İKİNCİ BÖLÜM
BANKACILIK VE SERMAYE PİYASASI HUKUKU

SECOND CHAPTER
BANKING AND CAPITAL MARKET LAW

İKİNCİ ALT BÖLÜM
SERMAYE PİYASASI HUKUKU

SECOND SECTION
CAPITAL MARKET LAW

§ 2. Finansal Araç Piyasaları

Markets in Financial Instruments

Fatih AYDOĞAN[1]

[1] Doktor Öğretim Üyesi, İstanbul Üniversitesi, Hukuk Fakültesi, Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, İstanbul, Türkiye

e-posta: faydogan@istanbul.edu.tr

DOI: 10.26650/B/SS26.2020.015.16

Öz

AB'de finansal araç piyasaları, 2004/39/AT sayılı Finansal Araç Piyasaları Hakkında Yönerge (Markets in Financial Instruments Directive/MiFID) ile düzenlenmişti. 2007-2008 yıllarındaki finansal krizin ardından 2014/65 sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi II (MiFID 2/Yeni Yönerge) yürürlüğe konmuştur. Finansal araçların alım-satım işlemlerinin raporlanması, alım-satıma ilişkin her türlü iletişim kayıtlarının tutulması, yatırım araştırmaları için ödenen ücretlerin ayrıştırılması, karanlık havuzlara işlem limiti getirilmesi, yüksek frekanslı işlemlerin düzenlenmesi, emtiaya dayalı türev ürünler getirilen yeniliklerin birkaçıdır. Mevzuatımız ise ülkemize özgü koşullar ve yapısal unsurlar dikkate alınarak hazırlanmış Kanun ve onu tamamlayan ikincil düzenlemelerden oluşmaktadır. Bu itibarla mukayese edilen iki sisteme ait kuralların birebir örtüşmesi beklenmemelidir. Mülga Yönerge ile büyük ölçüde uyumlu olacak şekilde tasarlanan yatırım hizmetleri ve yatırım kuruluşlarına ilişkin mevzuatımızın, MiFID 2'deki gereklilikler bakımından da iyi durumda olduğu söylenebilir. Yönerge'nin temel felsefesi olan şeffaflık ve yatırımcının korunması, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, bu bağlamda en iyi icra kuralı ve buna uyulup uyulmadığını denetlemek üzere tüm işlem kayıtlarının saklanması, çıkar çatışması hâllerinde yapılacaklar gibi birçok konu mevzuatımızda düzenlenmiş durumdadır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye piyasası, Yatırım hizmetleri, Finansal araç, MiFID, Yatırımcı

Abstract

Markets in financial instruments in EU, had been regulated by Directive 2004/39/EC (Markets in Financial Instruments Directive/MiFID). After the financial crisis of 2007-2008, Directive 2014/65/EU of the European Parliament and the Council of 15 May 2014 on markets in financial instrumens, has been entered into force. Reporting of buying and selling of financial instruments, keeping records of all type of transactions, separating the payments for investment researsches, limiting organised trading facilities, regulating high frequency transactions, derivative instruments based on commodity are among of the innovative topics. Turkish legislation on financial instruments markets are based on the Capital Market Law and the secondary regulations which have been made regarding specific conditions and structural elements of our country. In this regard, the rules of these compared systems may not be fully in harmony. Our legistlation on investments services and investment firms, which were in harmony with repealed Directive, are also compatible with MiFID Article 2. Many topics, including transperancy and protection of investors, public disclosure requirements, keeping all transaction records to supervise best execution rule practice are also available in Turkish legal acquis.

Keywords: Capital markets, Investment services, Financial instrument, MiFID, Investor

I. Mevzuat

A. AB Mevzuatı

Adı	**:**	Avrupa Parlamentosu ve Konseyin 15 Mayıs 2014 tarih ve 2014/65/AB sayılı, 2002/92/AT ve 2011/61/AB sayılı Yönergelerini değiştiren Finansal Araç Piyasalarına İlişkin Yönergesi ("MiFID 2"/"Yönerge")
Kabul Tarihi	**:**	15 Mayıs 2014
Sayısı	**:**	2014/65/AB
Yayın Yeri	**:**	ABRG 12.6.2014, L 173, s. 349-496

B. Türk Mevzuatı

1.	**Adı**	**:**	Sermaye Piyasası Kanunu
	Kabul Tarihi	**:**	6 Aralık 2012
	Sayısı	**:**	6362
	Yayın Yeri	**:**	RG 30.12.2012, 28513
2.	**Adı**	**:**	Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
	Yayın Yeri	**:**	RG 11.07.2013, 28704

II. Açıklamalar

AB'de finansal araç piyasaları, 2004 yılında kabul edilip 1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe giren Avrupa Parlamentosu ve Konseyin 2004/39/AT sayılı Finansal Araç Piyasaları Hakkında Yönergesi (Markets in Financial Instruments Directive/MiFID) ile düzenlenmişti. 2004 tarihli Yönerge'de; yatırım kuruluşlarının faaliyetleri, yatırım hizmetleri ile yatırım araçlarının işlem gördüğü piyasalar ele alınmıştı.

6362 sayılı SerPK hükümleri hazırlanırken, mülga SerPK m. 30 vd. hükümlerinde düzenlenen aracılık faaliyeti ve aracı kuruluşlara ilişkin düzenlemeler -AB mevzuatına uyum amacıyla- kaldırılarak, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yatırım kuruluşları, -MiFID hükümlerine uygun olarak- m. 37 vd. hükümlerinde düzenlenmiştir.

Konuya ilişkin ikincil düzenlemeler de hayata geçirilmiştir. Bunlardan ilki, yatırım hizmetlerinin ve yan hizmetlerin, tür ve niteliklerine göre ilgili faaliyeti

yürütürken uymaları gereken ilke ve esasları düzenleyen III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'dir. İkinci düzenleme ise, yatırım kuruluşlarının kuruluş ve faaliyet esaslarını, bu bağlamda faaliyetlerin yürütülmesi sırasında uyulacak genel ilkeler ve müşteri ile kurulan ilişkilerin hangi esaslar çerçevesinde yürütülmesi gerektiğini düzenleyen III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'dir. Söz konusu Tebliğ hükümlerinin hazırlanışında MiFID kurallarının Türk hukukuna yansıtılmasına azami ölçüde dikkat edildiği görülmektedir. Ülkemize özgü koşullara bağlı zorunlu farklılıklar bir tarafa bırakılacak olursa büyük ölçüde AB mevzuatı ile uyumun sağlanmış olduğu söylenebilir.

2007-2008 yıllarındaki finansal krizin ardından, zedelenen yatırımcı güvenini tesis etmek ve şeffaflığı artırmak, üye devletler ve piyasa katılımcıları için eşit şartlar ve adil rekabet ortamını oluşturmak, Yönerge'de tespit edilen düzenleme boşluklarını doldurmak, finans piyasalarındaki gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan yeni finansal araç ve işlem platformlarını düzenleme kapsamına almak, böylece tüm finansal piyasaları kapsamına alan tek bir kural kitabı (*single rulebook*) oluşturmak ve nihai hedef olarak yatırımcıların korunmasını sağlamak amaçlarıyla AB'de yeni bir düzenleme hazırlıklarına başlanmış ve 2014/65 sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi II (MiFID 2/Yeni Yönerge) -uzun bir hazırlık sürecinin sonunda- 3 Ocak 2018 tarihinde yürürlüğe konmuştur. Yeni Yönerge ile, AB'de finansal piyasaların daha fazla entegre olması, bireysel yatırımcıların korunması ve şeffaflığın bütün piyasa katılımcıları için artırılması hedeflenmiştir.

Yapılan düzenlemeler ile yeni finansal araç ve türev ürünler kapsam dâhiline alınırken, tezgahüstü piyasalar ve bu piyasalarda işlem gören finansal araçlara ilişkin sınırlama ve düzenlemeler getirilmektedir. Bu bağlamda, finansal araçların alım-satım işlemlerinin raporlanması, alım-satıma ilişkin her türlü iletişim kayıtlarının tutulması, yatırım araştırmaları için ödenen ücretlerin ayrıştırılması, karanlık havuzlara işlem limiti getirilmesi, yüksek frekanslı işlemlerin düzenlenmesi, emtiaya dayalı türev ürünler getirilen yeniliklerin birkaçıdır. Bankalar, kurumsal yatırımcılar, organize piyasalar, aracılar (*broker/dealer*), serbest fonlar, yüksek frekanslı işlem yapan yatırımcılar ve organize piyasalar dışındaki işlem platformları düzenlemelerde yer almıştır.

Mevzuatımızdaki düzenlemeler, önemli ölçüde mülga 2004 tarihli Yönerge'ye (MiFID) uyum gözetilerek hazırlandığından, düzenlemelerin MiFID 2 ile de belli ölçüde uyumluluk arz ettiği söylenebilir. Bununla birlikte MiFID 2 ile gelen yeni düzenleme ve kurallar da söz konusudur. MiFID 2'nin, çok geniş kapsamlı bir düzenleme olduğu gözlemlenmektedir. Getirilen kurallar manzumesinin ayrıntılı değerlendirmesi, eldeki çalışmanın hedefini çok aşacak olduğundan işbu çalışmada mevzuatımızın mülga Yönerge ile uyumu da dikkate alınarak, sadece

Yönerge ile gelen yeniliklere temas edilecek, ilgili yeniliklerin mevzuatımızda karşılık bulup bulmadığına bakılacaktır.

A. AB Hukuku: MiFID 2'nin Genel Tanıtımı ve Getirdiği Yenilikler

1. Uygulama Alanı

Yönerge'nin uygulama alanına; paylar, borçlanma araçları, emtia ve yabancı para türevleri ile karbon emisyonları gibi ürünler, başka deyişle tüm finansal enstrümanlar; bu araçların işlem gördüğü regüle edilmiş piyasalar (borsalar) ve tezgâh üstü piyasalar ile bunların alınıp satılabildiği diğer işlem kanalları, başka deyişle finansal araçların alınıp satılabildiği tüm piyasalar; finansal piyasalarda işlem veya yatırım yapan herkes, bankalar, hedge fonlar, brokerlar, emeklilik fonları, yani tüm bireysel ve kurumsal tüm yatırımcılar; finansal araçların alınıp satılmasına aracılık ve diğer yatırım hizmetlerini sunan tüm yatırım kuruluşları, nihayet yüksek frekanslı algoritmik işlemler, özetle finansal piyasaların tüm alanları dâhil edilmiştir. Yabancı ihraççılar tarafından ihraç edilmiş olup, alternatif işlem platformları dâhil AB'deki herhangi bir piyasada işlem gören ürünler de Yönerge'nin kapsamına dâhildir.

Finansal piyasalarla ilgili tüm alanların düzenleme kapsamına alınması ile finansal piyasalarda bütünlüğün ve şeffaflığın ve nihai amaç olarak yatırımcı korumasının artırılması hedeflenmiştir.

2. Yeni İşlem Platformları ve Karanlık Havuz İşlemlerinin Sınırlandırılması

Mülga Yönerge'de regüle edilmiş piyasalar, yani borsalar ile borsalara alternatif çok taraflı işlem platformları (*multilateral trading facilities*-"MTFs") düzenlenmişti. Yönerge'de ise bunlara ilave olarak "organize işlem kanalları" (*organized trading facilities*-"OTFs") da tanımlanmakta ve kurallarda yer verilmektedir. Yönerge'de verilen tanıma göre OTFs, regüle edilmiş piyasalar ve çok taraflı işlem platformları dışında, tahvil faizleri, yapılandırılmış finansman ürünleri, karbon emisyonları veya türev araçların çoklu üçüncü taraflarca alım ve satımı için etkileşime geçebildiği çok taraflı bir sistemdir.

Öte yandan Yönerge OTFs'de gerçekleştirilen ve karanlık havuz (*dark pool*) olarak adlandırılan işlemlere de sınır getirmektedir. Sıkı kamuyu aydınlatma hükümlerinden kaçabilmek için OTFs'de gerçekleştirilmesi tercih edilen bu işlemler, kurumsal veya bireysel piyasa katılımcılarının yaptıkları işlemlere ilişkin açıklama yükümlülüğüne tabi olmadan, diğer bir ifadeyle kimliklerini gizleyerek yaptıkları işlemler olduğu için karanlık havuz olarak adlandırılmak-

tadır. Yönerge daha düşük işlem öncesi kamuyu aydınlatma hükümlerine tabi alternatif işlem kanallarında yoğunlaşmayı azaltmak, böylece şeffaflığı artırmak amacıyla payların işlem hacmine platform bazında ve toplamda sınırlamalar getirmektedir. Buna göre, herhangi bir 12 aylık dönemde, karanlık havuz işlem hacmi organize piyasalara oranla %8'e ulaşan paylar, karanlık havuzda işlem göremeyecektir. Ayrıca, herhangi bir 12 aylık dönemde her bir karanlık havuz platformu, paylar için organize piyasa işlem hacminin en fazla %4'ü kadarına sahip olabilecektir.

3. Yüksek Frekanslı İşlemler (High Frequency Transactions – "HFTS")

Algoritmik işlemler olarak da adlandırılan yüksek frekanslı işlemler, emrin özelliklerinin, bir bilgisayar algoritması tarafından, asgarî insan müdahalesi ile veya insan müdahalesi olmadan otomatik olarak belirlendiği işlemler olup, işlem sistemlerinin dayanaklılığını sağlamak, likidite azaldığında ani düşüşleri ve hatalı işlemleri engellemek üzere kullanılabilmektedir. Özetle Yönerge, yüksek frekanslı işlemler yapan finans kuruluşları ile piyasa altyapılarının denetlenmesi amacıyla, bu işlemlere ilişkin verilerin yetkili otoritelere raporlanması, kullanılan algoritmaların kayıt altına alınması ve teste tabi tutulması konusunda birtakım kurallar getirmektedir. Örneğin işlemlerin sıralı kayıtlarının tutulması ve piyasa yapıcılığında bulunan algoritmaların faaliyetlerini kesintisiz sürdürme zorunluluğu getirilmiştir. Bunun yanı sıra, algoritmaların katılımcılar tarafından test edilmesi ve iş sürekliliği planlarının bulunması gerekmektedir. Üye devlet yetkili otoriteleri, ilgili yatırım kuruluşundan, algoritmik işlem stratejilerinin niteliğinin, işlem parametrelerinin ayrıntılarının veya sistemin tabi olduğu sınırların, yürürlükteki temel uyum ve risk kontrollerinin ve sistemlerin test ayrıntılarının düzenli olarak veya gerekli görülen hâllerde açıklanmasını talep edebilir.

4. Doğrudan Elektronik Erişim (Direct Electronic Access-"DEA")

Yönerge'de bir üyenin, katılımcının veya müşterinin, işlem kodunu bir üçüncü kişiye vererek işlem platformuna erişimini sağlamasına doğrudan elektronik erişim olarak tanımlanıp, belirli koşullar altında buna izin verilmektedir. Bu sayede üçüncü kişi finansal araca yönelik emirlerini elektronik yolla doğrudan işlem platformuna iletebilir. Üçüncü kişinin aldığı kod ile piyasa ve işlem kanallarına doğrudan elektronik erişimi iki türlü olabilir: Biri, üçüncü kişinin üyenin, katılımcının yahut müşterinin altyapısının veya herhangi bir bağlantı sistemini kullanarak erişimi, ki buna doğrudan piyasa erişimi (direct market access) denmektedir; diğeri ise üçüncü kişinin üyenin, katılımcının yahut müşterinin altyapısının veya herhangi bir bağlantı sistemini kullanmadan erişimi ki, buna da sponsorlu erişim (sponsored access) denmektedir.

Yönerge'deki prosedüre uygun olarak alınacak eşdeğerlik kararı ile, üçüncü ülke yatırım kuruluşları da müşterilerine doğrudan elektronik erişimle AB borsalarına erişme imkânı sunabilecektir. Uygun bir eşdeğerlik kararını takiben, üçüncü ülke yatırım kuruluşları, ilgili üye devletin düzenlemelerine de uymak kaydıyla, AB içindeki işlem platformlarına erişim için müşterilerine DEA hizmeti sunabilir. Ancak Yönerge, bu hizmeti sunan yatırım kuruluşunun, müşterisini yakından takip etmesini, uygun sistem ve kontrollere tabi olmayan platformlarda müşterilere bu hizmetinin sunulmamasını şart koşmaktadır. Bu erişimi sağlayan yatırım kuruluşları, hizmetten yararlanan müşterilerin uygunluğunu değerlendirmek, denetlemek, hizmetin kullanımına ilişkin risk kontrollerini yapmak zorunda olduğu gibi, sistemlerinin veya işlem kodlarının müşterileri tarafından kullanımıyla gerçekleştirilen işlemlerin sorumluluğunu da üstlenirler.

5. Yeni Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Şeffaflığı artırmak amacıyla yeni kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getiren Yönerge, kamuya açıklanması gereken bilgilerin kapsamını genişletmektedir. Bu çerçevede hem işlem öncesi hem işlem sonrası kamuya açıklanacak bilgiler ayrıntılı olarak düzenlenmiş ve önceden paylar ile ilgili olan işlem öncesi açıklama yükümlülükleri (alış-satış kotasyonları, derinlik) diğer finansal araçlara (tahviller, depo sertifikaları, borsa yatırım fonları, yapılandırılmış finans ürünleri, karbon emisyonları, türev ürünler gibi...) da teşmil edilmiştir. Bu yükümlülükler, tüm işlem platformları (MTFs ve OTFs) ve müşteri emirlerini organize piyasa dışında kendi portföyünden karşılayan kurumlar (Systematic Internaliser) için de geçerlidir. İşlem raporlama gerekliliğinin doğması için, işlemin AB'deki bir işlem platformunda icra edilmesine gerek yoktur. Dayanak noktası AB işlem platformunda işlem gören bir finansal araca dayanan finansal araçlar da raporlama yükümlülüğüne tabidir.

Bu tip verileri derlemek üzere hizmet verecek yetkilendirilmiş özel kurumlar da düzenlenmiştir. Yatırım kuruluşlarının verilerini yayınlamak üzere Approved Publication Arrangement, yatırım kuruluşlarının işlem verilerini düzenleyici otoritelere iletmek üzere Approved Reporting Mechanism ve borsaların anlık fiyat verilerini yayınlayan Consolidated Tape Provider gibii…

Öte yandan, yatırım kuruluşları en iyi uygulama prensibi içerisinde müşterileri için en uygun fiyattan işlem yaptıklarını belgelendirmeleri gerekmektedir. Bu kapsamda yatırım kuruluşları müşteri emirlerinin alınması, iletilmesi ve gerçekleşmesi aşamalarında, tüm telefon kayıtlarını (örneğin müşteri ile satış departmanı, firma içinde satış departmanı ile işlem departmanı arasında) ve elektronik haberleşme kayıtlarını (e-posta, video konferans veya mobil haberleşme uygulamaları benzeri tüm kanallar) saklamak zorundadırlar. Aynı şekilde platform işle-

ticileri de sistemlerine gönderilen tüm emirlerin kaydını tutmak zorundadır. Kayıtların, talebi hâlinde müşteriye sunulmak üzere 5 yıl, yetkili otorite tarafından talep edilmesi hâlinde sunulmak üzere 7 yıl saklanması gerekmektedir.

Öte yandan tüm işlemlerin bilgilerinin raporlanması şart koşulmuştur. Raporlama yükümlülüğünün kapsamı tüm finansal araçları kapsayacak şekilde düzenlemiştir. Bu kapsamda depo sertifikaları, borsa yatırım fonları, sertifikalar, tahviller, yapılandırılmış finansal ürünler, emisyon tahsisleri, türev araçlar ve paket emirler de raporlama kapsamındadır. OTFs'de işlem gören finansal araçlar da kapsam dâhilindedir. Öte yandan, raporlama gerekliliğinin doğması için, işlemin AB'deki bir işlem platformunda icra edilmiş olmasına da gerek yoktur. Dayanak noktası AB işlem platformunda işlem gören bir finansal araca dayanan finansal araçlar da raporlama yükümlülüğüne tabidir.

ESMA, yetkili otoriteler arasında, denetimleri altında bulunan finansal araçların kendi denetimleri altında faaliyet göstermeyen platformlar da dâhil olmak üzere, tüm işlem ve emir kayıtları hakkında bilgi alışverişini koordine eder.

Yatırımcıyı koruma ve şeffaflığı artırma amacıyla getirilen bu düzenlemelerin işlerliğini sağlamak üzere, yatırım kuruluşlarının organizasyon yapısında uyum departmanlarının bağımsızlığı da artırılmaktadır.

6. Bağımsız Yatırım Danışmanlığı

Yeni Yönerge'de, yatırım danışmanlığının bağımsız olarak icra edilmesi hâlinde uyulması gereken esaslar açıklanmıştır. Yönerge'nin tanımına göre, bağımsız danışmanlar sadece bir firmanın sunduğu değil, daha geniş bir finansal ürün yelpazesi içinden müşteri çıkarlarına en uygun ürünleri tavsiye eden profesyoneller olarak nitelendirilmektedir. Yatırım kuruluşu müşterisine, sunduğu hizmetin "bağımsız danışmanlık" olup olmadığını belirtecektir.

Yatırım danışmanlığı hizmeti bağımsız şekilde sunuluyorsa ve bu şekilde sunulduğu müşteriye bildirilmişse, bu durumda müşterinin yatırım hedeflerinin uygun bir şekilde karşılanmasını ve yatırım tavsiyesinin oluşturulmasında;

- yatırım şirketinin kendisi veya kendisi ile yakın bağlantıları olan kuruluşlar veya

- yatırım şirketinin, verilen tavsiyenin bağımsızlığını bozma riski oluşturacak şekilde, sözleşme ilişkileri gibi yakın hukuki ya da ekonomik ilişkilere sahip olduğu tüzel kişiler

tarafından ihraç edilen finansal araçlarla sınırlı olmamasını sağlamak için, piyasada mevcut farklı tipte ve farklı ihraççılara veya ürün sağlayıcılara ait, yeterli sayıda finansal aracı değerlendirmeye almak durumundadır.

Yatırım kuruluşu, yatırım danışmanlığını bağımsız şekilde sunduğu durumlarda, hizmetin müşterilere sağlanmasıyla ilgili olarak üçüncü taraflardan herhangi bir parasal yahut parasal olmayan menfaat kabul edemez. Bunun istisnası, müşteriye verilen hizmetin kalitesini artırabilecek ve yatırım şirketinin, müşterinin menfaatine hareket etme yükümlülüğü ile çatışmayacak ölçek ve nitelikte, parasal olmayan küçük menfaatlerdir ki, bunların da yatırımcılara iletilmesi gerekir.

Yatırım şirketleri, yatırımcılara gerekli tüm bilgileri verebilmek amacıyla, tavsiyenin maliyetini, dayanağını ve nedenlerini, özellikle de müşteriye kişisel tavsiyede bulunmayı düşündükleri ürün yelpazesini açıklamalı; bağımsız yatırım danışmanlığı sağlayıp sağlamadıklarını ve müşterilere kendilerine önerilen finansal araçların uygunluğunun periyodik olarak değerlendirilip değerlendirilmediğini bildirmelidir. Açıklama yükümlülüğü sadece yatırım anında değil, yılda en az bir kez yerine getirilmelidir.

7. Araştırma Ücretlerinde Ayrıştırma

Yeni Yönerge'nin eleştiri konusu edilen önemli düzenlemelerinden birisi, araştırma ücretlerinde ayrıştırmaya gidilmesini şart koşan düzenlemesidir. Bu düzenleme az önce açıklanan bağımsız danışmanlık düzenlemesi ile de bağlantılıdır. Mevcut uygulamada yatırım kuruluşları sundukları piyasa araştırması hizmetleri için ayrı bir ücret almıyor, bunu işlem komisyonlarının içine dâhil ediyorlardı. Kurumsal yatırımcılar analist raporlarının yanı sıra, diğer kanallardan da ihraççı hakkında bilgi alıyordu. Yine analistler ile ihraççı şirket yöneticinin buluştuğu workshop vb organizasyonlarda da bilgi alışverişi oluyordu. Ancak getirilen kurala göre, herhangi bir üçüncü tarafın AB'de faaliyet gösteren bir yatırım kuruluşuna sunduğu araştırma ücretleri, doğrudan AB yatırım kuruluşunun kendi fonlarından veya bireysel müşterilere araştırma ücreti olarak faturalandırdığı bedeller ile fonlanan ayrı bir araştırma hesabından ödenmediği sürece, bağımsız danışmanlıkla ilgili üçüncü taraflardan menfaat elde edilmesi yasağına girer. Bu bağlamda araştırma hizmeti, bu hizmeti talep edenler tarafından ücretsiz olarak elde edilemez. Sonuç olarak, yeni düzenleme, yatırım kuruluşuna ücretler ile ilgili müşterilerine daha detaylı bilgi verme, bu kapsamda araştırma hizmetlerinin ayrıca fiyatlandırılması yükümlülüğünü getirmektedir.

Ülkemizde de etkileri olabilecek bu düzenlemeye göre, AB'de iş ortağı oldukları yatırım kuruluşlarından alan araştırma hizmeti alan Türk firmaları, iş ortaklarının kendilerine artık bunun için ayrı bir maliyet ve fatura çıkarması durumu ile karşı karşıya kalacaklardır.

8. En İyi İcra Kuralı (Best Execution)

Yönerge uyarınca, yatırım kuruluşları müşteri emirlerini en iyi şekilde yerine getirme ilkesine tabi olarak hizmet sunmakla yükümlüdürler. Buna göre, yatırım kuruluşları, emirleri icra ederken, fiyat, maliyet, hız, icra ve takas olasılığı, nicelik, nitelik veya emrin uygulanmasıyla ilgili tüm hususları dikkate alarak müşterileri için mümkün olan en iyi sonucu elde edecek şekilde hareket etmek zorundadırlar. Bu kapsamda yatırım kuruluşları müşterileri emirleri için anlaşılır ve açık şekilde kaleme alınmış bir "en iyi uygulamalar" politikası geliştirmek ve bunu kamuya açıklamakla yükümlüdürler. Öte yandan yatırım kuruluşları emirleri gerçekleştirme politikaları, bu bağlamda emirlerin müşteri adına nasıl yerine getirileceği hakkında müşterilerini de bilgilendirmekle yükümlü olup, söz konusu bilgilendirme müşteri tarafından kolayca anlaşılabilecek şekilde ve yeterli ayrıntıda olmalıdır. Ayrıca müşteriden söz konusu politikayı kabul ettiğine dair ön onay alınmalıdır.

Öte yandan, yatırım kuruluşları finansal araç ve müşteri tipi bazında işlemlerini gerçekleştirdikleri ilk 5 işlem platformunu yıllık olarak yayınlayacaklardır.

Nihayet, yatırım kuruluşları sattıkları finansal ürünlerin risklerini daha açıkça belirleyerek yalnızca uygun müşterilere satabilecektir. Müşterilerden ziyade yatırım kuruluşuna faydası olan ürünlerin ihracının azalması hedeflenmektedir.

9. Tüzel Kişi Kimlik Kodu (Legal Entity İdentifier – "LEI")

Tüzel kişi kimlik kodu, işlem taraflarını tanımlamak ve raporlamak için uluslararası bir standart olarak kullanılan yirmi karakterli bir alfasayısal dizedir.

Yatırım kuruluşlarının, LEI kullanım zorunluluğu 1095/2010 (AB) sayılı Tüzük'te[1] ("MiFIR") ifade edilmiştir (bkz m. 26/6). ESMA'nın, Tüzük'ün 16. maddesi uyarınca LEI'nin kullanımı ile ilgili bir rehber yayınlayacağı belirtilmiştir.

Yönerge'ye tabi tüm kuruluşlar, yetkili otoritelerine işlem raporlamak için LEI verisine sahip olmak durumundadır. Türkiye'deki yatırım kuruluşları da tüzel kişi ihraççılar da bu koda sahip olma gerekliliğini hissedeceklerdir. LEI kodu, başvurucunun ülkesindeki akredite bir ihraççı veya sınır ötesi hizmetler sunan bir LEI ihraççıdan alınabilir. Türkiye'de bu hizmet hâlen Takasbank tarafından sunulmaktadır.

---

[1] Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC [2010] OJ L 331/84.

B. Türk Hukuku

Yukarıda da değindiğimiz gibi[2], yatırım kuruluşları ile yatırım hizmet ve faaliyetleri ile ilgili mevzuatımız 6362 sayılı Kanun'un kabulü ile birlikte baştan aşağı yenilenmiş, düzenlenen yeni hükümler büyük ölçüde (mülga) MiFID'a uyumlu şekilde hazırlanmıştır. Dolayısıyla mevzuatımız MiFID 2 yürürlüğe girene kadar AB mevzuatı ile büyük ölçüde örtüşmekteydi. Çok hacimli ve yeni kurallar da içeren MiFID 2'nin, yürürlüğe girmesinden önce uzun bir hazırlık süreci söz konusu olmuş, 2014 yılı Mayıs ayında kabul edilen Yönerge 2018 Ocak'ta yürürlüğe girmiştir. Bu zaman zarfında bizim mevzuatımızda da yatırım kuruluşları ile yatırım hizmet faaliyetlerini düzenleyen Tebliğlerimizde güncellemeler olmuş ve özellikle 2016 Ocak'ta III-37.1 ve III-39.1 sayılı Tebliğlerimizde değişiklik ve güncellemeler yapılmıştır.

Başlangıçta da değindiğimiz gibi MiFID 2 ve bağlantılı düzenlemelerin geniş hacmi karşısında, tek tek her bir hükmün mevzuatımızda karşılığının bulunup bulunmadığı değil, sadece MiFID 2 ile gelen yenilikler karşısında mevzuatımızın durumu genel olarak değerlendirme konusu edilmiştir.

1. Uygulama Alanı/Kurulun Yetkileri

Kanımızca, Kurula, ülkemizdeki sermaye piyasasında tek yetkili otorite olarak tanınan yetkiler, bilhassa Kanun'un 66. maddesinde zikredilen, organize piyasalar dışındaki sermaye piyasası araçlarının alıcı ve satıcılarını bir araya getiren, alım ve satımına aracılık eden, bunlar için sistemler ve platformlar oluşturan ve bunları işleten alternatif işlem sistemleri ile buralarda işlem görecek sermaye piyasası araçları bakımından da Kurula gözetim, denetim ve düzenleme yapma yetkilerinin tanınmış olması karşısında, Yönerge'nin uygulama alanı yönünden mevzuatımızda bir güncelleme ihtiyacı bulunmadığı söylenebilir. Bununla birlikte OTFs ve karbon emisyonları gibi yeni kavram ve işlem kanalı isimlerinin Tebliğ'e eklenmesi düşünülebilir.

2. Yüksek Frekanslı İşlemler

Ülkemizde yüksek frekanslı işlemler hâlen Borsa İstanbul'da ("Borsa") pay piyasasında BISTECH sistemi üzerinden yapılabilmekte ve BISTECH sisteminin işleyişi hakkında Borsa'nın düzenlemeleri olmakla birlikte, bu işlemlerin tebliğle düzenlenmesi söz konusu değildir. Bu anlamda HFT'lerin ülkemizde belli bir piyasada Borsa'nın sağladığı teknolojik altyapı sayesinde fiilen gerçekleştirilebilir durumda olduğunu, ancak bu işlemlerle ilgili temel uygulama esaslarına dair bir

2 Bkz. yuk. II/A altında yapılan açıklamalar.

idari düzenleme olmadığını söylemek mümkündür. Hemen belirtmek gerekir ki, bizatihi HFT'leri düzenleyen bir Tebliğ olmaması, bu işlemlerle ilgili Kurulun yetkisi bulunmadığı anlamına gelmez. Sonuç olarak bu işlemler de sermaye piyasası araçları üzerinde gerçekleştirildiği için, genel gözetim yetkisinin içine girerler. Hatta bu işlemlerin, piyasa bozucu şekilde gerçekleştirildiği tespit olunursa, Kanun'un 104. maddesi kapsamında Kurulca idari yaptırıma konu olabilecektir.

Yönerge'nin HFT'lerle ilgili kuralı, bu işlemlere ilişkin verilerin yetkili otoritelere raporlanması, kullanılan algoritmaların kayıt altına alınması ve teste tabi tutulması konusundadır. Yönerge'de üye devlet yetkili otoritelerinin, ilgili yatırım kuruluşundan, algoritmik işlem stratejilerinin niteliğinin, işlem parametrelerinin ayrıntılarının veya sistemin tabi olduğu sınırların, yürürlükteki temel uyum ve risk kontrollerinin ve sistemlerin test ayrıntılarının düzenli olarak veya gerekli görülen hâllerde açıklanmasını talep edebileceği hükme bağlanmaktadır. Her ne kadar Kurul mevcut yetkileri ile de Yönerge hükmünde bahsedilen açıklama ve verileri isteyebilecek olsa da Yönerge'dekine benzer bir hükme mevzuatımızda açıkça yer verilmesinde yarar vardır.

3. Yeni Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Şeffaflığı artırmak amacıyla Yönerge ile gelen yeni açıklama yükümlülükleri, işlem öncesi ve sonrasında açıklanacak bilgilerin kapsamını detaylandırmakta ve genişletmektedir.

III-37.1 ve III-39.1 sayılı Tebliğlerimizde 2016 senesinde gerçekleştirilen kapsamlı değişiklikler, şeffaflığın artmasını sağlayan önemli değişikliklerdir. Her ne kadar yapılan değişikliklerde Kurul tarafından açıklanan amaçta AB mevzuatına uyumdan söz edilmese de, sonuçları itibariyle şeffaflığın artmasına hizmet ettiği için dolaylı olarak uyumluluğa da katkısı olmuştur.

Şeffaflık ve müşteriye bildirim yükümlülükleri ile ilgili ikincil mevzuatımızdaki hükümler büyük ölçüde III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'de bulunmaktadır. Bu kapsamda Tebliğ'in,

- faaliyetler süresince uyulması gereken genel ilke ve esasları düzenleyen m. 24, müşteriye risklerin bildirilmesi yükümlülüğünü düzenleyen m. 25,
- çerçeve sözleşme imzalama yükümlülüğünü düzenleyen m. 26,
- müşteri numarası ve müşteri hesaplarına ilişkin m. 27,
- yatırım kuruluşunun internet sitesi açma ve bu sitede asgari olarak yer vermesi gereken bilgilere ilişkin m. 28,
- müşteri tanımı ve müşteriyi tanıma kuralına ilişkin m. 29,

- müşterinin sınıflandırılması ve limitlendirilmesine ilişkin m. 30,
- profesyonel müşteri - genel müşteri ayrımı ile profesyonel müşteri kriterleri hakkındaki m. 31,
- talebe dayalı olarak profesyonel müşteri kabul edilecek müşterilere dair esasları düzenleyen m. 32 ve
- pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürünün müşteriye uygun olup olmadığını ölçen uygunluk testine dair esasları düzenleyen m. 33

maddelerinin, Yönerge'de aranan şeffaflığa ve müşterinin aydınlatılmasına dönük gereklilikleri temel olarak karşıladığı söylenebilir.

Öte yandan III-37.1 sayılı Tebliğ'in 33. maddesi uyarınca, alım satım aracılığı faaliyetlerinde bulunmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilmiş yatırım kuruluşları, bu faaliyetlere ilişkin Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde periyodik olarak bildirim yapmakla yükümlüdür.

Yönerge'de yatırım kuruluşları müşteri emirleriyle ilgili ses kaydı ve yazılı kayıtların 5 yıl (yetkili otorite için 7 yıl) süre ile saklanmasını şart koşmaktadır. Mevzuatımızda bu süre ses kayıtları ve yazılı kayıtlar için farklı sürelerde belirlenmiş olup, buna göre ses kayıtlarının 3, yazılı kayıtların ise 10 yıl saklanması gerekmektedir.

4. Doğrudan Elektronik Erişim

Mevzuatımızda, Yönerge'dekine benzer şekilde, Türkiye'deki borsa ve/veya diğer işlem platformlarına ilgili borsa ya da platform üyesinin kodunu almak suretiyle bağlanabilme imkânı sağlayan doğrudan elektronik erişim düzenlemesi bulunmamaktadır.

Yine mevzuatımızda yabancı yatırım kuruluşlarının eşdeğerlik almasına imkân sağlayan bir düzenleme de yoktur.

5. Bağımsız Yatırım Danışmanlığı

Yönerge ile yeni gelen yatırım danışmanlığının bağımsız bir temelde yürütülmesine ilişkin koşul ve kurallar mevzuatımızda bulunmamaktadır.

6. Araştırma Ücretlerinde Ayrıştırma

Aynı şekilde araştırma ücretlerinin ayrıştırılması ile ilgili getirilen düzenleme de mevzuatımızda bulunmamaktadır.

7. En İyi İcra Kuralı

Müşteri emirlerinin en iyi şekilde yerine getirme yükümlülüğü ile ayrıntılı düzenlemeler bizim mevzuatımızda da bulunmaktadır (bkz. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 30). Yine Tebliğ'in ilgili faaliyet özelinde de müşteri emirlerinin yerine getirilmesi ile ilgili kurallara (örneğin bkz. m14 ya da 19 gibi…). Sonuç olarak en iyi icra kuralı mevzuatımızda da mevcut olup, Tebliğ hükümlerimizin bu ilke özelinde AB mevzuatı ile temelde uyumlu olduğu söylenebilir.

8. Tüzel Kişi Kimlik Kodu (Legal Entity İdentifier - LEI)

Tüzel kişi kimlik kodu uygulaması mevzuatımızda türev işlemlerle ilgili olarak başlamış bulunmakla ve Takasbank tarafından sağlanıyor olmakla beraber, yatırım hizmet ve faaliyetleri ile ilgili düzenlemelerimiz de tüzel kişiler için bu kodun kullanılmasını şart koşan genel bir düzenleme bulunmamaktadır.

III. Değerlendirme ve Öneriler

MiFID 2 (MiFIR'la birlikte), -bir kurallar bütünü olarak- AB finansal piyasaları için önemli bir değişime yol açmıştır. Getirilen kurallarla, finansal araçların nasıl ve ne zaman alınıp satıldığının şeffaf şekilde belirli ve tespit edilebilir olmasına çalışılmıştır. Düzenlemeleri hazırlayan AB organları, getirilen kurallar sayesinde piyasalarda daha rekabetçi ve şeffaf bir yatırım ortamının oluşturulacağını ileri sürmüştür.

MiFID 2, pek çok borsa ve farklı işlem platformunun mevcut olduğu AB iç piyasasının şartlarına göre, üyeleri birçok devletten oluşan bir topluluk için tek kural kitabı olmak üzere tasarlanmıştır. Bu anlamda Yönerge'deki düzenlemelerin kapsayıcı mahiyeti ön plandadır. Mevzuatımız ise ülkemize özgü koşullar ve yapısal unsurlar (ülkemizde tek bir borsanın olması gibi...) dikkate alınarak hazırlanmış Kanun ve onu tamamlayan ikincil düzenlemelerden oluşmaktadır. Bu itibarla mukayese edilen iki sisteme ait kuralların birebir örtüşmesi beklenmemelidir. Bu anlamda Yönerge'nin ülkemiz bakımından uygulanabilir olmayan ya da uygulanması sınırlı pek çok hükmü olduğu söylenebilir.

Yönerge hükümlerinin sınır ötesinde uygulanması bilhassa üçüncü ülke eşdeğerlik kararı ile gündeme gelecektir. Türkiye'deki yatırım kuruluşlarının eşdeğerlik şartlarını sağlayabilmesi için, mevzuat uyumluluğu önem arz etmektedir. Bu kapsamda SerPK hükümleri ve yatırım kuruluşlarının faaliyet esasları ile belge kayıt düzeni hakkındaki Tebliğ hükümleri önem kazanmaktadır.

Değerlendirme sonucumuza göre, mülga Yönerge ile büyük ölçüde uyumlu olacak şekilde tasarlanan yatırım hizmetleri ve yatırım kuruluşlarına ilişkin

mevzuatımızın, MiFID 2'deki gereklilikler konusunda da geri planda olmadığı söylenebilir. Yönerge'nin temel felsefesi olan şeffaflık ve yatırımcının korunması, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, bu bağlamda en iyi icra kuralı ve buna uyulup uyulmadığını denetlemek üzere tüm işlem kayıtlarının saklanması, çıkar çatışması hâllerinde yapılacaklar gibi birçok konu mevzuatımızda düzenlenmiş durumdadır.

Mevzuatımızda karşılığı bulunmayan düzenlemeler oldukça sınırlıdır ve detaylara ilişkindir (araştırma ücretlerinin ayrıştırılması, yatırım danışmanlığının bağımsız icra edilmesi hâlinde uyulacak kurallar, doğrudan elektronik erişim gibi…). Türkiye'deki finansal araçlara yatırımı olan, AB'de yerleşik çok sayıda kurumsal yatırımcı vardır. Yönerge ile birlikte bu yatırımcıların ticari yaklaşım ve davranışlarında farklılıklar gözlenebilir. Türkiye'deki yatırım kuruluşları ve ihraççılar MiFID 2 düzenlemelerine doğrudan tabi olmasalar bile, dolaylı olarak bundan etkileneceklerdir. Bu bağlamda, yeni çerçeveye uyum sağlanmasının, rekabette avantaj sağlayabileceği söylenmelidir.