

**GENEL YATIRIM TAVSİYESİ SUNABİLECEK KİŞİLERE  
VE SERMAYE PİYASASI KURULU'NUN III-37.1 SAYILI  
TEBLİĞ'DE BELİRLEDİĞİ ESASLARI MEDYA VE  
ELEKTRONİK ORTAMDA SUNULAN GENEL YATIRIM  
TAVSİYELERİNE UYGULAMA YETKİSİNE İLİŞKİN BAZI  
DEĞERLENDİRMELER**

**SOME COMMENTS ON WHO MAY PERFORM ANCILLARY SERVICE OF  
GENERAL RECOMMENDATION AND ON THE AUTHORITY OF CAPITAL  
MARKETS BOARD TO APPLY THE OBLIGATIONS AT COMMUNIQUE  
NO. III-37.1 FOR ALL OF THE GENERAL RECOMMENDATIONS  
INTENDED FOR DISTRIBUTION CHANNELS OR FOR THE PUBLIC**

Burçak YILDIZ\*

**Özet:** Genel yatırım tavsiyesi sunma ve bunu meslek edinme hakkı, hukukumuzda ilk kez 6362 sayılı Kanun'la birlikte yan hizmet ve sermaye piyasası faaliyeti olarak nitelendirilmiştir. Ancak söz konusu faaliyet sermaye piyasası kurumlarının tekelinde olmayıp, herhangi bir kurumsal yeterlik şartı aranmaksızın herkes bu faaliyeti yürütebilir. III-37.1 Sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ise, sadece sermaye piyasası kurumlarının yan hizmetlerini düzenlemek için yetkilidir. Bu itibarla medya ve elektronik ortamda sunulan her tür genel yatırım tavsiyesini düzenlemeye yönelik hükümler, Tebliğ'in yetkisinin dışında kalmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** genel yatırım tavsiyesi, genel tavsiye, yatırım tavsiyesi, yorum ve tavsiye, yan hizmet, medya ve elektronik ortam

**Abstract:** General recommendation for investment and having the right to perform it as a profession is characterized as an ancillary service and a capital market activity by Code no. 6362 for the first time in the Turkish law. However, the investment firms do not have an exclusive right to perform this service on a professional basis. Any person may perform this service; no organizational standards are required. The scope of Communiqué on Principles Regarding Investment Services, Activities and Ancillary Services no. III-37.1 is limited to regulating the activities of the investment firms. Therefore, the provisions of Communiqué do not cover all kind of general recommendations for investment provided through electronic mediums or mass media channels.

**Keywords:** general recommendation, investment recommendation, recommendation, comment, ancillary service, distribution channels

\* Yrd. Doç. Dr., Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi, burcakyildiz@gmail.com.

## GİRİŞ

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, bazı faaliyet türlerini hukukumuzda ilk kez sermaye piyasası faaliyeti olarak nitelendirmiştir. Bunlardan birisi de, genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyetidir.

Belirli bir kişinin risk ya da getiri kıstaslarını dikkate almaksızın, anonim bir yatırımcıyı temel alarak oluşturulmuş olan yorum ve tavsiyeler, genel yatırım tavsiyesi olarak adlandırılmaktadır. Genel yatırım tavsiyesi kavramının ayırt edici özelliklerinden biri, tavsiye konusunun somutlaştırılmış ve tavsiyeye konu sermaye piyasası aracının ya da ihraççının adının açıkça ifade edilmiş olmasıdır.

Piyasa eğilimleri hakkındaki yönlendirici şekilde sunulmuş ifadeler, finansal bilgi ya da yatırım araştırması olarak adlandırılmış da olsa, içinde yorum ve tavsiye içeren her tür yönlendirici beyan, bu kapsamdadır. Anılan faaliyet, özellikle, basından, medya ve elektronik ortamdan, örneğin gazetelerden, tv'den, internetten sunulan yorum ve tavsiyeleri kapsamaktadır.

Genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyeti, Kanun'da, sermaye piyasası faaliyetinin alt türlerinden "yan hizmetler" kapsamında sayılmıştır. Kanun'da "yan hizmetlerin yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından ayrıca bir yetki belgesine tâbi olmaksızın" yürütüleceğinden söz edilmektedir. III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de de benzer ifadelere yer verilmiştir.

Kanun'da ve Tebliğ'de kullanılan bu tarz ifadeler, hukukumuz için yeni bir kavram olan genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyetini yürütebilecek kişilere ilişkin olarak tereddüt doğurabilecek niteliktedir. Üstelik yan hizmet kavramı da anılan düzenlemelerde açıklanmamıştır. Bu kavrama tanınan sermaye piyasası faaliyeti niteliği, 2499 sayılı eski Sermaye Piyasası Kanunu'ndan beri yerleşik olan dar kapsamlı anlayış çerçevesinde değerlendirildiğinde ise, yanlış sonuçlar doğabilecektir. Acaba yan hizmetler ve bu kapsamda genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyetini yürütme hakkı, sadece Kanun'da ve Tebliğ'de sözü edilen tipte kurumlara mı (yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerine mi) tanınmıştır?

Çalışmamızda mehz AB hukuku ile karşılaştırma yaparak açık-

layacağımız gibi; sermaye piyasası faaliyeti niteliği taşımasına rağmen genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyetini herkes yürütebilmekte ve medya ve elektronik ortamda sunabilmektedir. Üstelik bunun için herhangi bir kurumsal yeterlik şartı da aranmamaktadır.

Tebliğ'de genel yatırım tavsiyesi hazırlanırken ve sunulurken uyulması gereken bazı esaslar öngörülmüştür. Ancak -her ne kadar açıkça ifade edilmemişse de- bu esaslar sadece sermaye piyasası kurumlarına uygulanabilmektedir. Zira -tıpkı mehz Yönerge gibi- Tebliğ'in kapsamı, sadece sermaye piyasası kurumlarının yürüttüğü sermaye piyasası faaliyetleri ile sınırlıdır. Bu itibarla, sermaye piyasası kurumu dışında kalan kişilerin genel yatırım tavsiyelerine Tebliğ'deki esaslar uygulanamaz.

Basında, medya ve elektronik ortamda sunulan her tür genel yatırım tavsiyesinin, kim tarafından sunulduğuna bakılmaksızın, Tebliğ'deki esaslara tâbi olması gerektiği yönündeki Tebliğ m. 73.3 hükmü ise bu yapıya ters düşmektedir. Hüküm, -sermaye piyasası kurumu niteliği taşıyıp taşımadığına bakmaksızın- tavsiye sunanların ve yayın organlarının belirtilen esaslara uyma yükümlülüğünden söz etmektedir. Dahası hükümde yer alan belirsiz ifadeler, basında, medya ve elektronik ortam dışında sunulan genel yatırım tavsiyelerinin dahi Tebliğ'e ve söz konusu esaslara tâbi olduğu izlenimini uyandırmaktadır.

Yan hizmet kavramının yapısı ve Kurul'a bu Tebliğ'e ilişkin tanıyan düzenleme yetkisinin sadece sermaye piyasası kurumlarının yürüttükleri faaliyetler ile sınırlı olması karşısında, Tebliğ m. 73.3 hükmünde yer alan düzenlemenin yetki sınırını aştığını görülmektedir. Basında, medya ve elektronik ortamda yer alan genel yatırım tavsiyelerinin belirli esaslara bağlanması, gerek piyasanın kötüye kullanılmasının önlenmesi gerek AB'ye uyum taahhüdümüz kapsamında zorunlu olmakla beraber, III-37.1 sayılı Tebliğ'in kapsamı dışında kalmaktadır.

Çalışmamızda sağlıklı bir karşılaştırma yapılabilmesi için öncelikle, 6362 sayılı SPK ve III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ öncesinde, genel yatırım tavsiyesine karşılık gelebilecek tavsiyelerin hangi hükümlere tâbi olduğu incelenecektir. Ardından yan hizmet kavramının ve dolayısıyla da genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyetinin sermaye piyasası

kurumlarının tekelinde olup olmadığı hususu, mevcut düzenlemeler ışığında ve mehz AB Yönergesi ile bağlantı kurulacak açıklanmaya çalışılacaktır. Son olarak Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in medya ve elektronik ortamdan sunulan yatırım tavsiyelerinin esaslarını belirleme yetkisi bulunup bulunmadığı hususu değerlendirilecektir.

## I. 6362 SAYILI KANUN VE III-37.1 SAYILI YATIRIM HİZMETLERİ VE FAALİYETLERİ İLE YAN HİZMETLERE İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA TEBLİĞ'DEN ÖNCEKİ DURUM

6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun<sup>1</sup> yürürlükten kaldırdığı 2499 sayılı -eski- Sermaye Piyasası Kanunu'nda<sup>2</sup> (eSPK) da "sermaye piyasası faaliyeti" kavramı kabul edilmekteydi. 2499 sayılı eSPK sermaye piyasası faaliyeti niteliği taşıyan faaliyetleri sıralamakta<sup>3</sup>; ardından da bu faaliyetleri yürütecek sermaye piyasası kurumlarının Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almalarının zorunlu olduğunu ifade etmekteydi<sup>4</sup>. 2499 sayılı eSPK açıkça, Kurul'dan yetki belgesi almayanların veya belgeleri iptal olunanların sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamayacaklarını belirtmekteydi<sup>5</sup>. Anılan düzenlemelerden çıkan sonuç; "tüm" sermaye piyasası faaliyetlerinin belirli tipte kurulmuş sermaye piyasası kurumlarının tekeline verilmiş faaliyetler olduğu, sadece söz konusu tipteki kurumlar tarafından yürütülebilecekleri, bu tipteki kurumlar dışında kalan kişi ve kurumların sermaye piyasası faaliyeti yürütmeye yetkili olmadıkları şeklindeydi. Dolayısıyla eSPK döneminde bir gerçek kişinin ya da sermaye piyasası kurumu dışında kalan bir tüzel kişinin herhangi bir sermaye piyasası faaliyetini yürütme yetkisi bulunmadığı hususu açık olup, bu konuda herhangi bir tereddüt bulunmamaktaydı.

2499 sayılı eSPK döneminde "genel yatırım tavsiyesi" şeklinde bir kavram yer almamaktaydı. 2499 sayılı eSPK'da yatırım tavsiyelerinin

<sup>1</sup> RG. 30.12.2012, S. 28513. 2499 sayılı mülga Kanun için bkz. RG. 30.07.1981, S. 17416.

<sup>2</sup> RG. 30.07.1981, S. 17416.

<sup>3</sup> Bkz. eSPK m. 30.

<sup>4</sup> Bkz. eSPK m. 31/II, c. 1.

<sup>5</sup> Bkz. eSPK m. 31/III.

bir sermaye piyasası faaliyeti niteliği taşıması, ancak bunların yatırım danışmanlığı faaliyeti<sup>6</sup> kapsamında sunuldukları durumlar ile sınırlı şekilde söz konusu olmaktadır.

Ancak eSPK, Kurul'u, sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil -her tür- yatırım tavsiyelerinde bulunacak kişi ve kuruluşların uyacakları ilke ve esasları belirlemekle görevlendirmekteydi.<sup>7</sup> Bu görevin kapsamına hem bir sermaye piyasası faaliyeti<sup>8</sup> olan yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında sunulan yatırım tavsiyelerini hem de bu faaliyet dışında kalan yatırım tavsiyelerini düzenleme görevi dâhildi.

Kurul, bir sermaye piyasası faaliyeti olan yatırım danışmanlığı faaliyetini düzenlemiş ve bu kapsamdaki yatırım tavsiyelerini de belirli esaslara bağlamıştı. Yatırım danışmanlığı faaliyeti dışında kalmakta olan yatırım tavsiyelerinden yönlendirici nitelikte olanlar, özellikle de medya ve elektronik ortamda sunulmakta olanlar da, -sermaye piyasası faaliyeti niteliği taşıyamamalarına rağmen- Kurul'un Kanun'dan doğan yetkisine dayanılarak bazı esaslara bağlanmıştı. Ancak her iki tür yatırım tavsiyesine ilişkin esaslar (hem bir sermaye piyasası faaliyeti olan yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında sunulan yatırım tavsiyelerine hem de bunun dışında kalan, özellikle de medya ve elektronik ortamdan sunulan yönlendirici yatırım tavsiyelerine ilişkin esaslar), tek bir tebliğ çatısı altında toplanmıştı. Bu doğrultuda Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: V, No: 55) yayımlanmıştı.<sup>9</sup>

Her ne kadar söz konusu Tebliğ'in başlığı, kapsamının yatırım danışmanlığı faaliyeti ile sınırlı izlenimi doğurmakta ise de, Tebliğ'in ilgili hükmünde, kapsamının bundan daha geniş olduğu açıkça ifade

<sup>6</sup> Yatırım danışmanlığı faaliyetinde de sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyeler sunulmaktadır. Ancak bu faaliyetin ayırt edici yönü belli bir kişinin veya bir grubun mali durumları ile risk ve getiri tercihleri dikkate alınması ve sunulan yorum ve tavsiyelerin bu kişi veya gruba uygun şekilde hazırlanmış olmasıdır.

<sup>7</sup> Bkz. eSPK m. 22/s.

<sup>8</sup> 2499 sayılı eSPK, Sermaye Piyasası Kurulu'na sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemlerini düzenlemek ve denetleme yetkisi vermekte idi. Bkz. eSPK m. 22/u. Kurul bu kapsamda -şimdiki düzenleme tarzından farklı olarak- her bir sermaye piyasası faaliyeti için ayrı ayrı tebliğler düzenlemiştir.

<sup>9</sup> RG. 22.04.2002, S. 24734.

edilmişti. "Amaç ve Kapsam" başlıklı m. 1 hükmünde, "Bu Tebliğin amacı, yatırım danışmanlığı faaliyeti ve bu faaliyeti yapacak olan kurumlar ile sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil yatırım tavsiyelerinde bulunacak kişi ve kuruluşlara ilişkin ilke ve esasları düzenlemektir" ifadelerine yer verilmişti. Böylelikle Tebliğ'in yetkisinin bir sermaye piyasası faaliyeti olan yatırım danışmanlığı faaliyetinin esaslarını düzenlemenin yanı sıra, sermaye piyasası faaliyeti niteliği taşımayan yatırım tavsiyelerine ilişkin olarak da düzenleme getirmek olduğu hususunda herhangi bir belirsizlik bırakılmamıştı.

-Mülga- Seri: V, No: 55 Tebliği, yatırım danışmanlığı sermaye piyasası faaliyetine ilişkin esasları düzenledikten sonra; dördüncü bölümünü "yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyeler" olarak adlandırdığı yatırım tavsiyelerine ayırmıştı. 6362 sayılı SPK'dan önceki dönemde hukukumuzda genel yatırım tavsiyesi şeklinde bir kavram ve sermaye piyasası faaliyeti türü bulunmadığı dikkate alındığında ve bu kavramın unsurları incelendiğinde, anılan düzenlemelerin -bugünkü tanımla- genel yatırım tavsiyelerine karşılık gelen tavsiyeleri de kapsadığı anlaşılmaktadır.

Mülga Tebliğ, medya ve elektronik ortamda sunulan yatırım tavsiyelerinin belirli esaslarda hazırlanması ve sunulması şeklinde zorunluluk öngörmekteydi.<sup>10</sup> Tebliğ'in ilgili düzenlemelerinde "yorum ve tavsiyelerde bulunacak kişi ve kuruluşlar"dan söz edilmekte olup; bu tür tavsiyeleri sunabilecek kişilere ilişkin (örneğin sermaye piyasası kurumu tarafından sunulmuş olmak şeklinde) herhangi bir sınırlama da öngörülmemekteydi.

Bu itibarla, 6362 sayılı SPK'dan önce bir sermaye piyasası kurumu dışındaki kişilerin somut bir sermaye piyasası aracına ya da ihraççıya işaret eden tavsiyeleri sunma yetkisine sahip olduklarına ilişkin herhangi bir tereddüt bulunmamaktaydı. Benzer şekilde medya ve elektronik ortam üzerinden sunulan yorum ve tavsiyelere ilişkin esasları düzenleme konusunda mülga Tebliğ'in yetkili olduğu, Tebliğ'in amaç ve kapsam maddesi uyarınca açıktı. Dolayısıyla medya ve elektronik ortam üzerinden sunulan belirtilen özellikteki tavsiyelerin mülga Tebliğ'deki esaslara tâbi olduğu hususunda da herhangi bir yetki sorunu bulunmamaktaydı.

<sup>10</sup> Bkz. mülga Seri: V No: 55 Tebliğ m. 18; m. 7, m. 17-20.

## II. GENEL YATIRIM TAVSİYESİ SUNMA FAALİYETİNİ YÜRÜTME YETKİSİ HAKKINDA

### A- Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Faaliyeti Kavramına İlişkin Olarak Kurum Bazlı Yaklaşımın Terk Edilmiş Olduğu Hususunda

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun kabul edilmiş gerekçeleri arasında; sermaye piyasası faaliyetine ilişkin olarak 2499 sayılı eSPK'da yer alan "kurum bazlı düzenleme yerine faaliyet bazlı düzenleme esası(nun) benimsenmesi" de yer almaktadır<sup>11</sup>. Buna göre; eSPK'daki sermaye piyasası kurumunu temel alan ve sermaye piyasası faaliyetini de sadece sermaye piyasası kurumlarınca yürütülebilen faaliyetler olarak değerlendiren anlayış, yeni Kanun'a alınmamıştır.

Sermaye piyasası faaliyetlerinin hangileri olduğu 2499 sayılı eSPK'da da -6362 sayılı SPK'da olduğu gibi- sayılmaktaydı.<sup>12</sup> Ancak isimleri açıkça sayılanlar dışında kalan sermaye piyasası faaliyetleri "diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleri" şeklinde nitelendirilmekteydi<sup>13</sup>. Dolayısıyla açıkça adı sayılmayan bir faaliyet, ancak bir sermaye piyasası kurumunun faaliyeti ise, sermaye piyasası faaliyeti olarak değerlendirilmekteydi. Bu itibarla sermaye piyasası faaliyeti sayılabilmek için temel ölçüt olarak sermaye piyasası kurumu ile ilintili olma şartı alınmaktaydı. Bir başka ifadeyle, bir faaliyet, bir sermaye piyasası kurumunun faaliyeti değilse, sermaye piyasası faaliyeti niteliği kazanmamaktaydı.

6362 sayılı Kanun ise, bu açıdan yeni bir anlayış benimsemiş; sermaye piyasası faaliyetlerini nitelerken, bir sermaye piyasası kurumu ile ilgili olma kriterini tek kriter olmaktan çıkarmıştır. Kanun'un bu yaklaşımında Avrupa Birliği hukukunun ve özellikle de 2004/39 sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi'nin temel alındığı görülmektedir<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Bu yöndeki bir değişikliğin nedeni; "gerek AB düzenlemelerinde gerekse finansal kriz sonrasında dünya genelinde görülen düzenleme yaklaşımındaki yeni eğilimlerin bu yönde olması" şeklinde gösterilmiştir. Bkz. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, s. 16 (www.tbmm.gov.tr).

<sup>12</sup> Bkz. eSPK m. 30/I.

<sup>13</sup> Bkz. eSPK m. 30/I- h.

<sup>14</sup> Kısaca MiFID olarak anılan Yönerge için bkz. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments Amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and

Aynı yaklaşım Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de (III-37.1)<sup>15</sup> de sürdürülmüştür.<sup>16</sup>

Kurum bazlı yaklaşımın terk edilmiş olması ile hukukumuzda yan hizmet (ve dolayısıyla genel yatırım tavsiyesi sunulması) kavramının sermaye piyasası faaliyeti olarak nitelendirilebilmesi olanağı doğmuştur.

## **B- 6362 Sayılı Kanun'da Sermaye Piyasası Faaliyeti Kavramının Kapsamı**

### **1. Sermaye Piyasası Faaliyeti Kavramı**

2499 sayılı eSPK'da olduğu gibi 6362 sayılı Kanun'da da sermaye piyasası faaliyeti kavramı korunmuş; ancak kavramın kapsamı eski Kanun'a oranla büyük ölçüde genişletilmiştir. Kanun'a göre sermaye piyasası faaliyeti kavramı; "sermaye piyasası kurumlarının bu Kanun kapsamındaki faaliyetleri, bu Kanun kapsamına giren yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile bunlara ek olarak sunulan yan hizmetlerden oluşur".<sup>17</sup>

Bu kavramın kapsamına temel olarak yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetler girmektedir<sup>18</sup>. Aşağıda değinileceği gibi, eSPK'da

---

Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and Repealing Council Directive 93/22/EEC, OJ 30.4.2004, L. 145/1-44.

Kurum bazlı düzenleme yerine faaliyet bazlı düzenleme esasının 2004/39 sayılı Yönerge'deki görünümünün değerlendirilmesi için bkz. Nusret Çetin/H. Ebru Töremiş, "AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi ve Yönergenin Yatırımcı-Yatırım Şirketi Arasındaki İlişkiye Etkileri", *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Ankara 2010, C. XIV, S. 2, (s. 45-70), s. 49.

<sup>15</sup> RG. 11.07.2013, S. 28704. Bu Tebliğ, çalışmamızda "Tebliğ" olarak anılacaktır.

<sup>16</sup> Kurul, SPK m. 39.8 ve 128.1.a hükümleri uyarınca yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetlerin sunulmasına ilişkin usule ve esasları belirleme görevini yerine getirmek üzere bu Tebliğ'i düzenlemiştir. Ancak -eSPK dönemindeki Tebliğlerden farklı olarak- her bir sermaye piyasası faaliyeti için ayrı bir tebliğ çıkarmaması, tüm faaliyetler için ortak bir tebliğ çıkarmayı tercih etmiştir.

Tebliğ'e büyük ölçüde 2004/39 sayılı Yönerge'nin mehzaz teşkil ettiği görülmektedir. Yönerge ise, AB üyesi ülkelerin ulusal hukuk sistemlerinde yıllar içinde ve kökleşmiş yargı içtihatları ile yerleşmiş temel ilkeleri dikkate alarak oluşturulmuştur. Bu konudaki ayrıntılı açıklamalar ve örnek yargı kararları için bkz. Olha O. Cherednychenko, "European Securities Regulation, Private Law and the Investment Firm-Client Relationship", *European Review of Private Law* 2009, Vol. 17, No. 5, (s. 925-952), s. 931 vd.

<sup>17</sup> Bkz. SPK m. 34.1.

<sup>18</sup> Sermaye piyasası faaliyeti kapsamına "sermaye piyasası kurumlarının bu Kanun kapsamındaki faaliyetleri"nin de dahil olduğu belirtilmişse de, sermaye piyasası



sermaye piyasası faaliyeti olarak nitelendirilen faaliyetler, 6362 sayılı Kanun'da yatırım hizmet ve faaliyetleri olarak nitelendirilmiştir. Bunun yanı sıra eSPK'da sermaye piyasası faaliyeti niteliği tanınmamış (genel yatırım tavsiyesi sunulması faaliyeti gibi) bazı faaliyetler de, yan hizmet sıfatıyla ilk kez sermaye piyasası faaliyeti kavramının kapsamına dahil edilmiştir.<sup>19</sup>

## 2. Sermaye Piyasası Faaliyetinin Türleri

### a- Yatırım Hizmet ve Faaliyeti

Sermaye piyasası faaliyetinin alt başlıklarından biri olan yatırım hizmet ve faaliyeti kavramı, Kanun'da veya Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de (III-37.1) tanımlanmamış, anılan düzenlemelerde sadece bu kavram kapsamına giren sermaye piyasası faaliyetlerinin neler olduğu sayılmıştır<sup>20</sup>. Hangi faaliyetlerin yatırım hizmet ve faaliyeti olarak nitelendirileceği, mehzaz 2004/39 sayılı Yönerge dikkate alınarak oluşturulmuştur<sup>21</sup>. 2499

19 kurumlarının "6362 sayılı Kanun kapsamındaki" faaliyetleri zaten hemen her zaman yatırım hizmet ve faaliyeti ya da yan hizmet niteliğinde olacağından, burada ayrı bir başlık açılmasına gerek duyulmamıştır.

20 Sermaye piyasası hukukumuzda 6362 sayılı SPK ile giren bu kavramlar, 2004/39 sayılı Yönerge'den alınmıştır. Yönerge'de sadece hukukumuzdaki yatırım hizmet ve faaliyetlerine karşılık gelen faaliyet tipi (investment services) ile hukukumuzdaki yan hizmetlere karşılık gelen faaliyet türü (ancillary services) bulunmaktadır; ikisini de kapsayan üst kavram bulunmamaktadır. Sermaye piyasası hukukumuzda ise, bu tür bir üst kavram tercih edilmiştir.

20 SPK m. 37.1: "Bu Kanun kapsamına giren yatırım hizmetleri ve faaliyetleri şunlardır:

- a) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi
- b) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi
- c) Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı
- ç) Portföy yöneticiliği
- d) Yatırım danışmanlığı
- e) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi
- f) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi
- g) Çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi
- ğ) Sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması
- h) Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması".

21 Bkz. 2004/39 sayılı Yönerge m. 4.1.3. Mehzazda yan hizmet olarak sayılmış olan

sayılı eSPK döneminde sermaye piyasası faaliyeti olarak nitelendirilen temel faaliyetlerin, 6362 sayılı SPK döneminde yatırım hizmet ve faaliyeti olarak nitelendirildiği görülmektedir.<sup>22</sup>

Yatırım hizmet ve faaliyetleri, ancak belirli tipteki sermaye piyasası kurumları tarafından yürütülebilmektedir. Kanun, bu tür faaliyetlerin sadece yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilebileceğini, ayrıca yatırım ortaklıkları ile portföy yönetim şirketlerine ve borsalara ilişkin hükümlerin de saklı tutulduğunu ifade etmiştir.<sup>23</sup> Kanun, bir yatırım hizmet ya da faaliyetinin “düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için” Kuruldan faaliyet izni alınmasının zorunlu olduğunu, söz konusu izni göstermek üzere Kurul’dan yetki belgesi alınması gerektiğini de açıkça belirtmiştir.<sup>24</sup>

Bu düzenlemeler ışığında, 6362 sayılı SPK’daki yatırım hizmet ve faaliyetine ilişkin esasların 2499 sayılı eSPK’daki sermaye piyasası faaliyeti kavramına ilişkin anlayışla paralel olduğu, sermaye piyasası kurumları dışındaki kişilerin bu tür faaliyetleri yürütemeyecekleri konusunda herhangi bir tereddüt bulunmadığı görülmektedir.

## **b- Yan Hizmet**

### **aa- Kavram Hakkında**

Sermaye piyasası hukukumuz için yeni bir kavram olan yan hizmet kavramı, Kanun’da veya Tebliğ’de tanımlanmamıştır. İlgili düzenlemelerde ise sadece bu niteliği haiz olduğu kabul edilen sermaye piyasası faaliyeti türlerinin adlarının sayılması ile yetinilmiştir.

Kanun’da yan hizmetler;

“a) Sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunulması

b) Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması

---

faaliyetlerden sadece “sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması” faaliyeti hukukumuzda yatırım hizmet ve faaliyeti olarak nitelendirilmiştir. Bu konudaki açıklamalar için bkz. Nusret Çetin/Hatice Ebru Töremiş/Zeynep Cantimur, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistemik Analizi, Ankara, Yetkin 2014, s. 82-84.

<sup>22</sup> Bkz. eSPK m. 30.

<sup>23</sup> SPK m. 39.1, c. 2, c. 3.

<sup>24</sup> SPK m. 39.1, c. 1, 39.3, m. 40.

c) *Sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması*

ç) Aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetlerin sunulması

d) Borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunulması

e) Servet yönetimi ve finansal planlama yapılması

f) Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması” şeklinde sıralanmıştır<sup>25</sup>.

Yan hizmet olarak sıralanan bu faaliyetler ve bu kapsamda çalışmamızın konusunu oluşturan genel yatırım tavsiyesi sunulması faaliyeti de, 6362 sayılı Kanun’la birlikte hukukumuzda ilk kez sermaye piyasası faaliyeti olarak nitelendirilmiştir. Söz konusu tercihin temelinde 2004/39 sayılı Yönerge ile uyum sağlama çabası olduğu görülmektedir.

### **bb- Yan Hizmetleri Yürüten “Sermaye Piyasası Kurumlarının” Kurul’a Bildirim Şartı Hakkında**

Kanun’da ve Tebliğ’de yan hizmetlere ilişkin olarak belirtilen temel husus; yan hizmeti yürütecek sermaye piyasası kurumlarının bu faaliyetleri “ayrıca bir yetki belgesine tâbi olmaksızın Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde” yürütecekleridir<sup>26</sup>. Buna göre, -yatırım hizmet ve faaliyetlerinin aksine- yan hizmeti yürüten sermaye piyasası kurumlarının Kurul’dan söz konusu yan hizmeti yürütebilmek için faaliyet izni alma zorunluluğu bulunmamaktadır.

Bununla birlikte söz konusu kurumlar için Kurul’a bildirim yapma yükümlülüğü öngörülmüştür<sup>27</sup>. Eğer söz konusu sermaye piyasası kurumunun anılan yan hizmeti yürüteceği, yatırım hizmet ve faaliyetleri için Kurul’a faaliyet izni için başvuracağı sırada belli ise, bu durumda yan hizmet bildiriminin bu yatırım hizmet ve faaliyet izni için yapılacak başvuru ile birlikte yapılması gerekmektedir. Eğer yan hizmet yürütülmesi yönündeki karar sermaye piyasası kurumunun faaliyet

<sup>25</sup> Bkz. SPK m. 38.1.

<sup>26</sup> Bkz. SPK m. 39.2; Tebliğ m. 7.1.

<sup>27</sup> Bkz. Tebliğ m. 7.2, c. 1.

izni almasından sonra verilirse, bu durumda söz konusu yan hizmet için faaliyet izninden ayrı olarak bildirimde bulunmaktadır.<sup>28</sup>

Tebliğ'de öngörülmüş olan söz konusu bildirim şartı, sadece yan hizmet yürüten sermaye piyasası kurumları için öngörülmüş olup; sermaye piyasası kurumu dışındaki kişiler yan hizmet yürüttükleri takdirde bu yükümlüğe tâbi olmayacaklardır. Bu hususu, aşağıda ayrıntılı olarak ele alınacaktır.<sup>29</sup>

### cc- Yan Hizmetleri Yürütebilecek Kişiler Hakkında

Yan hizmete -ve dolayısıyla çalışmamızın konusunu oluşturan genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyetine- ilişkin olarak öncelikle açıklığa kavuşturulması gereken husus, bu tür faaliyetleri yürütme konusunda sermaye piyasası kurumlarının -yatırım hizmet ve faaliyetlerinde olduğu gibi- bir tekel hakkı bulunup bulunmadığı hususudur. Diğer bir deyişle, belirli tip sermaye piyasası kurumları dışındaki kişi ya da kurumların yan hizmetleri yürütmesi konusunda herhangi bir engel bulunup bulunmadığı hususunun ortaya konulması gerekmektedir.

Yan hizmet türlerini sıralayan düzenlemesinde Sermaye Piyasası Kanunu, "Yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerinin yapabilecekleri yan hizmetler" ifadesini kullanmıştır<sup>30</sup>. Tebliğ ise, yan hizmetler için bildirim zorunluluğuna ilişkin düzenlemesinde, "Yatırım kuruluşlarının yetkili oldukları yatırım hizmet ve faaliyetlerine bağlı olarak yapabilecekleri yan hizmetler" ifadesine yer vermiş<sup>31</sup>; ardından da portföy yönetim şirketlerinin yürütebilecekleri yan hizmetlere ilişkin mevzuat hükümlerinin saklı olduğunu belirtmiştir.<sup>32</sup>

Söz konusu ifadeler, ilk bakışta, yan hizmetlerin de, yatırım hiz-

<sup>28</sup> Bkz. Tebliğ m. 7.2, c. 2.

Bkz. Tebliğ m. 7.3: "Kurula yapılan bildirim takiben 20 iş günü içinde Kurulca aksi yönde görüş bildirilmedikçe, bildirimde bulunulan yan hizmetler bu Tebliğ'de belirtilen esaslara uygun olarak yürütülmeye başlanır. Kurulca istenecek eksik bilgi ve belgelerin tamamlanması için geçen süreler bu sürenin hesabında dikkate alınmaz".

<sup>29</sup> Bkz. aşağıda "III. A- Tebliğ'in Kapsamı Hakkında Tüm Yan Hizmetlere İlişkin Genel Açıklamalar" başlığı altındaki açıklamalar.

<sup>30</sup> Bkz. SPK m. 33.1: "Yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerinin yapabilecekleri yan hizmetler şunlardır:...".

<sup>31</sup> Bkz. Tebliğ m. 6.1: "Yatırım kuruluşlarının yetkili oldukları yatırım hizmet ve faaliyetlerine bağlı olarak yapabilecekleri yan hizmetler şunlardır:...".

<sup>32</sup> Bkz. Tebliğ m. 6.2.

met ve faaliyetleri gibi yatırım kuruluşlarının (ve ismen sayılan diğer sermaye piyasası kurumlarının) tekelinde olduğu şeklinde bir izlenim doğurmaya müsaittir. Üstelik uygulamada eSPK'dan beri süregelen sermaye piyasası faaliyeti anlayışı ile yukarıda sözü edilen sonucu doğuracak şekilde dar yorum yapılması muhtemeldir.

Ancak -aşağıda açıklanacağı üzere- böyle bir sonuç kanun koyucunun amacına ve mehaza aykırı olacaktır. Konu, mehaz 2004/39 sayılı Yönerge ışığında AB hukuku ile karşılaştırmalı olarak değerlendirildiğinde bu konudaki tereddütler de ortadan kalkacaktır.

Şöyle ki; yatırım kuruluşlarının aslı, temel kuruluş amaçları, en azından bir tane yatırım hizmet ve faaliyetini yürütmektir<sup>33</sup>. Yatırım kuruluşları, söz konusu aslı, temel şartı sağladıktan sonra, bu hizmet ve faaliyetin yanı sıra, ayrıca, yan hizmetleri de yürütebilmektedirler. Ancak bu tipteki kuruluşlara -yukarıda belirtildiği gibi- yatırım hizmet ve faaliyetine ilişkin faaliyet izni için yaptıkları başvurular sırasında, sunmayı planladıkları yan hizmetleri de Kurul'a bildirmek yükümlülüğü yüklenmiştir.<sup>34</sup>

İşte yukarıda sözü edilen düzenlemeler (SPK m. 33.1; Tebliğ m. 6.1), yatırım kuruluşlarının (ve diğer tipteki sermaye piyasası kurumlarının) yan hizmet yürütebilmeleri için, -yatırım hizmet ve faaliyetlerinin aksine-, izin (ve yetki belgesi) almalarının şart olmadığını; Kurul'a bildirim yapmalarının yeterli görüldüğünü ifade etmek için kabul edilmiştir. Buna karşın söz konusu hükümlerin, yan hizmeti yürütebilecek kişileri belirli sermaye piyasası kurumu tipleri ile sınırlama şeklinde bir işlevi bulunmamaktadır. Bu itibarla, yatırım kuruluşları dışındaki gerçek ve tüzel kişiler de yan hizmetleri yürütebilmektedirler.

<sup>33</sup> Yatırım kuruluşu kavramı; aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları ifade etmektedir. (SPK m. 3/v).

Yatırım hizmet ve faaliyetlerinin yatırım kuruluşlarının aslı konusu olduğu hususuna, Kanun'da bu faaliyet izni dolayısıyla değinilmiştir. Kanun: yatırım hizmetlerinin ve faaliyetlerinin "düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için" Kurul'dan izin alınmasının zorunlu olduğunu ifade etmiştir. Bkz. SPK m. 39.1.

Aynı yönde bkz. Yönerge m. 6.1; Ek I, Bölüm B. Ayrıca bu konudaki açıklamalar için bkz. EC, Your Questions on MiFID, Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and Implementing Measures, Questions and Answers, ec.europa.eu/internal\_market/securities/docs/isd/.../questions\_en.pdf, s. 19, 50, 125.

<sup>34</sup> SPK m. 39; Tebliğ m. 7.2.

### **C- Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyetini Yürütebilecek Kişiler ve Bildirim Şartı Gerekip Geremediği Hususunda**

Yukarıda açıklandığı üzere, bir yan hizmet niteliği taşıyan genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyetini yürütme yetkisi, yatırım kuruluşlarının ve portföy yönetim şirketlerinin tekelinde değildir; bunlar dışında kalan kurum ve kişiler de anılan yan hizmeti yürütebilirler. Buna göre herkesin sermaye piyasası ile ilgili konularda, yönlendirici yorum yapma ve yatırım tavsiyelerini sunma hakkı bulunmaktadır.

Ayrıca söz konusu yan hizmete ilişkin herhangi bir kurumsal yeterlik şartı da aranmamaktadır. Örneğin -genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyetinin büyük benzerlik gösterdiği- yatırım danışmanlığındaki yatırım danışmanı gerçek kişiler için aranan şartlardan farklı olarak,<sup>35</sup> herhangi bir standart ya da eğitim, tecrübe, yeterlik, asgari şart vs. aranmamaktadır.

Sonuç itibariyle, bu yan hizmeti yürütme konusunda belirli tipteki sermaye piyasası kurumlarının tekel hakkından söz edilemez.

### **III. SERMAYE PİYASASI KURULU'NUN III-37.1 SAYILI TEBLİĞ'DE BELİRLEDİĞİ ESASLARI MEDYA VE ELEKTRONİK ORTAMDA SUNULAN GENEL YATIRIM TAVSİYELERİNE UYGULAMA YETKİSİNİN BULUNMADIĞI HUSUSUNDA**

#### **A- Tebliğ'in Kapsamı Hakkında Tüm Yan Hizmetlere İlişkin Genel Açıklamalar**

III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, 1. maddesinde, amacının, "yatırım kuruluşlarının faaliyet izni almasına ilişkin esasları, yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetleri ve bunların sunumu sırasında uyulacak ilke ve esasları düzenlemek" olduğunu belirtmektedir.<sup>36</sup>

Yukarıda belirtildiği gibi yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetlere ilişkin olarak benzer bir düzenleme tarzı, 2004/39 sayılı mehz AB Yönergesi'nde de söz konusudur. Tebliğ'e temel teşkil eden bu

<sup>35</sup> Karş. yatırım danışmanlığı faaliyetine ilişkin Tebliğ m. 47.

<sup>36</sup> Bkz. Tebliğ m. 1.

Yönerge'de de -hukukumuzdaki sermaye piyasası kurumuna karşılık gelen- belli tipteki kurumların<sup>37</sup> yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütmek için izin almaları gerektiği ve yan hizmet yürütmek için ise bildirimde bulunmalarının yeterli olduğu ifade edilmektedir. Mehaz Yönerge'nin belirtilen tipteki sermaye piyasası kurumlarına uygulanmak üzere düzenlemeler getirdiği hususu, "Kapsam" maddesinde açıkça ifade edilmiştir.<sup>38</sup>

Bu doğrultuda AB Hukukunda mehaz Yönerge'de düzenlenen sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerin belirtilen tipteki kuruluşlar ile sınırlı etki doğuracağı, bu tip kuruluşlar dışındaki kişilere uygulanmayacağı ifade edilmektedir. Özellikle de yan hizmetlere ilişkin düzenlemelerinin sadece Yönerge'de belirtilen tipteki kuruluşlar için öngörüldüğü kabul edilmektedir.<sup>39</sup>

Benzer bir yaklaşım, -açıkça belirtilmiş olmasa da-, Yönerge mehaz alınarak oluşturulmuş Tebliğ için de geçerlidir. Tebliğ, sadece yatırım kuruluşlarının ve açıkça saklı tutulan diğer sermaye piyasası kurumu tiplerine uygulanabilmek üzere yetkilendirilmiştir. Tebliğ'in düzenlediği konulardan yatırım hizmet ve faaliyetlerini zaten sadece sermaye piyasası kurumları yürütebildiğinden, Tebliğ'in anılan tür faaliyetlere ilişkin kapsamının bu tür kurumlarla sınırlı olduğu hususu açıktır.

Yan hizmetlere ilişkin olarak ise; Tebliğ'in getirdiği düzenlemeler, sadece yatırım kuruluşlarına ve açıkça saklı tutulan diğer sermaye piyasası kurumu tiplerine uygulanmak üzere kabul edilmiştir. Bu itibarla, sermaye piyasası kurumu dışındaki kişiler yan hizmet yürüttükleri takdirde, Tebliğ'e tâbi olmamakta; bu kişilere Tebliğ'de yer alan esaslar uygulanmamaktadır. Örneğin yan hizmet yürütmesi halinde Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirim yapma zorunluluğu, sadece sayılan tipteki

<sup>37</sup> Bkz. 2004/39 sayılı Yönerge m. 1.1; ayrıca "investment firm" olarak adlandırılan kurumların tanımı için bkz. 2004/39 sayılı Yönerge m. 4.1. Yönerge'nin kapsamı için bkz. Emiliou Avgouleas, "A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead", *The Transnational Lawyer* 2004-2005, Vol. 18, (s. 179-229), s. 194 vd.

<sup>38</sup> Bkz. 2004/39 sayılı Yönerge m. 1.1. Kapsamda ayrıca teşkilatlanmış pazarlardan da söz edilmektedir.

<sup>39</sup> EC, s. 19, 50, 125. Ayrıca bkz. Financial Regulator, *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), Feedback on Discussions of Conduct of Business Industry, Working Group, October 2007*, <https://www.centralbank.ie>, s. 2; Wilco Oostwouder, "The Implementation of the MiFID in the Netherlands: Mission Accomplished?", *European Company Law* 2008, Vol. 5, No. 2, s. 58-67.

sermaye piyasası kurumları için söz konusudur. Bu tip kuruluşlar dışında kalanlar yan hizmet yürütse bile bildirim yükümlülüğüne tâbi değildirler. Nitekim Tebliğ'in yan hizmete ilişkin hükümlerini düzenleyen maddelerinde kullanılan ifadeleri de, -mehaz 2004/39 sayılı Yönerge'de olduğu gibi- kural olarak,<sup>40</sup> sadece yatırım kuruluşlarını ve diğer sermaye piyasası kurumu tiplerini dikkate alarak oluşturulmuştur.

Sonuç itibariyle; sadece yan hizmet yürütüyor olmak, bir kişi veya kurumun - Tebliğ'in yan hizmeti düzenleyen hükümlerine tâbi tutulması için yeterli değildir. Tebliğ'deki yan hizmete ilişkin düzenlemeler, sadece sermaye piyasası kurumlarına uygulanmak üzere getirilmiş düzenlemelerdir. Buna karşın anılan düzenlemelerin, yan hizmet yürütmekte olan diğer kişilere uygulanma yetkisi yoktur.

B- Genel Yatırım Tavsiyelerine İlişkin Esasların, Sermaye Piyasası Kurumu Dışındaki Kişilerce Sunulsa Bile, Özellikle Medya ve Elektronik Ortamda Sunulan Genel Yatırım Tavsiyelerine de Uygulanması Gerektiği Yönündeki Tebliğ Düzenlemesine İlişkin Değerlendirmeler

### 1. Tebliğ m. 73.3 Düzenlemesi Hakkında

Tebliğ, yan hizmetleri sıralandığı onuncu bölümde, diğer yan hizmetlerin arasında m. 73'de genel yatırım tavsiyesi sunulması faaliyetine de yer vermektedir. Söz konusu kavram, Tebliğ'de daha sonra "Genel Yatırım Tavsiyelerine İlişkin Esaslar" başlıklı ayrı bir bölüm başlığı altında m. 78 ve takip eden hükümlerde ele alınmaktadır. İşte bu hükümlerden Tebliğ m. 73 hükmünün ilk iki fıkrasında, söz konusu faaliyeti tanımlamaya ve faaliyetin unsurlarını belirlemeye yönelik düzenlemeler yer almaktadır.<sup>41</sup>

<sup>40</sup> Bu kuralın -hukuka aykırı şekilde ve yetkisiz biçimde- istisnası olan m. 73.3 hükmünün değerlendirmesi için bkz. aşağıda "III. B. 1. Tebliğ m. 73.3 Düzenlemesi Hakkında" başlığı altındaki açıklamalar.

<sup>41</sup> Bkz. Tebliğ m. 73. 1 ve m. 73.2:

"(1) Genel yatırım tavsiyesi sunulması, Kanununun 38 inci maddesinin birinci fıkrasının (c) bendi kapsamında, belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olmamak kaydıyla, bir veya daha fazla sermaye piyasası aracı veya ihraççı hakkında, müşterilere veya dağıtım kanallarına yönelik olarak hazırlanan ve sermaye piyasası araçlarının mevcut veya gelecekteki fiyat veya değerlerine ilişkin yorum da dâhil, açıkça veya zımnen bir yatırım stratejisini öneren veya tavsiye eden yönlendirici nitelikteki her türlü araştırma veya diğer bilgi sunulması faaliyetidir.

(2) Genel yatırım tavsiyesi faaliyeti kapsamında hazırlanan ve belli bir kişiye veya



Tebliğ m. 73.3 hükmünde ise, genel yatırım tavsiyelerinin özellikle basında, medya ve elektronik ortamda sunulması hali ele alınmış; anılan durumlarda söz konusu tavsiyelerin –hazırlayan, sunan ve yayınlayan kişinin bir sermaye piyasası kurumu niteliği taşıdığına bakılmaksızın - Tebliğ’de belirtilmiş esaslara uygun şekilde sunulmasının zorunlu olduğu ifade edilmiştir.

Tebliğ m. 73.3 düzenlemesi şu hükmü içermektedir:

*“Yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri, 15/2/2011 tarihli ve 6112 sayılı Radyo ve Televizyonların Kuruluş ve Yayın Hizmetleri Hakkında Kanun çerçevesinde faaliyet gösteren medya hizmet sağlayıcıları, 9/6/2004 tarihli ve 5187 sayılı Basın Kanunu çerçevesinde süreli yayın yapanlar tarafından sunulanlar ile medya ve elektronik ortamda yer alanlar dahil her türlü genel yatırım tavsiyesinin 78 inci ve 79 uncu maddelerde yer alan esaslara uygun olarak sunulması zorunludur”.*

2. Tebliğ m. 73.3 Düzenlemesinin Medya ve Elektronik Ortamda Sunulan Genel Yatırım Tavsiyeleri İçin de Uyulması Zorunluluğu Öngördüğü Esaslar

Genel yatırım tavsiyeleri sunan sermaye piyasası kurumlarının bu tavsiyeleri hazırlarken ve sunarken uymaları gereken belirli esaslar Tebliğ’de belirlenmiştir. Bu esaslardan bazıları yatırım danışmanlığı faaliyeti için düzenlenmiş olan esasların kıyasen uygulanacağını belirtmesi şeklinde oluşturulmuş; bazıları ise genel yatırım tavsiyesine münhasır şekilde oluşturulmuştur.

Tebliğ m. 73.3 hükmünde ise, basın, medya ve elektronik ortamda sunulan genel yatırım tavsiyelerinde de, sermaye piyasası kurumları tarafından sunulan genel yatırım tavsiyeleri için öngörülmüş -yukarıda sözü edilen- esaslara uyulması zorunluluğu getirilmiştir.

Aşağıda m. 73.3 düzenlemesinin medya ve elektronik ortamda sunulan genel yatırım tavsiyeleri için de uyulması zorunluluğu öngördüğü esaslar incelenecektir. Bu kapsamda ilk olarak yatırım danışmanlığı faaliyeti ile ortak esaslar, ardından da genel yatırım tavsiyesi sunulması faaliyetine özgü esaslar ele alınacaktır.

---

mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olmak kaydıyla müşterilere veya dağıtım kanallarına sunulan bilgilerin müşteri ile bire bir paylaşılması da bu faaliyet kapsamındadır.”.

## a- Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti ile Ortak Esaslar

### aa- Tavsiyenin Hazırlanmasına ve Sunumuna İlişkin Esaslar

Yatırım danışmanlığı faaliyeti için öngörülmüş esaslardan, genel yatırım tavsiyeleri için de kıyasen uygulanacak olan esaslar şunlardır<sup>42</sup>:

Sunulan yorum ve tavsiyelerde yatırımcıları yanıltıcı, aldatıcı, bilgi ve tecrübe eksikliklerini istismar edici, yanlış, gerçek dışı veya "en sağlam", "en iyi", "en güvenilir" gibi subjektif ve abartılı ifadelerle yer verilemez<sup>43</sup>.

Yorum ve tavsiyelerin özenle hazırlanması ve objektif olması zorunludur<sup>44</sup>.

Sunulan yorum ve tavsiyeler güvenilir kaynak, belge, rapor ve analizlerle desteklenmeli; söz konusu kaynakların kesinliği hakkında şüphelerin bulunması durumunda bu hususa açıkça yer verilmelidir<sup>45</sup>.

Herhangi bir sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin olarak yapılan yorum ve analizlerde, yatırımcıların doğru ve eksiksiz bilgilendirilmesini teminen, yayımlanmışsa izahname ve satışa ilişkin belgelerde yer alan bilgiler kullanılmalıdır. Aksi takdirde söz konusu halka arza ilişkin ayrıntılı bilgilerin yer aldığı izahname ve satışa ilişkin diğer belgelerin yayımlanacağını belirtilmelidir<sup>46</sup>.

Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya tahhütte bulunulması kesinlikle mümkün değildir<sup>47</sup>.

Her türlü öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerine yer verirken, bunların öngörü, tahmin ve fiyat hedefi olduğunun açıkça belirtilmesi şarttır. Üstelik bunların oluşturulmasında kullanılan tüm önemli varsayımların belirtilmesi de zorunludur<sup>48</sup>.

Tebliğ'in öngördüğü bir diğer esas da; Kurul'un faaliyet alanına giren sonuçlanmış ya da sonuçlanmamış konular hakkında yalan,

<sup>42</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.1: "Genel yatırım tavsiyelerinde bulunan kuruluşların sundukları yorum ve tavsiyeler, 48 inci maddenin ikinci fıkrasının (b), (c), (ç), (d), (e), (f), (g), (ğ) bentleri ile üçüncü ve dördüncü fıkralarında yer alan esaslara tabidir."

<sup>43</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.1'in atıf yaptığı Tebliğ m. 48.2.b.

<sup>44</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.1'in atıf yaptığı Tebliğ m. 48.2.c.

<sup>45</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.1'in atıf yaptığı Tebliğ m. 48.2.ç.

<sup>46</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.1'in atıf yaptığı Tebliğ m. 48.2.d.

<sup>47</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.1'in atıf yaptığı Tebliğ m. 48.2.e.

<sup>48</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.1'in atıf yaptığı Tebliğ m. 48.2.f.

yanlış, yanıltıcı ve mesnetsiz bilgi, haber ve yorum sunulmaması şeklindedir<sup>49</sup>.

Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarının, yatırımcılara duyurulmadan önce tavsiyeyi hazırlayan ve sunan tarafından kendisinin veya üçüncü şahısların lehine kullanılmaması da, bir diğer esastır<sup>50</sup>.

Ancak Tebliğ bu bilgilerin sunulmasında bir kolaylık getirmiştir. Eğer söz konusu bilgiler, genel yatırım tavsiyesinin kendisine oranla önemli ölçüde uzun ise, bu durumda söz konusu bilgilerin verilmeyip, sadece kamu tarafından bilgilere kolayca ve doğrudan ulaşılabilecek bir yere açıkça ve dikkat çekici şekilde atıfta bulunulması da yeterlidir. Kolayca ve doğrudan ulaşılabilecek bir yere örnek olarak; ilgili yatırım kuruluşu veya basın yayına yetkili kuruluşun internet sitesi gösterilebilmektedir. Ancak bu atıf olanağının uygulanabilmesi için, değerlendirme ve yöntemlerde herhangi bir değişiklik olmaması şarttır<sup>51</sup>.

### **bb- Finansal İlişki veya Çıkar Çatışmalarının Açıklanmasına İlişkin Esaslar**

Genel yatırım tavsiyelerinin sunulması sırasında, yatırım danışmanlığı faaliyeti için öngörülmüş olan finansal ilişki veya çıkar çatışmalarının açıklanmasına ilişkin esaslara da uyulması zorunludur<sup>52</sup>.

Buna göre, genel yatırım tavsiyesi sunan yetkili kuruluşlar, söz konusu faaliyet sırasında sunulan yorum ve tavsiyelerin “objektifliğini etkilemesi muhtemel nitelikteki tüm ilişki ve koşulları” müşteriye açıklamakla yükümlüdürler.

Bu kapsamda özellikle yorum ve tavsiyenin ilgili olduğu sermaye piyasası aracına ilişkin önemli finansal çıkarlarını veya ihraççı ile olan önemli çıkar çatışmalarını açıklama yükümlülükleri önem taşımaktadır.<sup>53</sup>

Genel yatırım tavsiyesi sunan yetkili kurumun finansal ilişki veya çıkar çatışmalarının açıklanmasına ilişkin açıklama yükümlülüğü, sa-

<sup>49</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.1'in atıf yaptığı Tebliğ m. 48.2.g.

<sup>50</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.1'in atıf yaptığı Tebliğ m. 48.2.ğ

<sup>51</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.3.

<sup>52</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.4.

<sup>53</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.4'ün atıf yaptığı Tebliğ m. 50.1.

dece kendisi ile ilgili olanları değil; aynı zamanda kendisi ile istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişileri de kapsamaktadır.<sup>54</sup>

Yukarıda belirtildiği gibi, genel yatırım tavsiyesi sunan kurum, tavsiyeye konu ihraççı ile olan önemli çıkar çatışmalarını ve objektifliğini etkilemesi muhtemel nitelikteki tüm ilişkilerini, müşterisine açıklamakla yükümlüdür. İhraççı ile ilişkinin hangi durumda "objektifliği etkilemesi muhtemel nitelik" kazanacağı hususu her somut durumda belirlenecek olmakla beraber, bazı durumlarda objektifliğin etkilenmiş olduğu kanun koyucu tarafından kabul edilmiştir. Buna göre, sunulan yorum ve tavsiyelere konu ihraççı ile yetkili kuruluşun karşılıklı olarak ödenmiş sermayelerinde veya oy haklarında %1 veya daha fazla oranda sahip oldukları paylara, sahip oldukları yönetim imtiyazına, aralarındaki kredi sözleşmesi, kira kontratları gibi diğer önemli finansal ilişkiler bulunması durumunda, bunlara ilişkin bilgilerin müşteriye açıklanması zorunludur.<sup>55</sup>

Söz konusu bilgilerin genel yatırım tavsiyesinin kendisine oranla önemli ölçüde uzun olduğu durumlarda, ilgili yatırım kuruluşunun internet sitesinde ilan edilebilmesi mümkündür.<sup>56</sup>

#### b- Genel Yatırım Tavsiyesi Sunulması Faaliyetine Özgü Esaslar

##### aa- Tavsiyenin Hazırlanmasına ve Sunumuna İlişkin Esaslar

Tebliğ sadece genel yatırım tavsiyesi faaliyetine özgü bazı esasları da düzenlenmiştir<sup>57</sup>. Buna göre; öncelikle tavsiyenin yenilenme sıklığına yer verilmesi zorunlu kılınmıştır<sup>58</sup>. Bunun yanı sıra, eğer tavsiyelerin güncellenmesine ilişkin politikaların belirlenmiş olması halinde, söz konusu politikalara ilişkin özet bilgiler ile daha önce ilan edilen politikalarda ortaya çıkan önemli değişikliklere de yer verilmelidir.

Tavsiyenin dağıtım için ilk hazırlandığı tarih ile tavsiyede yer alan tüm fiyatların tarih ve zamanı, açık ve dikkat çekici bir şekilde belirtilmelidir.<sup>59</sup>

<sup>54</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.4'ün atf yaptığı Tebliğ m. 50.2.

<sup>55</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.4'ün atf yaptığı Tebliğ m. 50.3.

<sup>56</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.3.

<sup>57</sup> Bkz. Tebliğ m. 78.

<sup>58</sup> Tebliğ m. 78.2.a.

<sup>59</sup> Tebliğ m. 78.2.b.

Eğer tavsiye, aynı sermaye piyasası aracı veya ihraççı için aynı kurum tarafından geçmiş 12 aylık sürede yayımlanmış olan tavsiyeden farklı bir yatırım stratejisini içeriyorsa, bu durumda, söz konusu değişikliğe, değişikliğin gerekçesine ve daha önce yayımlanan tavsiyenin tarihine de açıkça ve dikkat çekici şekilde yer verilmelidir.<sup>60</sup>

Tebliğ m. 73.4 hükmü ile, basın yayına yetkili kuruluşlarca sunulan genel yatırım tavsiyeleri için bazı ek esaslar da öngörülmüştür. Buna göre söz konusu tavsiyelerin, ayrıca 6112 sayılı Kanun'da belirtilen ilke ve esaslara uygun olması gerekmektedir.

Ancak söz konusu bilgilerin genel yatırım tavsiyelerine oranla önemli ölçüde uzun olması şartıyla, ilgili yatırım kuruluşu veya basın yayına yetkili kuruluşun internet sitesinde yer verilmesi ve açıkça ve dikkat çekici şekilde bu sitelere atıfta bulunulması yeterlidir.<sup>61</sup>

### **bb- Uyarı Notu Sunulmasına İlişkin Esaslar**

Genel yatırım tavsiyesine özgü esaslardan bir diğeri de, yatırımcılara (ya da müşteriye) tavsiyenin niteliği konusunda uyarı notu sunulmasıdır. Uyarı notu, yatırım tavsiyesinin genel nitelik taşıdığını, bir başka deyişle yatırımcının risk-getiri kıstasına göre uyarılama yapılmamış olduğunu ifade etmektedir. Uyarı notu, yatırımcıları (müşterileri) açıkça, söz konusu tavsiyelerin uygulanmasının yatırımcının (müşterinin) malî durumu ile risk ve getiri tercihlerine uygun olmaya bileceği ve anılan söz konusu tavsiyede yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesinin yatırımcının beklentilerine uygun sonuçlar doğurmayabileceği konusunda uyarılmaktadır.

Uyarı notu, genel yatırım tavsiyesinin dağıtım kanallarından yatırımcılara dağıtılmasına ya da müşteriye bire bir sunulmasına göre farklı içerikte olmaktadır. Notun içeriği, Tebliğ'in ekinde yer alan standart içeriktir<sup>62</sup>.

<sup>60</sup> Bkz. Tebliğ m. 48.2.c.

<sup>61</sup> Bunun için değerlendirme ve yöntemlerde herhangi bir değişiklik olmaması da şarttır. Bkz. Tebliğ m. 78.3.

<sup>62</sup> Bkz. Tebliğ Ek 3: "Sermaye Piyasası Kurulunun "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu: 'Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz

### 3. Mehzadaki İlgili Düzenlemeler

Mehaz AB hukukunda, medya ve elektronik ortamdan sunulan ve diğer yollardan kamuya açıklanan genel yatırım tavsiyeleri, bağımsız bir düzenlemenin konusunu oluşturmaktadır. Yatırım Tavsiyelerinin Adil Sunumuna ve Çıkar Çatışmalarının Açıklanmasına ve 2003/6 sayılı Yönerge'nin Uygulanmasına İlişkin 2003/125 sayılı Yönerge<sup>63</sup>, sadece bu tür tavsiyeleri düzenlemektedir<sup>64</sup>.

2003/125 sayılı Yönerge, yukarıda sözü edilen 2004/39 sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi'nden farklı olarak, genel yatırım tavsiyelerinin sermaye piyasası faaliyeti (yan hizmet) yönü ile ilgilenmemektedir. Yönerge, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Piyasa Manipülasyonuna (Piyasanın Kötüye Kullanılması) ilişkin 2003/6/EC sayılı Yönerge'nin tamamlayıcısıdır<sup>65</sup>. Söz konusu düzenleme, konuyu piyasanın kötüye kullanılmasının (*market abuse*) önlenmesi kapsamında ele almaktadır.<sup>66</sup>

---

ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir”.

Bkz. Tebliğ Ek 4: “Sermaye Piyasası Kurulunun “Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”i Uyarınca Yapılacak Uyarı: ‘Size sunduğum yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Bu tavsiyeler genel nitelikte olup, özel olarak sizin mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olarak hazırlanmadı. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.’”

<sup>63</sup> Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 Implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as Regards the Fair Presentation of Investment Recommendations and the Disclosure of Conflicts of Interest, OJ 24.12.2003, L 339/73-77.

<sup>64</sup> Bkz. 2003/125 sayılı Yönerge m. 1.3, 1.4. Yönerge’de yer alan genel yatırım tavsiyesi kavramı hakkındaki açıklamalar için bkz. CESR (Committee of European Securities Regulators), “Question & Answers, Understanding the Definition of Advice under MiFID”, Date: 19 April 2010, Ref.: CESR/10-293, www.cesr.eu.

<sup>65</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), OJ 12.4.2003, L 96/16-25.

Genel yatırım tavsiyelerinin piyasanın kötüye kullanılması bakış açısıyla taşıdığı önem için bkz. Avgouleas, s. 197 vd.

<sup>66</sup> Bu konuda bkz. Staikouras Panagiotis, “The Conundrum of the Market Abuse Directive Preventative Measures for EU Financial Services’ Integration: In Search of Equilibrium between Market Integrity Enhancement and Undue Regulatory Encumbrance”, Legal Issues of Economic Integration 2008, Vol. 35, No. 4, (s. 351-374), s. 351, 366 vd.

Bu itibarla bir genel yatırım tavsiyesinin 2003/125 sayılı Yönerge kapsamında değerlendirilebilmesi için bir sermaye piyasası kurumu tarafından sunuluyor olup olmadığı önem taşımaz. 2003/125 sayılı Yönerge kapsamına girebilmek açısından ayırt edici olan, yatırım tavsiyelerinin hangi ortamdan sunulmuş olduğudur.

Yönerge “dağıtım kanallarından” sunulmak amacıyla hazırlanan tavsiyeleri temel almıştır. Dağıtım kanalları kavramı, özellikle medya, elektronik ortam, basın gibi, bilgiye geniş bir kitle tarafından ulaşılmasına imkân sağlayan veya sağlayabilecek nitelikte olan her türlü iletişim aracını ifade etmektedir<sup>67</sup>. Bunun yanı sıra kamuya açıklanmak amacıyla hazırlanan tavsiyeler de, Yönerge kapsamındadır.

Yönerge, bu tür tavsiyeleri hazırlayan kişilerin kimliğine ilişkin sınırlayıcı bir ayırım yapmamaktadır. Hukukumuzdaki sermaye piyasası kurumlarına benzerlik gösteren belirli tipteki kuruluşlar tarafından ve/veya bunlar dışında kalan kişi veya kuruluşlar tarafından kamuya sunulan tüm genel yatırım tavsiyeleri, düzenleme kapsamına alınmaktadır.<sup>68</sup>

#### **4. Tebliğ m. 73.3 Düzenlemesinde, Genel Yatırım Tavsiyelerine İlişkin Esaslara Tâbi Olacağı Belirtilen Tavsiyeler**

##### **a- Genel Olarak**

Tebliğ m. 73.3 hükmünde, Tebliğ’de belirtilen esaslara uygun sunulma zorunluluğunun söz konusu olduğu haller şöyle sayılmıştır:

- aa- Yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından sunulan genel yatırım tavsiyeleri,
- bb- medya hizmet sağlayıcıları tarafından sunulan genel yatırım tavsiyeleri,
- cc- süreli yayın yapanlar tarafından sunulan genel yatırım tavsiyeleri,
- dd- medya ve elektronik ortamda yer alanlar dahil her türlü genel yatırım tavsiyesi.

Bunlardan yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tara-

<sup>67</sup> Bkz. 2003/125 sayılı Yönerge m. 1.7.

<sup>68</sup> Bkz. 2003/125 sayılı Yönerge m. 1.3, 1.4, 1.5.

findan sunulan genel yatırım tavsiyelerinin söz konusu esaslara tâbi olacakları hususu, zaten Tebliğ'in amacını ve kapsamını sınırlayan hükümlerle<sup>69</sup> uyum içindedir. Zira yukarıda da ifade edildiği gibi, yan hizmetlere ilişkin olarak Tebliğ'in kapsamı; yatırım kuruluşlarının ve saklı tutulan diğer sermaye piyasası kurumlarının tâbi olacakları esasları düzenlemektedir. Bu itibarla yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri, hem bir sözleşme çerçevesinde müşteriye hem de dağıtım kanallarından (anonim) yatırımcılara sundukları genel yatırım tavsiyelerine ilişkin olarak belirtilen esaslarla bağlıdır.<sup>70</sup>

Diğer ihtimalleri ise kendi içinde ikiye ayırarak ele almak uygun olacaktır.

Hükümde sayılan genel yatırım tavsiyelerinden;

“medya hizmet sağlayıcıları tarafından sunulan genel yatırım tavsiyeleri, süreli yayın yapanlar tarafından sunulan genel yatırım tavsiyeleri ile medya ve elektronik ortamda yer alan genel yatırım tavsiyeleri”nin ilk alt grubu,

“... her türlü genel yatırım tavsiyesi”nin diğer alt grubu oluşturduğu kabul edilebilir.

b- Basında, Medya ve Elektronik Ortamda Sunulan Genel Yayın Tavsiyelerine İlişkin Olarak

Bu başlık altındaki ilk alt grubun medya hizmet sağlayıcıları tarafından sunulan genel yatırım tavsiyelerin ifade ettiği görülmektedir. Medya hizmet sağlayıcısı kavramı; “radyo, televizyon ve isteğe bağlı yayın hizmeti içeriğinin seçiminde editoryal sorumluluğu bulunan ve bu hizmetin düzenlenme ve yayınlanma biçimine karar veren tüzel kişiyi” ifade etmektedir<sup>71</sup>. Bu itibarla söz konusu düzenlemeye göre, bir tv programına -yatırım danışmanı niteliği taşımayan- gerçek kişi bir danışmanın konuk olarak katıldığı ve genel yatırım tavsiyesi sunduğu durumlarda, konuşun sunacağı genel yatırım tavsiyeleri hükmün kapsamında olacaktır. Benzer şekilde 6112 sayılı Radyo ve Televizyonların Kuruluş ve Yayın Hizmetleri Hakkında Kanun<sup>72</sup> çer-

<sup>69</sup> Bkz. Tebliğ m. 1.

<sup>70</sup> Anılan sonuç, Tebliğ m. 73.3 hükmünde belirtilmiş olmasaydı da, zaten Tebliğ m. 1 hükmünden açıkça anlaşılacaktır.

<sup>71</sup> Bkz. 6112 sayılı Kanun m. 3/1.

<sup>72</sup> RG. 03.03.2011, S. 27863.



çevesinde faaliyet gösteren medya hizmet sağlayıcıları da bu esaslarla bağlı kabul edilmektedir. Tebliğ'deki düzenleme uyarınca söz konusu kişilerin özellikle de uyarı notunu yayımlama yükümlülüğünü yerine getirmesi gerekmektedir.

Tebliğ, süreli yayın yapanlar tarafından sunulan genel yatırım tavsiyelerini de söz konusu esaslara tâbi tutmuştur. Süreli yayın kavramı, Basın Kanunu'nda "belli aralıklarla yayımlanan gazete, dergi gibi basılmış eserler ile haber ajansları yayınları" şeklinde tanımlanmıştır<sup>73</sup>. Buna göre -yine kim tarafından hazırlandığına bakılmaksızın- süreli yayın organlarında yayınlanan genel yatırım tavsiyelerinin Tebliğ m. 78'deki esaslara uygun olması zorunlu kılınmıştır. Bir başka ifadeyle, sınırları sermaye piyasası kurumlarının faaliyetlerini düzenlemek ile çizilmiş olan bu Tebliğ'e göre, bir gerçek kişi süreli bir yayın organında, örneğin bir gazetede köşe yazısında hazırladığı genel yatırım tavsiyesini sunarsa, bu durumda yazar da, yayın organı da, Tebliğ'deki esaslara tâbi olacaktır.

Tebliğ'in sözünü ettiği üçüncü alt grup ise, "medya ve elektronik ortamda yer alan genel yatırım tavsiyeleri"dir<sup>74</sup>. Yorum ve tavsiyeler açısından medya kavramı; her türlü yazılı, görsel ve işitsel kitle iletişim aracını ifade etmektedir. Elektronik ortam kavramı kapsamına ise, başta internet olmak üzere, elektronik posta gibi bilgisayarlarla oluşturulan her türlü iletişim ağı ile telefon, faks ve benzeri iletişim araçları ve ayrıca malî piyasalara ilişkin haber ve bilgi akışı sağlayan haber ajanslarının girdiği kabul edilebilir<sup>75</sup>.

<sup>73</sup> RG. 26.06.2004, S. 25504, m. 2/c.

<sup>74</sup> Medya ve elektronik ortam kavramı, Tebliğ'de tanımlanmamıştır. Bu kavram, aslında mülga Tebliğ'de kullanılan kavram olup, yeni tebliğ'de terk edildiği ve yerine AB Yönergesi'ndeki dağıtım kanalları teriminin tercih edilmiş olduğu görülmektedir. Ancak kanun koyucu bu hükümde terminolojiye ilişkin bir özensizlik göstermiş ve mülga Tebliğ'deki terminolojiyi devam ettirmiştir. Dağıtım kanalları kavramı ise, "bilgiye geniş bir kitle tarafından ulaşılmasına imkân sağlayan veya sağlayabilecek nitelikte olan her türlü iletişim kanalları"nı ifade etmektedir. Söz konusu kavram, hem medya hem de elektronik ortam kavramlarını kapsamaktadır. Bkz. Tebliğ m. 3.d. Ayrıca bkz. 2003/125 sayılı Yönerge m. 1.3; 2006/73 sayılı Yönerge m. 52.3.

<sup>75</sup> Bkz. mülga Seri: V no: 55 Tebliği m. 3. Yatırım Hizmetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile dağıtım kanalları kavramı benimsenmeden önce yorum ve tavsiyelere ilişkin olarak, mülga Seri: V No: 55 Tebliği m. 3 hükmünde, "medya ve elektronik kavramı" kullanılmakta idi. Söz konusu mülga Tebliğ'de yer alan medya ve elektronik ortam kavramlarının tanımları ise güncelliğini korumakta olup, yeni Tebliğ yürürlükteyken

Görüldüğü gibi, Tebliğ'in düzenlemesine göre, internet üzerinden sunulan genel yatırım tavsiyelerinde, sunan kişinin kimliğine bakılmaksızın, Tebliğ m. 78'deki esaslara uyulması zorunluluğu söz konusu olmaktadır.

Yukarıda sayılan durumların ortak özelliği, genel yatırım tavsiyesinin basın yayın organlarında sunuluyor olması halidir.

### **c- "... Her Türü Genel Yatırım Tavsiyesi" İfadesine İlişkin Olarak**

Tebliğ'de "medya ve elektronik ortamda yer alanlar dahil *her türlü genel yatırım tavsiyesi*"nin belirtilen esaslara uymasının zorunlu olduğundan söz edilmektedir. Öncelikle hükümde geçen "her türlü genel yatırım tavsiyesi" ifadesinin nasıl yorumlanması gerektiği konusu üzerinde durulması gerekmektedir.

İlk bakışta söz konusu ifadenin basın ile sınırlı bir anlam taşımadığı düşünülebilir ve hangi ortamdan sunulduğuna bakılmaksızın her türlü genel yatırım tavsiyesinin bu kapsama girdiğini kabul edecek şekilde geniş bir yorum yapılması savunulabilir.

Ancak söz konusu düzenleme mehzaz 2003/125 sayılı Yönerge ile karşılaştırmalı olarak ele alındığında, bu türden bir geniş yorumun hükümün amacına ve mehaza aykırı olacağı anlaşılacaktır. Bu Yönerge'nin kapsamı, medya ve elektronik ortamdan veya diğer yollardan kamuya açıklanan genel yatırım tavsiyeleri ile sınırlıdır. Dolayısıyla Tebliğ m. 73.3 hükmünde yer alan "medya ve elektronik ortamda yer alanlar dahil *her türlü genel yatırım tavsiyesi*" ifadesi de, amacını aşan bir tercüme hatası olup, bu ifadenin medya ve elektronik ortamda veya kamuya sunulan her tür genel yatırım tavsiyesini ifade ettiği kabul edilmelidir. Hüküm "medya ve elektronik ortamda yer alanlar dahil kamuya yönelik *her türlü genel yatırım tavsiyesi*" şeklinde anlaşılmalıdır.

### **5. Medya ve Elektronik Ortamdan Sunulan Genel Yatırım Tavsiyelerine İlişkin Hukukumuzdaki Düzenleme Eksikliğinin Nedeni Hakkında**

6362 sayılı SPK'nın kabulünün ardından, Kanun'a uygun yeni tebliğler çıkarılması ve mevcut tebliğlerin yürürlükten kaldırılması

gündeme gelmiştir. Söz konusu aşamada önceki Kanun döneminde olduğu gibi her bir sermaye piyasası faaliyetinin bağımsız tebliğlerle düzenlenmesi şeklinde değil, mehz AB Yönergesi'nde<sup>76</sup> olduğu gibi, tüm sermaye piyasası faaliyetlerinin tek bir tebliğ çatısı altında toplanması yönünde bir tercih söz konusu olmuştur. Bu doğrultuda 2499 sayılı eSPK döneminde kabul edilmiş olan ve sermaye piyasası faaliyetlerini düzenleyen tebliğler yürürlükten kaldırılmış; söz konusu tebliğlerdeki düzenlemeler, -aynen ya da değiştirilerek- Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'e aktarılmıştır.

Yatırım danışmanlığı faaliyetine ilişkin düzenlemeler de -diğer sermaye piyasası faaliyetleri gibi- III-37.1 sayılı Tebliğ'e aktarılmış, dolayısıyla Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: V, No: 55) yürürlükten kaldırılmıştır. Ancak bu aşamada önemli bir husus gözden kaçırılmıştır: Seri: V No: 55 Tebliği, yukarıda da belirtildiği gibi, -adının dar kapsamlı bir izlenim yaratıyor oluşunun aksine-, sadece yatırım danışmanlığı faaliyetini düzenleyen bir tebliğ değildi. Tebliğ, bunun yanı sıra, yatırım danışmanlığı faaliyetinden bağımsız olarak, özellikle medya ve elektronik ortamdan sunulan yönlendirici yorum ve tavsiyelere ilişkin esasları da düzenlemekteydi. Yatırım danışmanlığı faaliyetine ilişkin hükümler, mehz 2004/39 sayılı Yönerge'ye uyum sağlamak amacıyla III-37.1 sayılı Tebliğ'e alındığında ve yatırım danışmanlığı faaliyetine ilişkin mükerrer düzenlenme olmasını önleme olmasını önleme amacıyla Seri: V, No: 55 Tebliği yürürlükten kaldırıldığında, Tebliğ'deki medya ve elektronik ortamdaki yönlendirici yatırım tavsiyelerine ilişkin hükümler de yürürlükten kaldırılmış oldu.

6362 sayılı Kanun sonrasında kanun koyucu, medya ve elektronik ortamdan sunulan yatırım tavsiyelerini, 2499 sayılı eSPK döneminde olduğu gibi, sermaye piyasası faaliyeti niteliği taşıyan yatırım tavsiyelerini düzenleyen Tebliğ kapsamında ele almanın yeterli olacağını düşünmüştür. Bu kapsamda III-37.1 sayılı Tebliğ m. 73.3 hükmünü bu tür tavsiyelere ilişkin esaslar için ayırmıştır. Aşağıda ele alınacağı üzere, söz konusu düzenlemeler hem yetersiz hem de Tebliğ'in dokusu ile uyumsuzdur.

<sup>76</sup> Bkz. 2004/39 sayılı Yönerge m. 12.2; Ek I, A.

### 6. Tebliğ m. 73.3 Hükümünün Sermaye Piyasası Kurumları Dışındaki Kurumlar Üzerinde Uygulama Alanı Bulunmadığı Yönündeki Değerlendirme

Tebliğ m. 73.3'deki düzenlemelerin, medya ve elektronik ortamda sunulan her tür genel yatırım tavsiyesini, sermaye piyasası kurumu tarafından sunulup sunulmadığına bakmaksızın düzenleme kapsamına aldığı ve belirli esaslara bağladığı görülmektedir. Yatırımcıların korunması kapsamında, kamuya sunulan yatırım tavsiyelerine ilişkin olarak bu tür genel kapsamlı düzenlemelerin yapılmasının zorunlu olduğu açıktır. Üstelik de AB müktesebatına uyum taahhüdümüz, 2003/125 sayılı Yönerge'deki düzenlemelere paralellik sağlanmasını zorunlu kılmaktadır<sup>77</sup>.

Ancak yukarıda da belirtildiği gibi, III-37.1 sayılı Tebliğ sadece belirli tipteki sermaye piyasası kurumlarının yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetleri yürütürken tâbi olacakları esasları düzenlemek için kabul edilmiştir. Tebliğ'in kapsamı ve korumayı hedeflediği amaç bunlarla sınırlıdır. Söz konusu sınırlama gerek Tebliğ'in ilk maddesinde belirtilmiştir, gerekse mehaz 2004/39 sayılı Yönerge'nin kapsamından anlaşılmaktadır. Üstelik Tebliğ'de kullanılan ifadeler de bu sınırlamayı destekler nitelikte olup, düzenleme konusu yatırım hizmet ve faaliyetinin ya da yan hizmetin "kuruluş" (yatırım kuruluşu/sermaye piyasası kurumu) tarafından yürütüleceğini açıkça ifade etmektedir. Bu nedenle de Tebliğ hükümleri -yan hizmetler açısından değerlendirildiğinde- yan hizmet yürüten herkese değil, sadece sermaye piyasası kurumlarına uygulanabilecek niteliktedir.

Tebliğ m. 73.3 hükmü ise, Tebliğ'in yapısına ters ve uyumsuzdur. Öncelikle belirtmek gerekir ki, bu düzenleme açıkça Tebliğ m. 1 hükmüne aykırıdır. Zira anılan hüküm medya ve elektronik ortamda genel yatırım tavsiyesi hazırlayan ve sunan herkesi ve bu tür tavsiyeleri yayınlayan iletişim organlarını bağlayıcı esaslar içermektedir. Bu kişilerin sermaye piyasası kurumu niteliği taşıdığı durumlarda, örneğin bir aracı kurumun temsilcisinin tv'de genel yatırım tavsiyesi sunduğu veya aracı kurumun kendi internet sayfasında araştırma raporu yayınladığı durumlarda bu hükmün kapsamına girdiği hususu açıktır.

<sup>77</sup> Bu konuda bkz. 2003/5930 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, RG. 24.07.2003, S. 25178 Mükerrer.

Ancak hükme göre belirli esaslarla bağlı olduğu kabul edilen kişilerin sermaye piyasası kurumu niteliği taşımadığı durumlarda, Tebliğ, III-37.1 sayılı Tebliğ'i çıkarmak için kendisine tanınan yetkinin dışında düzenleme yapmış olmaktadır. Dolayısıyla m. 73.3-4 hükümlerine ilişkin olarak yetkisizliğin ileri sürülebilmesi mümkün olabilecektir. Söz konusu yetkisizlik, hem tavsiyeyi hazırlayan ve sunan kişiler hem de hükümde sözü edilen basın kurumları için söz konusudur.

## SONUÇ

SPK'da ve III-37.1 sayılı Tebliğ'de "yan hizmetlerin yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından ayrıca bir yetki belgesine tâbi olmaksızın" yürütüleceğinden söz eden düzenlemeler yer almaktadır. Ancak bu tip ifadeler, yan hizmetlerin belirli tip sermaye piyasası kurumlarının tekelinde olduğu anlamına gelmemektedir. Yan hizmetler, herkes tarafından yürütülebilmektedir. Mevaz AB Yönergeleri ile karşılaştırıldığında Kanun ve Tebliğ'deki söz konusu ifadelerin tekel oluşturmayı değil; sayılan türdeki kurumların, yan hizmet yürütmek için yatırım hizmet ve faaliyetlerinde olduğu için Kurul'dan izin almasına gerek olmadığını belirtmeyi amaçladığı anlaşılmaktadır.

Bu itibarla bir yan hizmet niteliği taşıyan genel yatırım tavsiyesi sunma faaliyeti, herkes tarafından yürütülebilmekte ve medya ve elektronik ortamda sunulabilmektedir. Üstelik bunun için herhangi bir kurumsal yeterlik şartı da aranmamaktadır. Sermaye piyasası kurumları dışındaki kişilerce yürütülmesi halinde ise, Kurul'a bildirim şartı dahi söz konusu olmamaktadır.

III-37.1 sayılı Tebliğ'in amacı ve kapsamı incelendiğinde, bu düzenlemenin sadece sermaye piyasası kurumlarının sermaye piyasası faaliyetlerini düzenlemek ile sınırlı bir alanı olduğu anlaşılmaktadır. Bu itibarla Tebliğ'de yan hizmetler için öngörülmüş yükümlülükler, sadece Tebliğ'in kapsamına giren sermaye piyasası kurumları için uygulanabilmektedir. Bu tip kurumlar dışında kalan kişiler yan hizmet yürüttükleri takdirde, Tebliğ'de öngörülmüş esaslara uymak zorunda değildirler.

Durum böyle olmakla birlikte Tebliğ m. 73.3 hükmü, basın, medya ve elektronik ortamdan sunulan genel yatırım tavsiyelerini -kim tarafından hazırlanıyor ve sunuluyor olursa olsun- belirli esaslara bağ-

lamıştır. Ancak bu şekildeki bir düzenleme, Tebliğ'in amaç ve kapsamıyla uyumsuz olup, söz konusu hükmün sermaye piyasası kurumu dışındaki kişileri bağlamadığı ileri sürülebilecektir. Üstelik hükümde kullanılan "her tür genel yatırım tavsiyesinin belirtilen esaslara tâbi olacağı" yönündeki ifade de, mehzazın özensiz ve yanlış bir tercümesidir. Söz konusu ifadenin sadece "kamuya yönelik sunulmuş her tür genel yatırım tavsiyesini" ifade ettiği şeklindeki bir yorum, amaca uygun düşecektir.

### Kaynakça

- Avgouleas Emiliios, "A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead", *The Transnational Lawyer* 2004-2005, Vol. 18, s. 179-229.
- CESR (Committee of European Securities Regulators), Question & Answers, Understanding the Definition of Advice under MiFID, Date: 19 April 2010, Ref.: CESR/10-293, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu).
- Cherednychenko Olha O., "European Securities Regulation, Private Law and the Investment Firm-Client Relationship", *European Review of Private Law* 2009, Vol. 17, No. 5, s. 925-952.
- Çetin Nusret / Töremiş H. Ebru, "AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi ve Yönergenin Yatırımcı-Yatırım Şirketi Arasındaki İlişkiye Etkileri", *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 2010, C. XIV, S. 2, s. 45-70.
- Çetin Nusret / Töremiş Hatice Ebru / Cantimur Zeynep, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistemantik Analizi, Ankara, Yetkin 2014.
- EC, Your Questions on MiFID, Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and Implementing Measures, Questions and Answers, [ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/.../questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/.../questions_en.pdf).
- Financial Regulator, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), Feedback on Discussions of Conduct of Business Industry, Working Group, October 2007, <https://www.centralbank.ie>.
- Panagiotis Staikouras, The Conundrum of the Market Abuse Directive Preventative Measures for EU Financial Services' Integration: In Search of Equilibrium between Market Integrity Enhancement and Undue Regulatory Encumbrance, *Legal Issues of Economic Integration* 2008, Vol. 35, No. 4, s. 351-374.
- Oostwouder Wilco, "The Implementation of the MiFID in the Netherlands: Mission Accomplished?", *European Company Law* 2008, Vol. 5, No. 2, s. 58-67.