lehine ve gerekse üçüncü şahıslar lehine herhangi bir menfaat temin etmeleri durumunda, bunu açıklama yükümlülüğüne tabi olacaklardır. Bunun yanında yatırım danışmanlığı kapsamında olmamakla birlikte yine yatırımcılara yönelik yönlendirici nitelikte yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunan kişiler[597], aynı şekilde yorum ve yatırım tavsiyesi nedeniyle gerek kendi lehine ve gerekse üçüncü şahıslar lehine herhangi bir menfaat temin etmeleri durumunda bunu açıklamak zorunluluğu altındadırlar[598].

VIII. RAPORLAMA SİSTEMLERİNE İLİŞKİN UYGULAMADAN DOĞAN ÇIKAR ÇATIŞMASI

Üretilen bilgilerin raporlanmasına ilişkin uygulama, çıkar çatışmasının başka bir kaynağını oluşturmaktadır. Araştırma biriminden ya da analistin kendisinden şirket içindeki diğer hizmet birimlerine raporlama yapılmasının istenmesi, araştırmanın bağımsızlığını ve objektifliğini tehlikeye düşürebilmektedir[599]. Benzer şekilde, henüz kamuya duyurulmamış araştırma sonuçlarının şirket bünyesindeki diğer birimlere dağıtılmasının istenilmesi halinde, diğer birimlerin, araştırmaların kendi hedeflerini

---

[597] Bu kapsama medya ve elektronik ortamda yorum ve tavsiyede bulunulması ile yatırım danışmanlığı istisnası kapsamındaki faaliyetler olup, bu hizmetler karşılığında yatırımcılardan her hangi bir ücret alınması söz konusu değildir. Bkz. Birinci Bölüm, III, B

[598] ŞAHAN, s.23

[599] ASLAN, s.14; IOSCO, (Report 2003), s.10

tutturmayı sağlayacak şekilde hazırlanması yönünde bir baskı oluşturması söz konusu olabilecektir[600].

İnvestment banking bölümü, ancak raporda yer alan -yorum ve tavsiye dışındaki- maddi bilgilerin doğruluğunu incelemeli ve potansiyel çıkar çatışması açısından değerlendirme yapmalıdır. Bu hususlar dışında, investment banking bölümünün her hangi bir yöneticisinin raporu inceleme ve onaylama yetkisi bulunmamalıdır. İstisna kapsamında yapılacak bu inceleme, sadece bu konuda yetkili kılınanlar arasında yapılmalı ve sözlü iletişim rapor altına alınmalıdır[601].

Şirket içi raporlama hatları belirlenerek, diğer birimlere analistler tarafından raporlama yapılmasının yasaklanması ve yayınlanmadan önce verilerin doğruluğunun gözden geçirilmesi dışında diğer birimler tarafından raporlara ön onay verilmesinin engellenmesi gerekmektedir[602]. Olması gereken, hazırlanan raporların ilgili bölüm başkanına sunulması ve bu birimin aracı kurumun diğer birimlerinden bağımsız olmasıdır[603].

Uygulamada araştırma raporunun yayımından önce, rapora konu şirkete gönderildiği olmaktadır. Raporlar, şirkete ancak gerekli ise, bilgileri doğrulamak için, değerlendirme (rating) ve hedef fiyat (price target) bilgilerini içermeyecek şekilde gönderilmelidir[604].

IX. BAZI MÜŞTERİLERE FARKLI DAVRANILMASINA BAĞLI ÇIKAR ÇATIŞMASI

Danışmanın birden fazla müşterisi olup, bunların bir kısmı bireysel yatırımcılar olabileceği gibi, yatırım fonu, emeklilik fonu ya da sigorta şirketleri gibi kurumsal müşterileri de olması mümkündür. Müşterinin daha

---

[600] ASLAN, s.14; FSA, (Discussion Paper 2002), s.20; IOSCO, (Report 2003), s.10
[601] NASD Rule 2711, b-2,3; NYSE 472, b-2,3
[602] IOSCO, (Statement Of Principles 2003), s.7
[603] FSA, (Discussion Paper 2002), s.19,20
[604] NASD 2711 c (Restrictions on Communications with the subject Company) 1, 2; NYSE 472 b (Investment Banking, Research Depertment and Subject Company Relationships and Communications) 4.

fazla prestij sahibi olması, daha fazla varlığı olması, performansa dayalı yahut sabit ücret gibi ücretin farklı bir şekilde tespit edilmesi yahut müşterilerin farklı çıkarları, danışmanı, birisini diğerine tercih etmek zorunda bırakabilir. Diğerlerine göre bazı müşterilere farklı davranılması eğilimi çıkar çatışmasına yol açabilecektir[605].

Yapılan araştırmalar ve ulaşılan bilgiler, öncelikle kurumun kendisi için alım satım yapan birime, daha sonra kurumsal yatırımcılara iletilmekte, bilgiye dayalı işlemlerin avantajı ve fırsatı dağıldıktan sonra bireysel yatırımcılara verilmektedir[606]. Bunun yanında bir tavsiyenin daha kapsamlı olarak verilmesi, piyasa üzerinde etkili olabilecek bir bilginin bir müşteriye diğerine göre erken verilmesi, bir müşterinin portföyünde yapılacak değişikliğe göre diğer müşterilerin yönlendirilmesi müşterilere farklı davranılmasına bağlı çıkar çatışmasına örnek verilebilir[607].

Müşteriler arasında ayırım yapılmamalı, müşterilerin eşit ve adil bilgilendirilmesi temin edilmelidir.

X. YATIRIMCILARIN BİLGİ VE TECRÜBE EKSİKLİĞİNE BAĞLI ÇIKAR ÇATIŞMASI

Yatırımcıların eğitim seviyeleri, bilgiye ulaşmalarını, ulaşabildikleri bilgileri analiz etmelerini ve kullanmalarını etkileyebilmektedir. Özellikle günümüzde bilgi akışında önemli bir araç haline gelmiş olan internete ulaşabilme imkanından ve bilgi ve deneyiminden uzak olmak, eğitim sorunu açısından önem arzetmektedir[608].

Rapor ve tavsiyelerde, buy, strong buy, near-term accumulate, long-term accumulate, over perform, near-term perform, long-term perform, under

---

[605] **FRANKEL**, Vol. II, s.392. Portföy yönetimine ilişkin olarak bkz. **KAPLAN**, (Banka Sözleşmeleri), s.266; **KAPLAN**, (Sorumluluk) s.143; **KARAKAŞ**, s.92
[606] **LANGEVOORT**, (Investment Analyst), s.1026
[607] **FRANKEL**, Vol. II, s.393
[608] **KARAN/KARACABEY**, s.148

perform, neutral, hold gibi değişik terimler kullanmaktadır[609]. Çok çeşitli terimler yatırımcıların değerlendirme yapmasında karışıklığa yol açtığı gibi[610], bu terimlerin anlamı kurumdan kuruma değişebilmektedir[611].

Bunun yanında çıkar çatışmasına ilişkin olarak, danışmanın tavsiyede bulunması sırasındaki değerlendirme biçimini tecrübeli ve kurumsal yatırımcılar anlarken, bireysel küçük yatırımcılar anlamamaktadır[612].

Sermaye piyaasının tabana yayılmasında önemli faktörlerden birisi de eğitimdir. Sermaye piyasalarının bankacılık işlemlerine göre karmaşık ve riskli olması yatırımcıların bu enstrümanlara yatırım yapmalarını engellemektedir. Özellikle Anadolu'daki yatırımcı bu konuda oldukça bilinçsizdir[613].

Ortadan kaldırılamayacağından çıkar çatışmalarının bir kısmı daima var olacaktır. Ancak bu noktada tavsiye edilen şirketle olan sahiplik, piyasa yapıcılığı, yatırım bankacılığı hizmetleri gibi mevcut ve muhtemel çıkar çatışmalarına ilişkin gerekli açıklamalar yapılarak, bu husus yatırımcının bilgi ve değerlendirmesine sunulmalıdır[614].

Aracı kuruluşun reyting (değerlendirme) sistemi yatırımcının anlayabileceği ve değerlendirme yapabileceği şekilde açık olmalı, kurumlar, derecelendirme için kullanmış oldukları ifadelerin anlamlarına raporlarda açıklık getirmelidirler[615]. Yatırımcılar da tavsiye ve raporlarda kullanılan ifadelerin anlamlarına dikkat etmelidirler[616].

---

[609] **SEC**, (Investor Alert), s.1; **UNGER**, (Conflict of Interest), s.4,5
[610] **UNGER**, (Conflict of Interest), s.4,5
[611] **SEC**, (Investor Alert), s.1
[612] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.23,24
[613] **KARAN/KARACABEY**, s.133,134
[614] **UNGER**, (Analyst Independence), s.4 vd; **UNGER**, (Conflict of Interest), s.6,7
[615] NASD Rule 2711, h-4; Ayrıca Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-43; **SCIANNI**, s.283; **SEC**, (Investor Alert), s.4. Düzenlemelerde, kullanılacak olan ifadelerin tanımlanması gerektiği ifade edilmiş olup, "strong buy" ifadesi ile senet fiyatının sektördeki diğerlerine göre 12 ayda %10 daha fazla artacağının beklendiği şeklindeki bir tanımlama örnek verilebilir. Öte yandan her bir derecelendirme için kullanılan ifade, onun gerçek anlamı ile de uygun olmalıdır (NASD Rule 2711, h-4). Mesela "tut

Bunun yanında çıkar çatışmalarının yönetilmesi ile ilgili olarak yatırımcı eğitimine gereken önemin verilmesi zorunludur. Yatırımcılar verilen yatırım tavsiyelerini ve potansiyel çıkar çatışmalarını daha iyi değerlendirme konusunda bilinçlendirilmelidir[617].

Yatırımcılar bir tavsiye doğrultusunda işlem yapmazdan önce aracı kurumun halka arzda yer alıp almadığı, şirket paylarına sahip olup olmadığı gibi araştırma raporlarında yer verilen çıkar çatışmasına ilişkin açıklamalara dikkat etmeli[618], şirket hakkındaki tavsiye olumlu dahi olsa kendi finansal durumuna uygun olup olmadığını dikkate alarak işlem yapılmalıdırlar[619].

SEC düzenlemeleri uyarınca, açıklamalar raporun ön sayfasına veya açıklamaların bulunduğu sayfa ön sayfada belitilecek şekilde açık ve ayrıntılı olarak yapılmalıdır[620]. Öte yandan raporlarda yer alan hedef fiyat makul temellere dayanmalı ve bu fiyat belirlenirken kullanılan değerleme yöntemine, verilen tavsiyelerin hangi varsayımlara dayandığı ve bu varsayımlarda meydana gelen değişimlerin sonucu nasıl etkileyebileceğine ilişkin yatırımcıların anlayabileceği nitelikte bir değerlendirmeye yer verilmelidir[621].

(hold)" derecelendirmesinin yatırımcıların menkul kıymetleri satması gerektiği şeklinde tanımlanması mümkün değildir. Bunun yanında bazı üyeler al (buy), tut (hold) ya da sat (sell) yanında "Uzun (long)", "orta (intermediate)" ve "kısa (short)" gibi zamansal olarak tavsiye vermekte olup, bu ifadelerin de anlamları açıklanmalıdır (**NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2002), s.9,10)

[616] **SEC**, (Investor Alert), s.1

[617] **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.11; **SEC**, (Investor Alert), s.1; **UNGER**, (Conflict of Interest), s.6

[618] **FSA**, (Discussion Paper 2002), s.23,24; **SEC**, (Investor Alert), s.5 vd.

[619] **SEC**, (Investor Alert), s.8

[620] NASD Rule 2711, h-10; NYSE Rule 472, k-1. Açıklamalar ayrı bir bölüm olarak ve ana tekstin yazı karakterinden daha büyük bir karakterle, "Önemli Açıklamalar (Important Disclosures)" ya da "Gerekli Açıklamalar (Required Disclosures)" başığı altında yapılmalıdır (**NASD/NYSE** (Joint Memorandum 2004), s.15; Ayrıca Bkz. **BOSTELMAN**, s.20-45). Eğer rapor 6 veya daha fazla şirkete ilişkin ise, üye gerekli açıklamaları nerde bulacaklarına ilişkin olarak okuyuculara (yazılı veya elektronik ortamda) açıklama yapmakla yetinebilir (NASD Rule 2711, h-11). Ücretsiz olarak arayabileceği telefon, bu açıklamaları isteyebileceği posta adresi ve veya web adresi örnek olarak verilebilir (**BOSTELMAN**, s.20-46); Yetkili kurum şirket hakkında araştırma raporu düzenlemeyi sona erdirme niyetinde ise bunu da duyurmaları gerekmektedir (NASD Rule 2711, f-5, NYSE Rule 472, f-6). Zira şirket daha önceki değerlendirmelerini değiştirmeden rapor ve değerlendirme yapmayı bırakmaktadır (**BOSTELMAN**, s.20-33,20-34).

[621] NASD 2711 h (Disclosure) 7; **IOSCO**, (Statement Of Principles 2003), s.9 vd.

XI. TAVSİYELERİN DOĞRULUĞU VE ETKİNLİĞİNİN ARACI KURULUŞLARCA TAKİP EDİLMEMESİ NEDENİ İLE ORTAYA ÇIKAN ÇIKAR ÇATIŞMASI

Analistler için asgari eğitim ve yeterlilik şartlarının olmaması ve analistlerin tavsiyelerinin doğruluğu ve etkinliğinin aracı kuruluşlarca takip edilmemesi de çıkar çatışmasının bir diğer sebebidir[622].

Analist istihdam eden kurumların, analistlerin mevcut ve potansiyel çıkar çatışmalarını tanımlayıcı, ortadan kaldırıcı, yönetici veya açıklayıcı yazılı iç prosedürleri veya kontrol mekanizmaları hazırlamaları ve analistler için belirli nitelikler belirlenerek, periyodik olarak bilgi ve etik görevlerinin ölçüldüğü sınavlara tabi tutulmaları zorunludur[623].

AB düzenlemelerine göre, çıkar çatışmalarının önlenmesi ve bunlardan kaçınılması için yürürlüğe konulan şirket içi örgütsel ve idari düzenlemeler (enformasyon paylaşımını engelleyici düzenlemeler de dahil olmak üzere) genel hatları ile açıklanacaktır[624]. Üye ülkeler yatırım tavsiyesinden sorumlu olan gerçek veya tüzel kişinin kimliğinin açık olarak duyurulmasını sağlayıcı düzenlemeleri gerçekleştirmekle yükümlüdür[625].

V/55 sayılı Tebliğ'in md. 13/I, II hükmünde mesleki yeterlilik ilkesine yer verilmiştir. Buna göre, yetkili kurumlar, yatırım danışmanı olarak görevlendirecekleri personelde mesleki yeterliliği aramak ve sağlamak zorundadır. Mesleki yeterlilik, lisans düzeyinde ve sonrasındaki eğitim ve öğretimi ile mesleki deneyimlerin yatırım danışmanlığı yapabilecek düzeyde olmasını ifade eder (md. 13/I).

---

[622] FSA, (Discussion Paper 2002), s.25. Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin md. 9 hükmü uyarınca, borsa üyelerinin çalışanlarının görevleri çerçevesinde yaptıkları işlemlerden sorumlu olacağı düzenlenmiştir. Benzer şekilde ABD'de de Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act md. 15 hükmüne göre, aracı kuruluşların, gözetimi altındaki kişilerin mevzuatı ihlal etmeleri halinde, gözetim görevlerini yerine getirmememe nedeni ile sorumlu olacakları düzenlenmiştir.

[623] IOSCO, (Statement Of Principles 2003), s.8 vd.

[624] 2003/125/EC sayılı AB Direktifi, Article 6/2; NASD Rule 2711, h-12; NYSE Rule 472, c

[625] 2003/125/EC sayılı AB Direktifi, Article 2/1

Yetkili kurumlar, faaliyetleri süresince, nitelikli bir yatırım danışmanlığı hizmeti sunmak ve müşterinin kendilerinden bu yükümlülüğü yerine getirmelerini beklediğinin bilincinde olmak zorundadırlar. Bu amaçla istihdam ettikleri yatırım danışmanlarının mesleki eğitimini geliştirecek olanakları sağlamakla yükümlüdürler (md. 13/II).

SONUÇ

Aracı kuruluşların karşı karşıya kaldığı çıkar çatışmalarını (ve insideri) azaltıcı önlemlerden birisi de piyasalar ve ihraççılar hakkındaki bilgilerin tam olarak ve zamanında kamuya açıklanmasıdır. Kamuyu aydınlatma çerçevesinde açıklanması gereken bilgilerden birisi de çıkar çatışmasının varlığıdır. Tam kamuyu aydınlatma yatırımcıların yönlendirilmesi imkanını ortadan kaldıracaktır.

Yatırım danışmanının tavsiyelerinin tarafsız olması beklenmekte ve öyle olduğu varsayılmaktadır. Bir danışman, tavsiyede bulunduğu her hangi bir işlemden dolayı tarafsız hizmet sunmasını etkileyecek her hangi bir çıkar çatışmasının varlığı halinde, bu hususu müşterilerine açıklamak zorundadır. Danışmanın, müşterisi ile doğruluk ve güven ilişkisi bulunduğundan, danışmanlık hizmeti sunulması sırasında çıkar çatışmasının varlığı gibi bu ilişkiyi zedeleyecek her türlü gelişme müşteriye anında açıklanmalı ve müşteri bilgilendirilmelidir. Bilgilendirmenin kapsamı her olayın özellikleri ve beklentiler dikkate alınarak belirlenecektir.

Çıkar çatışmasının bulunduğu ilişkinin açıklanma zorunluluğu, yatırımcının açıklanan bilgiyi değerlendirmesine imkan verecek, bu da piyasa katılımcıları arasındaki asimetrik bilgiyi azaltacaktır. Bu şekilde içerden bilgi ortadan kalkacak, verilen tavsiyeler ile ilgili her türlü bilgiye ulaşacak olan müşteriler, verilen yatırım tavsiyelerinin ve araştırma raporlarının güvenilir olup olmadığına kendileri karar vereceklerdir. Daha sıkı kamuyu aydınlatma düzenlemeleri yatırımcıları, verilen yatırım tavsiyeleri hakkında değerlendirme yapma ve kendi analizlerini çıkarma imkanı verecektir.

Eğer zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kurumların gerekli bilgileri saklayabilmeleri devam ettiği için iyi işlemez ise bu durumda denetim mekanizması devreye girecektir. Denetçiler gerekli açıklama yapılmaksızın çıkar çatışmasının olup olmadığını inceleyecekler ve bu kurumların çıkar çatışmasını kötüye kullanmalarını engelleyecek önlemleri alacaklardır.

Türkiye uygulamasına bakıldığında aracı kuruluşların araştırma bölümlerinin yeterince gelişmediği ve bu kaleme ayrılan bütçenin oldukça az olduğu görülmektedir. Bu nedenle çıkar çatışmasının önlenmesine ilişkin olarak yurt dışı örneklerine benzer radikal önlemler alınmasını şu an için aracı kuruluşların mevcut yapısına uygun düşmemektedir. Bu nedenle araştırma ve diğer bölümlerin çok kesin mali ve organik vb. sınırlarla ayrılması yerine çatışma ihtimalinin olduğu noktalara ilişkin kamuyu aydınlatma usüllerinin getirilmesi uygun olacaktır.

Çin seddi uygulaması çıkar çatışmasını önlemekle birlikte uygulaması zordur ve belirli bir maliyet getirmektedir. Ancak tam kamuyu aydınlatma ile verilen bilgiler yatırımcılar tarafından değerlendirilmesi mümkün olacaktır. Netice olarak piyasanın çin seddine değil dürüstlük ve tam kamuyu aydınlatmaya ihtiyacı vardır.

KAYNAKÇA

AKIŞIK, Vural : *"Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları"*, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması (SPK Uluslararası Semineri), Ankara, 1995

ALGÜNER, Ayhan : Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği, Ankara, 2006

ALTOP, Atilla : Yönetim Danışmanlığı Sözleşmesi, İstanbul, 2003

ARAL, Fahrettin : Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara, 2002

ASLAN, A. Gökhan : Yatırım Danışmanlığı Faaliyetinde Analistlerin Rolü, Çıkar Çatışmaları, Düzenlemeler ve Türkiye İçin Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2004

ATAMER, Yeşim : Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, İstanbul, 2001

AYTAÇ, Zühtü : *"Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları"*, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması (SPK Uluslararası Semineri), Ankara, 1995, (Yatırımcının Korunması)

..... : Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara, 1988 (Hisse Senetleri)

AYYILDIZ, Musa/
YILDIRIM, Bekir Y. : Basın, İnternet ve Yazılım Aracılığıyla Yapılan Yatırım Danışmanlığı İle İnternet

Tartışma Siteleri Hakkındaki Avustralya Düzenlemeleri, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 2000

BABUÇCU, Kürşad S. : Piyasa Yapıcılığı Kavramı ve Uygulaması SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1996

BAŞPINAR, Veysel : Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu, Ankara, 2004

BOSTELMAN, John T. : The Sarbanes-Oxley Deskbook, Volume II, New York, 2004

CEYLAN, Ali/
KORKMAZ, Turhan : Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi, BURSA, 1998

CASE COMMENT : İnvestment Adviser and Disclosure of an İntent to Trade (SEC v Capital Gains Research Bureau), The Yale Law Journal, Vol. 71, No.7, Jun 1962, s.1342-1350

CEZAİRLİ, Adnan : *"Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları"*, Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması (SPK Uluslararası Semineri), Ankara, 1995

CNNMoney : CNN Money (20.7.2001)
http://money.cnn.com/2001/07/20/investing/merill_blodget

CROCKETT, Andrew/
HARİS, Trevor/
MISHKİN, Frederic S./
WHITE, Eugene N. : Conflict of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them, Geneva Reports on the World Economy V, London, 2004

ÇELİK, Nuri : İş Hukuku, İstanbul, 2004

ÇITAK, Serdar : Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar,

Düzenleme, Organizasyon, Denetim, Ankara, 1998

DOROSIN, Robert N./
JAFFE, Ira J./
WORDEN, Rolfe A./
LOCKWOOD, James C./
JOHNSON, Willoughby C. : Current Problems İn Securities Regulation, Michigan Law Review, Vol. 62, No. 4, Feb. 1964, s.680-751

ERSEL, Hasan : "Mesleki-Etik Değerlere Ekonomik Yaklaşım", TSPAKB Türk Sermaye Piyasasında Mesleki/Etik Kurallar ve Yatırımcı Hakları, 2002, s.37-42

ERSEL, Hasan/
SAK, Güven : Düzenleme ve İktisat Kuramı, Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Ankara, 1996 (SPK Yayın No. 54)

EYRENCİ, Ömer/
TAŞKENT, Savaş/
ULUCAN, Devrim : Bireysel İş Hukuku, İstanbul, 2005

FEIN, Melanie L. : Securities Activities Of Banks, Third Edition, Aspen Law&Business, (Latest Supplemented Date 1.4.2005)

FSA
(Financial Services Authority) : Investment Research: Conflicts & Other Issues, Discussion Paper 15, July 2002, (www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp15.pdf), (Discussion Paper 2002)

..... : Conflicts Of Interest: Investment Research And Issues Of Securities, Consultation Paper, February 2003, (http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp171.pdf) (Consultation Paper 2003)

FRANKEL, Tamar : The Regulation Of Money Managers; The İnvestment Company Act And The İnvestment Advisers Act, Vol. I, Boston, 1978 (Supplement, New York, 1999)

... ...	: The Regulation Of Money Managers; The İnvestment Company Act And The İnvestment Advisers Act, Vol. II, Boston, 1980 (Supplement, New York, 1999)
FRIEDMAN, Howard M.	: Securities Regulation In Cyberspace, New York, 2004
GORMAN, Christopher M.	: Are chinese walls the best solution to the problems of insider trading and conflicts of ınterest in broker dealers? Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. IX, 2004
GRIDER, T. Allen	: The Fribble, Andrew H West - A Stern Opinion – Kill The Analysts, (www.motleyfool.com)
GÜMÜŞ, Mustafa A.	: Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu, İstanbul, 2001
GÜNAL, Vural	: Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İstanbul, 1997
GÜREL, Pınar	: Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanların Sorumluluğu, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2003
HATEMİ, Hüseyin/ SEROZAN, Rona/ ARPACI, Abdulkadir	: Borçlar Hukuku Özel Hükümler, İstanbul, 1992
HAZEN, Thomas Lee	: Treatise on The Law of Securities Regulation, Vol. II, St. Paul, MINN, 1995
... ...	: Treatise on The Law of Securities Regulation, Vol. III, St. Paul, MINN, 1995
HEALY Paul M./ PALEPU Krishna G.	: The Fall of Enron, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17 no 2 p 3-26 Spring 2003
HIRZEL, Heinrich E.	: Management Consulting İm Schweizerischen Recht: Der

Unternehmensberatu, Schulthess Polygraphischer, Zurich, 1984

HONG, Harrison/

KUBIK, Jeffrey D. : Analyzing The Analyst: Career Concerns And Biased Earnings Forecasts, Journal Of Finance 58-1, February, 2003, s.313-351

IOSCO

(International Organization of Securities Commissions)
: Report on Analyst Conflicts of Interest, A Report of The Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, September, 2003 (Report 2003)

..... : Statement Of Principles For Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts Of Interest, 25 September, 2003 (Statement Of Principles 2003)

İNCEOĞLU, Mehmet M. : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara, 2004

KABAALİOĞLU, Haluk : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, 1985

KABUKÇUOĞLU, Fatma D. : Danışmanlık Sözleşmesi, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2001

KALAYCI, Şeref : Intermediation In Capital Markets A Comporative Study Turkey And USA, Ankara, 2001

KAPLAN, İbrahim : Banka Sözleşmeleri Hukuku, C. I, Ankara, 1996 (Banka Sözleşmeleri)

..... : Portföy Yönetimi Sözleşmesi, BATIDER, C. XVIII, S.1-2, 1995 (Portföy Yönetimi)

..... : Portföy Yönetim Sözleşmesi, Menfaat Çatışmaları-Sorumluluk Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu (Yayın No 119), Mayıs 1998 (Sorumluluk)

KARABABA, Serdar : Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara, 2001

KARABIYIK, Lale E. : Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri, Bursa, 1997

KARACAN, Ali İhsan : Tasarrufların Yatırımlara Dönüşmesinde Borsanın Rolü, İktisat Yazıları, 1996, s.225-232

KARAKAŞ, Tülay : Portföy Yönetimi Sözleşmesi, Ankara, 2000

KARAN, Mehmet B./
KARACABEY, Ali A. : Türkiye'de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği, Ankara, 2003

KARSLI, Muharrem : Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul, 2004

KILIÇ, Saim : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması, Güvence Fonları, Ankara, 1997

KINIK, Tevfik : Elektronik Finansın Gelişimi Karşısında Aracı Kuruluşlar, SPK Yeterlik Etüdü, Ekim, 2002

KIRCA, Çiğdem : Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk, Ankara, 2004 (Bilgi)

.... : Know How sözleşmesinin Hukuki Niteliği Prof Dr Ali BOZER'e Armağan, Ankara, 1998 (Know How)

KIRCA, İsmail : Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara, 2000

KOLLER, Beat : Der know-how-Vertrag nach schweizerischen Recht :unter besonderer Beru Schulthess Polygraphisches, Zurich, 1980

KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Gün İçi Getiri, Volatilite ve Kapanış Fiyatı Manipülasyonu, Ankara, 2005

KÜÇÜKSÖZEN, Cemal : Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Ankara, 2005 (Manipülasyon)

..... : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara, 1999 (Yatırımcının Korunması)

LANDER, Guy P. : What is Sarbanes-Oxley?, New York, 2004

LANGEVOORT, Donald C. : İnvestment Analyst And The Law Of İnsider Trading, Virginia Law Review, Vol 76, No. 5, Aug 1990, s.1023-1054 (Investment Analyst)

..... : Insider Trading Regulation, 1990 (Insider Trading)

LEAVELL, Robert N. : İnvestment Advice And The Fraud Rules, Michigan Law Review, Vol.65, No.8, Jun 1967, s.1569-1610

MACHARG, Marcia L./
KAMEDA, Roberta R. W. (Editors) : International Survey of İnvestment Adviser Regulation, London, 1994

MANAVGAT, Çağlar : Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), Ankara, 1997 (Aleni Pay)

..... : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara, 1991 (Aracı Kurumlar)

..... : Türk Hukukunda İçerden Öğrenen Kavramı, BATIDER, Aralık 1998, C. XIX S.4 (İçerden Öğrenen)

MARTINEK, Michael : Moderne Vertragstypen, Band II, Consultingvertrage, Munchen, 1992

McVEA, Harry : Financial Conglomerates and the Chinese Wall, Regulating Conflict of Interest, New York, 1993

MICHAELY, Roni/

WOMACK, Kent L. : Conflict of İnterest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, The Review of Financial Studies, Vol.12 No.4, 1999, s.653-686

NASD/NYSE

(National Association of Securities Dealers/

New York Stock Exchange) : **Joint Memorandum of NASD and NYSE, Mayıs 2002** http://www.nyse.com/pdfs/im02-26NYSE%20NASD%20Joint%20Memorandum.DOC (Joint Memorandum 2002)

..... : **Joint Memorandum Of NASD and NYSE, Mart 2004** http://apps.nyse.com/commdata/PubInfoMemos.nsf/AllPublishedInfoMemosNyseCom/85256A71006FB86385256E51006961B8/$FILE/Info%20Memo%20-%20Amds%20to%20Discl%20and%20Rpting%20reqs.DOC (Joint Memorandum 2004)

NARMANLIOĞLU, Ünal : İş Hukuku Ferdi İş İlişkileri I, İzmir, 1994

NAZARETHI, Annette L. : Speech by SEC Staff: Remarks Before the SIA Research Conference, www.sec.gov/news/speech101603sia.htm

NICKSON, Charles G. : The Regulation of Investment Advice: Subscription Adviser and Fiduciary Duties, Michigan Law Review, Vo. 63, No. 7, May. 1965

OZANOĞLU, Hasan S. : Yönetim Danışmanlığı Sözleşmesi (Management Consulting Sözleşmesi), BATIDER, C.XX, S.4, Aralık 2000

ÖZ, Turgut M. : Yönetim (Management) Sözleşmesi, İstanbul, 1997

ÖZBAY, Remzi : Hisse Senedi Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler: Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara, 1990

ÖZÇAM, Mustafa : Gazete, Dergi, Televizyon, Radyo ve İnternet Gibi Yayın Araçlarında Çıkan Yatırım Yorum Ve Önerilerinin Yatırım Danışmanlığı Açısından Değerlendirilmesi, SPK Görüş-Öneri Raporu, Ankara, 1998

ÖZKUL, Levent : ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD'de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu'nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ekim 2002

POROY, Reha/
TEKİNALP, ÜNAL : Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, İstanbul, 1995

POROY, Reha/
TEKİNALP, Ünal/
ÇAMOĞLU, Ersin/ : Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul, 2000

RATNER, Davit L./
HAZEN, Thomas Lee : Securities Regulation, Cases and Materials, St. Paul, MINN, 1996

RIDER, Bary/
ASHE, Michael (Editors) : The Fiduciary, The Insider and the Conflict, Dublin, 1995

ROLL, H. A. : Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute: zur rechtssystemat. Erfassung anhand von standardisierten Vertragsmustern, Berlin, 1983

SALMANOWITZ, John M. : Broker İnvestment Recomendations And The Efficient Capital Market Hypothesis: A Proposed Cautionary Legend, Stanford Law Review, Vol:29, No.5, May 1977, s.1077-1114

SCIANNI, Gina N. : From Behind The Corporate Veil: The Auting Of Wall Street's İnvestment Banking Scandals-Why Recent Regulations May Not Mean The Down Of A New Day, Fordham Journal Of Corporate & Financial Law, Vol IX, 2003

SEC

(Securities and Exchange Commission) : SEC, Investor Alert http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm

SHKOLNIK, Eric : When Buy Means Sell, New York, 2003

SPALTI, D. : Die Rechtliche Stellung der Bank als Vermögensverwalterin, Zürich, 1989

SPATT, Chester S. : Conflict of Interest in Asset Management http://www.sec.gov/news/speech/spch051205css.htm

SPIDI, Jack
WEISS, Richard : Sec Announces New Rules To Combat Stock Analyst And İnvestment Banking Conflicts, Community Banker, October 2002

SPINDLER, James C. : Conflict or Credibility: Analyst Conflicts of İnterest and The Market for Underwriting Business, Social Science Research Network Electronic Paper Collection: http://ssrn.com/abstract_id=564381 July 2004

SUMER, Ayşe : Portföy Yönetim Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu ve Sorumluluk Davaları, Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN'e Armağan, İstanbul, 1998 (Portföy)

..... : Sermaye Piyasasında Meslek Kuralları ve Türk Hukukunda Uygulanması, İstanbul, 2001 (Meslek Kuralları)

..... : Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, İstanbul, 2002 (Sermaye Piyasası)

SÜZEK, Sarper : İş Hukuku, İstanbul, 2002

ŞAHAN, Ökkeş : Sermaye Piyasasında Medya ve Elektronik Ortam Da Dahil Yatırım Tavsiyelerinde Bulunulması, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2001

ŞEN, Ayşe : Yatırım Bankacılığı ve Sermaye Piyasaları, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul, 2004

ŞENGÜL, Selami : Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları, Ankara, 2002

TAKIGUCHI, Susumi : *"Aracılık Faaliyetlerinin Organizasyonu, Bankacılık ve Sermaye Piyasası*

Faaliyetlerinin Ayrılması, Aracılık Faaliyetlerinde Çıkar Çatışmaları", Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması (SPK Uluslararası Semineri), Ankara, 1995, s.137-142

TANDOĞAN, Haluk : Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. I/1, Ankara, 1984

... ... : Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C. II, Ankara, 1987

TANÖR, Reha : Türk Sermaye Piyasası, C.I (Taraflar), İstanbul, 1999

TEKİNALP, Ünal : Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle, İstanbul, 1979 (Bilanço)

TEZCANLI, Meral V. : İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul, 1996

TURANBOY, Asuman : Insider Muameleleri, Ankara, 1990

TYSON, William C. : Legal Aspects of Securities Regulation In The United States, Ankara, 1985

UNGER, Laura S. : How Can Analysts Maintain Their İndependence (www.sec.gov/news/speech/spch477.htm) (Analyst independence)

... ... : Testimony Concerning Conflict of Interest Faced by Brokerage Firms and Their Research Analysts, www.sec.gov/news/testimony/073101tslu.html (Conflict of Interest)

ÜNAL, Oğuz K. : Aracı Kurumlar, Ankara, 1997 (Aracı Kurumlar)

... ... : Menkul Kıymetler-Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler, Ankara, 1988 (Menkul Kıymetler)

... ... : Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara, 2005 (Sermaye Piyasası)

... ...	: Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara, 1999 (Halka Açık)
WAYMIRE, Jack	: Who's Watching Your Money? The 17 Paladin Principles for Selecting a Financial Advisor, New Jersey, 2003
WILSEY, Lawrence	: The İnvestment Advisers Act of 1940, The Journal of Finance Vol. 4, No. 4, Dec. 1949, s.286-297
YALÇINDURAN, Türker	: Vekalet Sözleşmesinde Ücret, Ankara, 2004
YASİN, Melikşah	: Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara, 2002
YAVUZ, Cevdet	: Borçlar Hukuku Dersleri, Özel Hükümler, İstanbul, 2004
ZEVKLİLER, Aydın	: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Ankara, 2004

ÖZET

Yetkili kurumların müşterileri ile yaptıkları, hangi sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılacağı, sermaye piyasası araçlarını alma ve satma zamanı hakkında ve bir ücret karşılığında, tecrübelerine, teknik araştırmalarına ve bilimsel verilere dayanan tavsiyelerde bulunma konusunda taahhütte bulunmasına ilişkin sözleşme, yatırım danışmanlığı sözleşmesi olarak isimlendirilmektedir. Sözleşmenin konusu, sermaye piyasası araçlarının hangilerine yatırım yapılacağı, riskin dağıtılması, sermaye piyasası araçlarının piyasa durumuna göre alım satım zamanları gibi müşterilere bilgi verilmesinin taahhüt edilmesidir. Yatırım danışmanlığının iki unsuru bulunmaktadır. İlki sermaye piyasası alanında müşterilere yönlendirici nitelikte bilgiler verilmesi ve tavsiyelerde bulunulması, diğeri ise yatırım danışmanlığında bulunan yetkili kurumun bunun karşılığında müşterilerinden bir menfaat elde etmesidir. Yatırım danışmanlığı için yetkili kurumlar ile müşterileri arasında yazılı bir sözleşmenin yapılması gerekmektedir.

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 veya aracı kurumlar tarafından alım satım aracılığı faaliyetlerinin icrası sırasında müşterilerine yazılı veya sözlü yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunulması yatırım danışmanlığı kapsamı dışındadır. Benzer şekilde medya ve elektronik ortamda yer alan yorum ve tavsiyeler de yatırım danışmanlığı kapsamı dışında tutulmuştur.

Yatırım danışmanlığında yatırım danışmanı ile yatırımcı, menkul kıymetlere ilişkin yatırımlar hakkında yorum ve tavsiyede bulunmak üzere anlaşmaktadır. Yatırım danışmanı, yatırımcının menfaatine ve iradesine uygun ve fakat yatırımcıdan bağımsız olarak bir ücret karşılığında iş görme borcu altına girmektedir. Bu açıdan yatırım danışmanlığı vekalet sözleşmesine uygunluk göstermektedir.

Edimini ifa yükümlülüğü yanında özen ve sadakat yükümlülüğü içerisinde değerlendirebileceğimiz, müşteriler için uygun olan tavsiyede bulunma yükümlülüğü, tavsiyelerini yeterli ve makul temellere dayandırma yükümlülüğü, tavsiyelerin müşteri menfaatlerini gözeterek ve tarafsız olarak verilmesi yükümlülüğü, müşteriyi bilgilendirme yükümlülüğü ve sır saklama yükümlülüğü danışmanın başlıca yükümlülükleridir. Müşteri ise, ücret ödeme yanında, kendisine uygun bir yatırım danışmanlığı hizmeti verilebilmesi için gerekli tüm bilgi ve belgeleri yatırım danışmanına sunma yükümlülüğü altındadır.

Çıkar çatışmasını, bir kişinin kendi çıkarı ile hukuki ilişki içinde olduğu bir başkasının çıkarının ya da hukuki ilişki içinde olduğu iki ya da daha fazla kişinin her birinin diğeri ile olan çıkarlarının karşı karşıya gelmesi olarak tanımlamak mümkündür. Çıkar çatışması objektif bilgilendirmeyi etkileyebilmektedir. Bunun yanında çıkar çatışmasının varlığı yatırımcıların yetkili kurumlara ve piyasaya olan güveninin kaybolmasına yol açacaktır. Yatırımcıların bilgilendirilmesine ilişkin olarak uygulamada ortaya çıkan başlıca çıkar çatışması hallerini şu şekilde saymak mümkündür. Danışmanın ya da yetkili kurumun sahip olduğu portföy nedeni ile ortaya çıkan çıkar çatışması (scalping), komisyon gelirleri (churning) nedeni ile ortaya çıkan çıkar çatışması, yetkili kurumun sunduğu diğer hizmetler nedeni ile ortaya çıkan çıkar çatışması, danışmanlık hizmetini sunan kurumun hisse senetlerinin halka arzına da yetkili olması nedeni ile ortaya çıkan çıkar çatışması, piyasa yapıcılığına bağlı çıkar çatışması, değerlendirme konusu şirket ile yetkili kurum/danışman arasındaki ilişki nedeni ile ortaya çıkan çıkar çatışması, ücretlendirme politikasına bağlı çıkar çatışması, raporlama sistemlerine ilişkin uygulamadan doğan çıkar çatışması, bazı müşterilere farklı davranılmasına bağlı çıkar çatışması, yatırımcıların bilgi ve tecrübe eksikliğine bağlı çıkar çatışması, tavsiyelerin doğruluğu ve etkinliğinin aracı kuruluşlarca takip edilmemesi nedeni ile ortaya çıkan çıkar çatışması.

ABSTRACT

The contract, which the authorized institutions make with their customers, on which capital market instruments their customers would invest, which is related to underwriting about the subject of giving advices about the time when to buy and sell the capital market instruments based on their experiences, and technical and scientific data at the customers' cost, is defined as the investment advising contract. The subject of the contract is to underwrite; on which capital market instruments an investment would be made, to distribute the risk, to give customers information such as the times when to buy and sell the capital market instruments according to the market status. There are two factors of the investment advising. The first one is to give customers advices and sufficient directive information on the field of capital market. The other one is, of the authorized institution which provides investment consulting, to gain a benefit from customers in exchange for this service. For investment advising, a written contract must be made between the authorized institutions and their customers.

These are out of the scope of investment advising to give investment advices during the performance of any activity, profession or job, with regard to this activity, profession or job, toward several unusual events; To give customers investment advices, written or oral comments while performing brokering activities of buying and selling by brokering institutions. In a similar way, comments and advices which take place on the media and on the electronic medium are also excluded from the scope of investment advising.

In investment advising, an investment adviser and an investor agree on comments and advices about investments related to securities. The investment adviser undertakes a work performance in exchange for a payment, for the benefit of the investor and appropriate for the will of the investor, but independent from the investor. With this respect, investment advising complies with the contract of power of attorney.

In addition to the performing the performance work, which we can consider as being under the obligation of diligence and loyalty; the obligation of providing customers with proper advices, the obligation of making his advices to be based on sufficient and reasonable basis, the obligation of giving advices without any bias and protecting client's benefits, the obligation of advising client and the obligation of keeping secret are the main obligations of the adviser. Besides, the customer is under the obligation of providing all the information and documents required for being given an investment advising service proper for himself as well as paying fees.

It is possible to define conflict of insterest as the interest of one's his own and the interest of somebody else with whom he has legal relation or the interests of each one of those two or more people with whom he has legal relation run up against each other. Conflict of interest can affect the objective informing. Besides, the existence of conflict of interest will cause the investors to lose their trust on the authorized institutions and the market. It is possible to list the cases of the main conflict of interest which occur in practice with regard to advising of investors as follows: the conflict of interest occuring due to the portfolio which the adviser or the authorized institution has (scalping), the conflict of interest occuring due to the commission income (churning), the conflict of interest occuring due to the other services which the authorized institution has provided, the conflict of interest occuring due to that the institution providing the advising service is also authorized for public offering of the stocks, the conflict of interest associated with market making, the conflict of interest occuring due to the relation between the authorized institution/ adviser and the company in question, the conflict of interest associated with the charging policy, the conflict of interest occuring due to the practice related to the reporting systems, the conflict of interest associated with the discrimination of some clients, the conflict of interest associated with the insufficiency of the knowledge and experience of the investors, the conflict of interest occuring due to that the truthfullness and effectiveness of the advices have not been monitored by broker institutions.