

AB FİNANSAL ARAÇ PİYASALARI YÖNERGESİ VE YÖNERGENİN YATIRIMCI-YATIRIM ŞİRKETİ ARASINDAKİ İLİŞKİYE ETKİLERİ

Nusret ÇETİN*, H. Ebru TÖREMİŞ**

Özet

Finansal Araç Piyasaları Yönergesi, Avrupa Birliği'nde yatırım hizmetlerinin sunulmasına ilişkin kuralların uyumlaştırılmasını amaçlamaktadır. Yönerge, yatırım şirketlerinin yetkilendirilmesi, faaliyetin yürütülmesine ilişkin kurallar ve çok taraflı işlem platformları için tek pasaport ilkesi de dâhil olmak üzere birçok konuda yeni ve detaylı kurallar öngörmektedir. Yatırımcıların korunması bağlamında, yatırım şirketleri için faaliyetin yürütülmesine ilişkin kurallar Yönerge ve ikincil seviye düzenlemeler ile detaylandırılmıştır. Ancak, bu kuralların, temelde özel hukuk tarafından idare edilen yatırım şirketi-müşteri ilişkisine herhangi bir etkisi olup olmayacağı Yönerge'de açıkça belirlenmemiştir. Bununla birlikte, faaliyetin yürütülmesine ilişkin kuralların amacı sözleşme taraflarının temel hak ve borçlarını belirlemek olduğundan, yatırım şirketi-müşteri ilişkisinin temelde düzenleyici otoriteler tarafından çıkarılan bu kurallar tarafından yönetileceğini iddia etmek yanlış olmayacaktır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Araç Piyasaları Yönergesi, yatırımcı, yatırım şirketi, müşteri sınıflandırması, faaliyetin yürütülmesine ilişkin kurallar.

EU MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE AND THE EFFECTS OF THE DIRECTIVE TO THE RELATIONSHIPS BETWEEN INVESTORS AND INVESTOR FIRMS

Abstract

Markets in Financial Instruments Directive aims to harmonize the rules related to provision of investment services in the European Union. The Directive brings forward new and detailed rules regarding several issues including authorization of investment firms, conduct of business rules, and single passport for multilateral trading facilities. With respect to investor protection, conduct of business rules for investment firms are elaborated by the Directive and second level regulations. However, it is not clear in the Directive whether these rules will have any effect on the investment firm-client relationship which is generally governed by private law. Nevertheless, since the aim of conduct of business rules is to identify the basic rights and obligations of the contract parties, it will not be wrong to argue that the investment firm-client relationship will mainly be governed by these rules issued by the regulatory authorities.

Key Words: Markets in Financial Instruments Directive, investor, investment firm, client classification, conduct of business rules.

* Dr., Sermaye Piyasası Kurulu Başuzman Hukukçu

** Sermaye Piyasası Kurulu Uzman Hukukçu

GİRİŞ

Avrupa Birliği'nin (AB) rekabetçi bir yapıya kavuşma hedefindeki temel araçlarından biri, finansal hizmetlerin entegrasyonu yoluyla finansal hizmetler alanında tek Pazar yaratmaktır. Bu hedefe erişme yolunda, AB'de finansal araçlar ve hizmetlere ilişkin olarak 2004/39 EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi¹ (MiFID-Markets in Financial Instruments Directive, Yönerge) kapsamında düzenlemeler yapılmıştır.

Yönerge'nin finansal araçlar ve hizmetlere ilişkin olarak getirdiği birçok yeniliğin yanında, yatırım şirketlerinin faaliyetlerini yürütürken uymaları gereken kurallara (conduct of business rules)² ilişkin olarak getirdiği kapsamlı düzenlemeler büyük önemi haizdir. Söz konusu kurallar ile, yatırım şirketi ile müşterisi arasındaki ilişki belirli bir standarda kavuşturulmuş, yatırım şirketinin dürüst, adil ve profesyonel biçimde müşterilerinin çıkarlarına en uygun şekilde faaliyet yürütmesini sağlama konusunda üye devletlerin yetkilerini belirleyen ayrıntılı düzenlemeler öngörülmüştür. Bu kurallar, Yönerge'nin ana hedeflerinden olan yatırımcı korunmasının sağlanmasında temel taşı vazifesi görmektedir. Kuralların işlevleri, hizmet sağlayıcısının davranışlarını düzenlemek ve müşterilerinin yatırım şirketi ile müşteri arasındaki asimetrik bilgidен zarar görmelerini engellemektir.³

Bu çalışmanın amacı, anılan kurallar çerçevesinde, Yönerge'nin yatırımcılar ile yatırım şirketleri arasında sözleşmesel kurallarla belirlenen ilişkilere getirdiği yeni boyutun ortaya konulmasıdır.

Bu kapsamda çalışmada, öncelikle Finansal Araç Piyasaları Yönergesi'nin yürürlüğe konulmasında etkili olan hususlar irdelenecek, daha sonra MiFID kapsamında yatırım şirketleri ve yatırım faaliyetleri ana hatlarıyla tanıtılacak, bu suretle “conduct of business” kurallarının konusu ile muha-

¹ Yönerge'nin tam metni için bkz; http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Smernice_MiFID_pdf.pdf, Erişim Tarihi: 01.04.2010.

² 85/611 EEC sayılı AB Yönergesi'nin 6'ncı maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca, bu kuralların çoğu sadece yatırım şirketlerine değil, birer yatırım hizmeti sunmaları veya yatırım faaliyeti yürütmeleri şartıyla kredi kuruluşlarına da uygulanabilmekle birlikte, çalışmanın konusu kapsamında söz konusu kurallara tabi kurum ve kuruluşlar bakımından yatırım şirketi ifadesi kullanılacaktır.

³ KRUTHOF, M., GERVEN, W., “A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Hukuk Fakültesi ve Society of European Contract Law'un işbirliğiyle, 11-12 Haziran 2010 tarihlerinde, İstanbul Bilgi Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nde düzenlenmiş olan “Sözleşmenin Riskleri: Finansal Kriz, Finansal Hizmetler ve Avrupa Sözleşme Hukuku” başlıklı konferansta sunulmuştur.

tapları belirlenecektir. Bunun yanı sıra, yatırım şirketlerinin faaliyetlerin yürütülmesi sırasında uymaları gereken kurallara ve bunun özelinde yatırım şirketlerinin müşteriye en uygun koşullarda emir gerçekleştirme yükümlülüğüne ilişkin Yönerge hükümleri irdelenecektir. Son olarak, getirilen bu yeni düzen hükümlerinin yatırımcılar ile yatırım şirketi arasındaki ilişkiye etkileri irdelenecektir.

II. FİNANSAL ARAÇ PİYASALARI YÖNERGESİ

A. MiFID'e İhtiyaç Duyulmasının Nedenleri

Finansal Araç Piyasaları Yönergesi öncesinde, Avrupa Birliği'nin yatırım hizmetlerine ilişkin düzenlemesi, 10 Mayıs 1993'te yürürlüğe giren 1993/22/EEC sayılı Menkul Kıymetler Alanında Yatırım Hizmetlerine İlişkin Konsey Yönergesidir⁴ (Investment Services Directive In The Securities Field-ISD).

ISD, yatırım şirketleri olarak anılan kuruluşların, sınır ötesi bir biçimde, kurulduğu ülkenin yetkili otoritesinden aldığı izinle, başka bir üye devlet otoritesinin yetkilendirmesine ihtiyaç duymaksızın ve fakat o üye devletin kurallarına tabi olmak üzere belirli finansal hizmetleri görebilmelerine ve şube açabilmelerine imkân sağlayacak bir düzenleme çerçevesi belirlemiştir. Bu nedenle, ISD rejiminde, sınır aşırı hizmet sunan yatırım şirketleri, söz konusu faaliyeti gerçekleştirdikleri üye devlette (host member state) geçerli olan faaliyet kurallarına tabi kılınmıştır. Dolayısıyla, Avrupa genelinde yatırım hizmeti sunan bir yatırım şirketi, çoğu kez birbiriyle tutarsız olan farklı kurullarla karşı karşıya kalmıştır.⁵ ISD, yatırım şirketlerinin organizasyonel yükümlülüklerine, yetkilendirme ve faaliyet koşullarına, faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında uyulması gereken kurallara ilişkin olarak minimum standartlar geliştirmiş olmakla birlikte, bu asgari uyumlaştırma yöntemi yatırımcıların korunması ve yatırım şirketlerinin faaliyetlerini yürütürken uymaları gereken kurullar noktasında üye devletlerin farklı uygulamalar benimsemesine yol açmıştır.⁶ Bu haliyle ISD, yatırım şirketlerinin faaliyetlerini yürütürken uymaları gereken kurullar özelinde de gerçek anlamda üye ülkelerin mevzuatları arasında uyumlaştırma sağlamaktan uzak bir uygulama ortaya çıkarmıştır.⁷

⁴ Yönerge, 2002/87/AT sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Yönergesi ile son kez değiştirilmiştir (RG L 35, 11.2.2003, s.1)

⁵ PENN, Bob, Markets in Financial Instruments Directive: An Introduction, Journal of International Banking and Financial Law, (Introduction) 2006, s. 2.

⁶ PENN, Introduction, s. 1.; Moloney, Niamh: EC Securities Regulation, (OUP, 2008), s. 353-354.

⁷ KRUIHOF, GERVEN, s. 2.

MiFID, bu olumsuz sonuçların doğmasını bertaraf etmek amacıyla, yatırım şirketlerinin, faaliyet gösterecekleri üye devletin mevzuatına uyma yükümlülüklerini ortadan kaldırarak, bunları yalnızca kuruldukları veya merkezlerinin bulunduğu ülkedeki düzenlemelere uymakla yükümlü kılmıştır. Bu kapsamda değerlendirildiğinde, ISD'nin sağlayamadığı “harmonize olmuş Avrupa uygulaması”nın MiFID'in yürürlüğe konulmasında en önemli itici gücü oynadığını söylemek yanlış olmayacaktır. Bunun yanı sıra, ISD'nin yürürlüğe girdiği tarihten sonra piyasalardaki gelişmelerin, özellikle alternatif işlem sistemlerin gelişmesinin ve yeni türev araçların ortaya çıkmasının, MiFID'e duyulan ihtiyacı artırdığının da belirtilmesi gerekmektedir.⁸

ISD'nin MiFID ile değiştirilmesinin temel gerekçeleri, MiFID'in resital bölümünde Yönerge'nin kabul nedenleri belirtilirken şöyle ifade edilmiştir: “Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetlerine İlişkin 10 Mayıs 1993 tarih ve 93/22/AET sayılı Konsey Yönergesi orijin üye devlet tarafından yetkilendirilen ve denetlenen yatırım şirketlerinin ve bankaların, diğer üye devletlerde belirli hizmetleri sunmaları veya şube kurmalarının koşullarını oluşturmayı öngörmektedir. Bu hedef doğrultusunda söz konusu Yönerge, faaliyetin yürütülmesi sırasında uyulacak kuralları da içeren yatırım şirketlerinin ilk yetkilendirme ve faaliyet koşullarının uyumlaştırılmasını amaçlamaktadır. Aynı zamanda düzenlenmiş piyasaların işleyişini belirleyen bazı koşulların uyumlaştırılmasını da temin etmektedir. Son yıllarda daha fazla sayıda yatırımcı finansal piyasalarda aktif rol oynamakta ve daha karmaşık ve geniş kapsamlı hizmetler ve araçlar sunulmaktadır. Bu gelişmeler ışığında, Topluluğun hukuki çerçevesinin yatırımcıya yönelik faaliyetlerin tamamını içermesi ve yatırımcılara yüksek seviyede bir koruma sağlayacak ve yatırım şirketlerinin, Tek Pazar olan, Topluluk içinde orijin üye devletlerin denetiminde hizmet verebilmelerine izin verecek bir derecede uyumlaştırmanın sağlanması gerekli olduğundan; 93/22/AET sayılı Yönerge'nin yeni Yönergeyle değiştirilmesi” gerekmektedir.⁹

Bu gerekçelerle AB, finansal piyasalarda bütünleşme ve uygulama birliğini sağlama gayesiyle ve Finansal Hizmetler Eylem Planında (FSAP) öngörülen temel hedefler için kilit rol oynamak üzere¹⁰, 2004/39 EC sayılı Finan-

⁸ PENN, Bob, Markets in Financial Instruments Directive: Changes to the Scope of Regulation, Journal of International Banking and Financial Law, (Changes) 2006, s. 3.

⁹ Yönerge, Resital, Paragraf 1-2.

¹⁰ PENN, Introduction, s. 1.; Bu bağlamda, MiFID'in, FSAP'in leviathan'ı olduğu ifade edil-

AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi

sal Araç Piyasaları Yönergesi'ni 30 Nisan 2004 tarihinde kabul ederek 1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe koymuştur. Söz konusu Yönerge'ye paralel olarak, ikincil seviyede, 10.08.2006 tarih ve 1287/2006 sayılı Tüzük¹¹ ile aynı tarih ve 2006/73/EC sayılı Yönerge¹² de yürürlüğe konulmuştur. 2004/39/EC sayılı Yönerge üye devletlerce uygulanacak ana kuralları belirlerken, 1287/2006 sayılı Tüzük, yatırım şirketlerine yönelik işlem raporlama kurallarını, emir ve işlemlere ilişkin kayıt tutma yükümlülüklerini, piyasa şeffaflığı kuralları ile finansal araçların kotasyonunu; 2006/73/EC sayılı Yönerge ise yatırım şirketlerine yönelik organizasyonel yükümlülükler ile faaliyet koşullarını düzenlemektedir. Bu kapsamda değerlendirildiğinde, MiFID ve akabinde yürürlüğe konulan ikincil seviyedeki düzenlemelerin, Lamfalussy modeli¹³ olarak adlandırılan düzenleme tekniği ile üretilmiş olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, sistemin ana hatları ve esaslı hükümler birinci seviye düzenleme olarak anılan MiFID ile düzenlenmiş, MiFID'in belirlediği bu genel çerçeve ikinci seviye düzenleme olarak anılan 1287/2006 sayılı Tüzük ve 2006/73/EC sayılı Yönerge ile detaylandırılmış ve özelleştirilmiştir.¹⁴

MiFID'in getirdiği temel değişiklikler, menkul kıymetlerin ticaretinde "best execution", müşteri sınıflandırmaları, raporlamalar da dâhil olmak üzere faaliyetin yürütülmesine ilişkin kuralların uyumlaştırılması, yatırım şirketlerinin iç yönetimine ilişkin kurallar, ISD'nin yoğunlaşma kurallarının kaldırılması, çok taraflı işlem platformları (Multilateral Trading Facilities-MTF) için Avrupa pasaportu uygulaması ve tek pasaport rejiminin kapsamının genişletilmesi olarak sıralanabilir.¹⁵

MiFID kapsamındaki yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin yatırım şirketleri tarafından yerine getirilebileceği düzenlenmiştir. Bu bağlamda MiFID, yatırım şirketlerinin ve yatırım hizmetlerinin düzenlenmesinde, "kuruma da-

mektedir. Bkz. Moloney, s. 356.

¹¹ Tüzüğün tam metni için bkz.; http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Narizeni_Evropske_komise_1287-2006_pdf.pdf, Erişim Tarihi: 12.08.2010.

¹² Yönerge'nin tam metni için bkz.; http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Provadeci_smernice_2006-73-EC_pdf.pdf, Erişim Tarihi: 12.08.2010.

¹³ Lamfalussy modeline ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz.; GREAVES, Rosa, "The Lamfalussy Legislative Model: A New Era For The EC Securities and Investment Services Regime", <http://www.jstor.org/pss/3663121>, Erişim Tarihi: 12.08.2010.

¹⁴ KRUIHOF, GERVEN, s. 4.; Moloney, s. 356-357.

¹⁵ CASEY, Jean-Pierre, LANNOO, Karel, The MiFID Revolution, ECMI Policy Brief, No. 3/ November, 2006, s. 5.

yalı” yaklaşım yerine “işleve dayalı” yaklaşımı tercih etmiştir. Bunun sonucu olarak, öngörülen düzenlemeler, hizmeti sunan yatırım aracısının hukuki statüsüne (örneğin banka veya yatırım şirketi olmasına) bağlı olmaksızın yatırım hizmetlerinin sunulmasında uygulama alanı bulacaktır.¹⁶ Yönerge’nin yatırımcılarla yatırım şirketleri arasındaki ilişkiye etkisine ilişkin açıklamalarını hemen öncesinde, MiFID’in uygulanması kapsamında yatırım hizmeti, yatırım şirketi ve müşteri kavramlarının irdelenmesinde fayda görülmektedir.

B. MiFID Kapsamında Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri

MiFID kapsamındaki yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin neler olduğunun belirlenmesi, Yönerge’nin uygulama kapsamının belirlenmesi açısından önem taşıdığı gibi, aşağıda da vurgulanacağı üzere yatırım şirketinin tanımı açısından da önem taşımaktadır. MiFID’in “Tanımlar” kenar başlıklı 4’üncü maddesinin birinci fıkrasının ikinci bendinde “yatırım hizmetleri ve faaliyetleri”, Ek I Bölüm C’de listelenmiş olan araçlardan herhangi biriyle ilişkili olarak Ek I Bölüm A’da listelenen hizmetler ve faaliyetlerin sunumu; aynı fıkranın üçüncü bendinde “yardımcı hizmetler” ise Ek I Bölüm B’de listelenen hizmetlerden herhangi biri olarak tanımlanmıştır. Buna göre; MiFID uyarınca finansal piyasalarda yürütülebilecek faaliyetler yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yardımcı faaliyetler olarak iki gruba ayrılmaktadır.

Yönerge’nin (I) numaralı ekinin (A) bölümünde yatırım hizmetleri ve faaliyetleri sekiz bent halinde sayılmış olup, bunlar;

(1) Finansal araçlarla¹⁷ ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi

¹⁶ Moloney, s. 396-397.

¹⁷ Yönerge kapsamına alınan finansal araçlar; devredilebilir menkul kıymetler; para piyasası araçları; kolektif yatırım kuruluşlarının katılma belgeleri; menkul kıymet, yabancı para, faiz oranı ya da getiriye veya diğer türev araçlar, finansal göstergeler veya finansal ölçülere dayalı, fiziksel veya nakdi olarak uzlaşması yapılabilen, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap, vadeli oran/fiyat anlaşmaları ve diğer türev araç sözleşmeleri, (temerrüt sebebinden ya da diğer fesih halleri dışında) nakdi olarak uzlaşma yapılması gereken veya taraflardan birinin seçimi üzerine nakdi olarak uzlaşması yapılabilen, mala dayalı, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap, vadeli oran/fiyat anlaşmaları ve diğer türev araç sözleşmeleri, düzenlenmiş bir piyasada ve/veya MTF’de işlem görmesi kaydıyla, fiziki uzlaşması yapılabilen, mala dayalı, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap ve diğer türev araç sözleşmeleri; yukarıda belirtilmeyen fiziki olarak takas edilebilen ve ticari amaçlı olmayan, diğer hususlar yanında kabul görmüş takas kurumlarınca takas edildiği ya da düzenli teminat tamamlama çağrılarında tabi olduğu hususları dikkate alınarak diğer finansal türev araçların özelliklerine sahip olan, mala dayalı, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap, vadeli işlemler ve diğer türev araç sözleşmeleri, kredi riskinin transferine yönelik türev araçlar; finansal fark sözleşmeleri, temerrüt sebebinden ya da diğer fesih halleri dışında nakdi olarak uzlaşma yapılması gereken veya taraflardan birinin seçimi üzerine nakdi olarak uzlaşması yapılabilen, iklim değişikle-

AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi

- (2) Müşterilerin namına emirlerin gerçekleştirilmesi
- (3) Kendi hesabına işlem yapılması
- (4) Portföy yönetimi
- (5) Yatırım tavsiyesi
- (6) Finansal araçlarda aracılık yüklenimi ve/veya finansal araçların satın alma taahhüdünde bulunularak satılması
- (7) Finansal araçların satın alma taahhüdünde bulunulmaksızın satılması
- (8) Çok taraflı işlem sistemlerinin (multilateral trading facilities, MTFs) işletilmesidir.¹⁸

Yönerge'nin (I) numaralı ekinin (B) bölümünde ise yedi bent halinde yardımcı hizmetler düzenlenmiş olup, bunlar;

- (1) Emaneten saklama ve nakit veya teminat yönetimi gibi hizmetler dâhil olmak üzere, müşterilerin hesabına finansal araçların saklanması ve yönetimi;
- (2) Yatırım şirketinin de işlemlere dâhil olduğu durumlarda, bir veya birden çok finansal araç üzerinde işlem yapabilmesine imkân tanımak üzere yatırımcılara kredi ya da ödünç vermek;
- (3) Kuruluşlara sermaye yapıları, endüstriyel stratejileri ve ilgili hususlarda tavsiyelerde bulunmak ve kuruluşların birleşmesi ve satın alınması ile ilgili tavsiye ve hizmet sunmak;
- (4) Yatırım hizmetleri sunulması ile bağlantılı döviz hizmetleri;
- (5) Finansal araçlardaki işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz ya da diğer genel tavsiye biçimleri;
- (6) Aracılık yüklenimi ile ilgili hizmetler;
- (7) Yatırım hizmetleri ya da yardımcı hizmetlerin sunulması ile bağlantılı

ri, nakliye ücretleri, emisyon ödenekleri veya enflasyon oranları veya diğer resmi ekonomik istatistiklere dayalı, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap, vadeli oran/fiyat anlaşmaları ve diğer türev araç sözleşmeleri ile diğer hususlar yanında düzenlenmiş bir piyasada veya MTF'de işlem gördüğü, kabul görmüş takas kurumlarınca takas edildiği ya da düzenli teminat tamamlama çağrılarında tabi olduğu hususları dikkate alınarak diğer finansal türev araçların özelliklerine sahip olan, bu Bölümde belirtilmeyen varlığa, haklara, yükümlülüklerle, göstergelere veya ölçülere dayalı diğer türev araç sözleşmeleri olarak belirlenmiştir. Bkz. Yönerge, Ek I, Bölüm C.

¹⁸ MiFID, ISD'den farklı olarak alternatif işlem kanallarından olan MTF'lerin işletilmesini ve yatırım tavsiyelerinde bulunulmasını esas faaliyetler içinde değerlendirerek, yeni yatırım faaliyeti olarak tanımlamış ve düzenleme kapsamına almıştır.

oldukları durumlarda, bölüm C 5, 6, 7 ve 10 kapsamında türev araçların dayanak varlıklarına ilişkin Ek I Bölüm A veya B kapsamındaki türden yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yardımcı hizmetlerdir.

C. MiFID Kapsamında Yatırım Şirketleri

1. Tanımı ve kapsamı

MiFID kapsamında yukarıda belirtilen yatırım hizmetleri ve faaliyetleri, yatırım şirketleri tarafından yerine getirilebilmektedir.

Yönerge'nin "Tanımlar" kenar başlıklı 4'üncü maddesinin birinci fıkrasının (1) numaralı bendinde "Yatırım şirketi", düzenli uğraşı ya da işi profesyonel esaslarla üçüncü kişilere yatırım hizmeti sunmak ve/veya yatırım faaliyeti icra etmek olan tüzel kişiler olarak tanımlanmıştır. Aynı bent uyarınca, üye devletler, hukuki statüleri üçüncü kişilerin çıkarlarına tüzel kişilerin sağladığına denk bir koruma sağlıyorsa ve hukuki durumlarına uygun bir ihtiyatlılık denetimine tabi iseler tüzel kişiliği olmayan firmaları da yatırım şirketi tanımını içine dâhil edebilmektedir.¹⁹

Anılan bendin devamında, bir gerçek kişinin üçüncü kişilerin fonlarını ya da devredilebilir menkul kıymetlerini elde tutmayı içeren hizmetler sunması ve aşağıdaki koşullara uyması halinde Yönerge'nin amaçları doğrultusunda yatırım şirketi olarak nitelendirilebileceği hüküm altına alınmıştır. Söz konusu hükümde bahsi geçen şartlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

a) Üçüncü kişilerin finansal araçlardaki ve fonlardaki mülkiyet hakları, özellikle şirketin ya da sahiplerinin iflasına, müsaderesine, takasa ya da şirketin veya sahiplerinin alacaklılarının diğer eylemlerine karşı korunmalıdır.

b) Şirket, şirketin ve ortaklarının ödeme gücünü izlemek üzere belirlenmiş kurallara tabi olmalıdır.

c) Şirketin yıllık hesapları, ulusal hukuk düzenlemeleri uyarınca hesapları incelemeye yetkilendirilmiş bir ya da birden fazla kişi tarafından denetlenmelidir.

d) Şirketin tek sahibinin olduğu durumlarda, bu kişinin ölümü, iş göremezliği ya da benzer başka bir olay sonucunda şirketin işlerine ara vermesi durumunda yatırımcıları korumak amacıyla gerekli tedbirler alınmalıdır.²⁰

¹⁹ Yönerge, md. 4/1-1.

²⁰ Yönerge, md. 4/1-1. Moloney, s. 398.

2. Yetkilendirilme koşulları ve tek pasaport ilkesi

Yatırım şirketlerinin yetkilendirilme koşulları, Yönerge'nin "Yatırım Şirketlerinin Yetkilendirilme ve İşletme Şartları" başlıklı II numaralı başlığı altında "Yetkilendirme Koşulları ve Usulleri" kenar başlıklı birinci bölümde düzenlenmiştir. Buna göre, her üye devlet yatırım hizmetlerinin ya da faaliyetlerinin icrasını ön izne tabi tutabilmekte ve böyle bir yetkilendirme orijin üye devlet²¹ yetkili otoritesince verilmektedir.²²

Yatırım şirketlerinin yetkilendirilmesi bir veya daha fazla yatırım hizmeti için söz konusu olmakta, bu yetkilendirmeye birlikte bir veya birden fazla yan hizmet de kapsama alınabilmektedir. Buna göre, MiFID kapsamında yalnızca yan hizmetleri kapsayan bir yetkilendirme verilememektedir.²³ Bir başka deyişle; yan hizmetleri sunan şirketler eğer yatırım hizmetleri ya da faaliyetlerinden birini sunmak için de yetki alırlarsa ancak o zaman MiFID kapsamında değerlendirilirler ve MiFID düzenlemelerine uymakla yükümlü olurlar.

Yetkilendirme, tüm Avrupa Topluluğu içinde geçerlidir. Buna göre, bir kez yetkilendirilen yatırım şirketi, Topluluk çapında şube açabilir ya da hizmetlerin serbest dolaşımı yoluyla sınır ötesinde yetkili olduğu hizmetleri sunabilir veya faaliyetleri icra edebilir.²⁴ Yönerge'nin sağladığı bu imkân tek pasaport ilkesi adıyla anılır.²⁵

3. Faaliyet şartları

Yatırım şirketlerinin faaliyet şartlarına ilişkin genel hükümler, Yönerge'nin 16-18'inci maddeleri arasında düzenlenmiştir. Buna göre Yöner-

²¹ Yönerge'ye göre orijin üye devlet"; yatırım şirketleri için; şirketin gerçek kişi şirketi olması durumunda genel merkezinin bulunduğu devlet, şirketin tüzel kişi olması durumunda kayıtlı ofisinin olduğu devlet veya tüzel kişinin ulusal kanunlarına göre kayıtlı ofis şartı olmaması durumunda şirketin merkezinin bulunduğu devlettir. Düzenlenmiş piyasalar için ise; kayıtlı ofisin bulunduğu devlet veya düzenlenmiş piyasanın bulunduğu ülkenin kanunlarına göre kayıtlı ofis şartı olmaması durumunda genel merkezin olduğu devlettir. Yönerge, md. 4/20. Ev sahibi üye devlet" ise yatırım şirketinin orijin üye devlet dışında şubesinin olduğu veya hizmet verdiği devlettir. Ayrıca uzaktan erişimli üyeler veya katılımcılar için gerekli ayarlamaları yaparak, bu katılımcıların işlem yapmalarını kolaylaştıran düzenlenmiş piyasanın bulunduğu devlet de ev sahibi üye devlet sayılmaktadır. Yönerge, md. 4/21.

²² Yönerge, md. 5/1.

²³ Yönerge, md. 6/1.

²⁴ Yönerge, md.6/3.

²⁵ Moloney, s. 392.

ge, başlangıçtaki yetkilendirme için sağlanması gerekli koşulların düzenli olarak gözden geçirilmesine, yatırım şirketlerinin faaliyetlerinin sürekli olarak izlenmesine ve denetlenmesine, üye devletlerin yatırım şirketlerinin, yöneticileri, çalışanları ve acenteleri ya da kontrolü altındaki doğrudan ya da dolaylı olarak bağlantılı kişiler de dâhil olmak üzere, kendi çıkarları ile müşterilerinin çıkarları arasında ya da bir müşteri ile diğer bir müşteri arasında bir yatırım hizmeti veya yardımcı hizmetin sunulmasından ya da bunların birleşiminden doğan çıkar çatışmalarını belirlemek için gerekli tüm tedbirleri almalarına ilişkin düzenlemeler öngörmektedir.

D. MiFID Kapsamında Müşteri Sınıflandırması

MiFID'in selefi ISD, yatırım şirketlerinin faaliyetlerin yürütülmesi sırasında uymaları gereken kuralların bireysel ve profesyonel yatırımcılar arasındaki fark gözetilerek belirlenmesi gerektiğini hüküm altına almış olmakla birlikte, müşterilerin sınıflandırılmasına ilişkin herhangi bir kural ihtiva etmediğinden, üye devletlerin bu hususta farklı düzenlemeler benimsemesine neden olmuştur.²⁶ ISD'deki bu belirsizlik MiFID düzenlemesinde dikkate alınmıştır.

MiFID anlamında yatırımcı ile yatırım şirketi arasındaki ilişkinin ortaya konulabilmesi için MiFID'in "Tanımlar" kenar başlıklı 4'üncü maddesinde tanımlanan müşteri ve müşteri sınıflandırmalarının anlaşılması gerekmektedir. Zira, MiFID uyarınca yatırım şirketlerinin yükümlülükleri müşteri türüne göre değişebilmekte, yatırım şirketleri sundukları yatırım hizmetine karşılık gelen uygulamaları müşteri sınıflandırmasına göre farklılaştırabilmektedir. Buna paralel olarak MiFID, müşterilere, buldukları sınıflara göre farklı koruma seviyeleri sağlamaktadır.²⁷

MiFID'in 4'üncü maddesi uyarınca müşteri; yatırım kuruluşlarının yatırım hizmetleri ve/veya yardımcı hizmetler sundukları tüm gerçek ve tüzel kişiler olarak tanımlanmıştır. Yönerge, müşterileri, profesyonel müşteriler, bireysel müşteriler ve uygun karşı taraf (eligible counterparty) olmak üzere üçlü bir yapılanma dâhilinde düzenlemektedir.

²⁶ Bu bağlamda, örneğin, İngiltere, farklı müşteri kategorileri ve bunların her biri için farklı seviyede koruma öngörürken, Belçika konuya ilişkin herhangi bir farklılaşma yaratmamıştır. KRUIHOF, GERVEN, s. 7.

²⁷ PENN, Bob, Markets in Financial Instruments Directive: Conduct of Business, Journal of International Banking and Financial Law (Conduct of Business), 1 January 2007, s. 4.

AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi

Yönerge uyarınca profesyonel müşteri; Ek II de belirtilen kategorilere dâhil olan ve kendi yatırım kararlarını bilgi, deneyim ve uzmanlığa sahip olarak alan ve bunlardan doğacak riskleri değerlendirebilen müşterileri ifade etmek üzere kullanılmıştır. MiFID temelde, profesyonel müşteri olduğu kabul edilenler (kendiliğinden profesyoneller) ve kendi talepleri doğrultusunda profesyonel olarak nitelendirilenler (seçilmiş profesyoneller) olmak üzere iki tür profesyonel müşteri belirlemiştir.²⁸ İlk kategoride yer alan kendiliğinden profesyonellerin kapsamı dörtlü bir ayırım ile belirlenmiştir. Buna göre, Yönerge'nin II nolu eki çerçevesinde aşağıda sayılan kişi ve kurumlar tüm yatırım hizmetleri, faaliyetleri ve finansal araçlar bakımından profesyonel müşteri olarak kabul edilmektedir.

1- Mali piyasalarda faaliyet göstermek için yetkilendirilmesi ya da düzenlenmesi gerekli olan kuruluşlar: Bu kuruluşlara ilişkin Yönerge'de verilen liste, bir üye devlet tarafından Yönerge'ye dayanılarak veya dayanılmaksızın yetkilendirilen kuruluşları veya üye olmayan devletlerce yetkilendirilen veya düzenlenen kuruluşları kapsamaktadır. Buna göre; söz konusu kuruluşlar, kredi kurumları, yatırım firmaları, faaliyet göstermek için yetkilendirilmiş ya da düzenlenmiş diğer finansal kurumlar, sigorta şirketleri, kolektif yatırım fonları ve bu fonların yönetim şirketleri, emeklilik fonları ve bu fonların yönetim şirketleri, emtia ve emtia türevleri satıcıları, yereller ve diğer kurumsal yatırımcılar olarak sıralanabilir.

2- Şirket bazında aktif büyüklüğü 20 000 000 Euro'ya eşit veya daha büyük olma, net cirosu 40 000 000 Euro'ya eşit veya daha büyük olma, ödenmiş sermayesi 2 000 000 Euro'ya eşit veya daha büyük olma kriterlerinden en az ikisini bir arada sağlayan kuruluşlar.

3- Ulusal ve bölgesel hükümetler, kamu borcunu idare eden kamusal organlar; Merkez Bankaları, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), Avrupa Merkez Bankası, Avrupa Yatırım Bankası ve bunlara benzer diğer uluslar arası ve uluslar üstü kurumlar ve örgütler.

4- Varlıkların menkul kıymetleştirilmesi ve diğer mali işlemlerle uğraşan kuruluşlar da dâhil olmak üzere esas faaliyeti finansal araçlara yatırım yapmak olan diğer kurumsal yatırımcılar.

²⁸ Moloney, s. 596-597; KRUIHOF, GERVEN, s. 11.

Yukarıda sayılan kişi ve kurumlar profesyonel müşteri olarak sayılmakla birlikte, bunlar profesyonel statüsünde değerlendirilmemeyi ve daha yüksek düzeyde koruma hükümlerine tabi olmayı talep edebileceklerdir. Bunun yanı sıra, bu dört kategori kapsamında yer almayan diğer yatırımcılar da, talepleri üzerine, Yönerge’de belirlenen çeşitli kriterlere bağlı olarak profesyonel müşteri sınıfına dâhil edilebilirler. Bu halde anılan müşteriler, seçilmiş profesyoneller olarak değerlendirilirler ve bunun sonucu olarak, MiFID’in yatırım şirketlerini uymakla yükümlü kıldığı kuralların ancak bir kısmından yararlanma imkânına sahip olurlar.²⁹

Yönerge kapsamında bireysel müşteri tanımı da profesyonel müşteri kavramı kullanılarak yapılmış olup, Yönerge’nin 4’üncü maddesinde profesyonel müşteri olmayan müşteriler bireysel müşteri olarak anılmıştır. Buna göre bireysel müşteriler, finansal kuruluş ya da kamu kurumu olmayan tüm gerçek ve tüzel kişileri, küçük ve orta büyüklükte teşebbüsleri kapsamaktadır.³⁰

Yönerge’de düzenlenen son müşteri kategorisi olan uygun karşı taraf ise yatırım kuruluşlarının sermaye piyasalarında işlem gerçekleştirebileceği seçilmeye ehil karşı tarafları ifade etmektedir. Yönerge uyarınca, yatırım şirketleri, kredi kurumları, UCITS ve bunların yönetim şirketleri, emeklilik fonları ve bunların yönetim şirketleri, Topluluk mevzuatı ya da üye devletlerin ulusal hukuklarınca yetkilendirilmiş ya da düzenlenmiş diğer her türlü finansal kurum, Yönerge hükümlerinden muaf tutulan bazı kuruluşlar, ulusal hükümetler ve hazineleri (ulusal hükümetlerin kamu borcuyla ilgilenen birimleri), merkez bankaları ve uluslar üstü örgütler (IMF, Dünya Bankası vb) ile üye devletlerin ihtiyarında olmak üzere, bu sayılanlara denk olup da Avrupa Ekonomik Topluluğu dışındaki kuruluşlar uygun karşı taraf olarak seçilebilecek kurum ve kuruluşlar arasında yer almaktadır.³¹

MiFID ile bu şekilde bir yatırımcı sınıflandırılması yapılmış olmasına rağmen, MiFID ve ikincil seviye düzenlemeler, bu yatırımcı sınıflandırılmasına karşılık gelecek şekilde her bir müşteri tipine uygulanacak kuralları farklılaştırarak listeleme şeklinde bir yaklaşımla belirlemek suretiyle düzenlememişlerdir.³² Ancak, Komisyon’un ikincil seviyede düzenleme yap-

²⁹ KRUIHOF, GERVEN, s. 12; Moloney, s. 597.

³⁰ KRUIHOF, GERVEN, s. 14.

³¹ PENN, Conduct of Business, s. 5.

³² MiFID’de müşteri sınıflandırmasının yarattığı farklılaşmaya ilişkin tek örnek müşteri emir-

masına yetki veren hüküm, bu uygulama kuralları belirlenirken müşterinin bireysel veya profesyonel olması hususunun dikkate alınması gerektiğini açıkça ifade etmektedir.³³

III. YATIRIM ŞİRKETLERİNİN FAALİYETLERİNİ YÜRÜTÜRKEN UYMALARI GEREKEN KURALLAR

A. Genel Olarak

Yatırım şirketlerinin faaliyetlerin yürütülmesi sırasında uymaları gereken kurallar esas itibarıyla yatırımcıların korunmasında kilit rol üstlenmektedir. Nitekim, MiFID'in ortaya atılmasındaki temel düşüncelerden biri de yatırım şirketlerinin faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında yerine getirmeleri gereken kuralları yeknesaklaştırma ihtiyacıdır.³⁴

Bu bağlamda, yatırımcı-yatırım şirketi ilişkisine yönelik en kapsamlı reform MiFID'in faaliyetin yürütülmesine ilişkin kurallar (conduct of business) rejimi (md. 19-22) ve ikincil seviyede çıkarılan Yönerge'deki hükümler (md. 27-50) ile gerçekleştirilmiştir. Bu yeni rejim, özellikle, daha güçlü bireysel piyasaların gelişimini teşvik etmek amacıyla sağlam bir yatırımcıyı koruma sistemi kurmak üzere tasarlanmıştır. Buna göre; MiFID'in faaliyetin yürütülmesine yönelik kurallar rejimi, temel bir yükümlülük olan adil, dürüst ve müşteri çıkarlarına uygun şekilde hareket etme yükümlülüğünü (md. 19/1), bilginin ve pazarlama sürecinde kamuyu aydınlatmanın dürüst, açık olmasına ve yanıltıcı olmamasına ilişkin yükümlülüğü (md. 19/2), yatırımcılara sağlanacak bilgiyi (md. 19/3), uygunluk kurallarını (md. 19/4-6), müşteri sözleşmesini (md. 19/7), müşteriye dönemsel raporlama yükümlülüğünü (md. 19/8), en iyi icra kuralını (md. 21) ve emir idaresi kurallarını (md. 22) kapsamaktadır.³⁵

lerini gerçekleştiren sistematik işleme sağlayıcıların yükümlülüklerine ilişkin 27'nci maddenin üçüncü fıkrasıdır. Buna ilave olarak, Yönerge'nin 24 üncü maddesinin birinci fıkrası uyarınca, Yönerge'nin faaliyetin yürütülmesine yönelik kurallarını ihtiva eden 19 uncu maddesi, müşteri emirlerinin en iyi şekilde icrasına ilişkin 21 inci maddesi ve müşteri emirlerinin idaresine ilişkin 22 nci maddesinin birinci fıkrası yatırım şirketlerinin uygun karşı tarafla işlem yaptığı veya bu işlemlere ilişkin yardımcı hizmetler sunduğu hallerde uygulama alanı bulamayacaktır. Bkz. PENN, Conduct of Business, s. 4.

³³ KRUIHOF, GERVEN, s. 16.

³⁴ PENN, Introduction, s. 4.

³⁵ MOLONEY, s. 591.

Yönerge'nin 19'uncu maddesinin ilk sekiz bendinde yatırım şirketlerinin yükümlülükleri genel olarak düzenlendikten sonra, dokuzuncu bentte bu yükümlülüklerle ilişkin muafiyet hükümlerine yer verilmiştir. Buna göre, bir yatırım hizmeti, eğer kredi kuruluşu ve tüketici kredisi ile ilgili müşterilerin risk değerlendirmesi ve/veya bilgi taleplerine ilişkin Topluluk mevzuatının diğer hükümlerine ya da ortak Avrupa standartlarına tabi ise, ayrıca 19'uncu maddede yer alan yükümlülüklerle tabi olmayacaktır.³⁶

Hizmetlerin bir başka yatırım şirketi aracılığı ile sunulması halinde yatırım şirketlerinin uymaları gereken kurallar da MiFID kapsamında düzenlenmiştir. Buna göre; müşterisi adına başka bir yatırım şirketi aracılığıyla yatırım hizmeti ya da yardımcı hizmet sunma talimatı almış bir yatırım şirketi, diğer şirket tarafından iletilen müşteri bilgisine güvenebilir. Bu halde, talimata aracılık eden yatırım şirketinin iletilen bilginin tam ve doğru olması konusundaki sorumluluğu devam etmektedir.³⁷ Aynı durum yatırım şirketlerinin sunduğu tavsiye ve danışmanlık hizmetleri gibi hizmetler bakımından da geçerlidir. Bir başka deyişle, müşterisi adına bu yolla hizmet sunma talimatı almış bir yatırım şirketi, diğer yatırım şirketi tarafından sunulan hizmet ya da işlemlere ilişkin tavsiyelere de güvenebilmekte, bu halde de yine talimatlara aracılık eden yatırım şirketi verilen tavsiyelerin müşteriye uygunluğu hususunda sorumlu olmaya devam etmektedir.³⁸ Nihayet, müşteri talimatlarını ya da emirlerini bir başka yatırım şirketi aracılığı ile alan yatırım şirketinin, bu bilgi ya da tavsiyeleri esas alarak gerçekleştirdiği hizmet ya da işlemlerden doğan sorumluluğu da devam etmektedir.³⁹

Bunun yanı sıra, MiFID'in 19/10. maddesi, Komisyonu, yatırımcı haklarının korunması ve 19 uncu maddenin yeknesak uygulanması çerçevesinde, şirketlerin maddede getirilen ilkelere uyumunu sağlayacak uygulama kurallarını belirleme konusunda yetkilendirmektedir. Bu kurallar belirlenirken, işlemlerin türü, amacı, büyüklüğü ve sıklığı gibi hususlar dikkate alınarak, mevcut veya potansiyel müşterilere önerilen ya da sunulan hizmetlerin, önerilen ya da dikkate alınan finansal araçların özellikleri ile mevcut veya potansiyel müşterilerin bireysel ya da profesyonel olup olmadıklarına bakılacaktır. Benzer bir yetkilendirme aynı zamanda en iyi icra kuralı ve emir idaresi ve sonuçlandırılması kuralları için de yapılmıştır.⁴⁰

³⁶ Yönerge, md. 19/9.

³⁷ Yönerge, md. 20/1.

³⁸ Yönerge, md. 20/2.

³⁹ Yönerge, md. 20/3.

⁴⁰ MOLONEY, s. 592.

AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi

Aşağıda söz konusu kuralların kapsamı, uygulama alanı ile hüküm ve sonuçları kısaca ele alınmıştır.

B. Temel Yükümlülük

MiFID'in 19'uncu maddesinin birinci fıkrası, yatırım şirketlerinin yatırım hizmeti sunarken dürüst, adil ve profesyonelce, müşteri çıkarlarına en uygun şekilde hareket etmelerini hükme bağlamaktadır. Bu temel yükümlülük, denetleyici otoritelere ve mahkemelere, yatırım şirketinin faaliyetlerini gözden geçirmek için bir ex-post mekanizma sağlamaktadır.⁴¹ Yatırım şirketlerinin yatırım hizmeti sunarken dürüst, adil ve profesyonelce, müşteri çıkarlarına en uygun şekilde hareket etme yükümlülükleri, MiFID tarafından yapılan müşteri sınıflandırılmasına bağlı olmaksızın, tüm yatırımcı kitlesi ile yapılan işlemlerde uygulama alanı bulmaktadır.⁴²

C. Bilgi Verme ve Aydınlatma Yükümlülüğü

Bilgi verme ve aydınlatma yükümlülüğü, MiFID'in yatırımcının korunması yaklaşımının önemli ayaklarından birini oluşturmaktadır. Bu çerçevede, Yönerge'nin 19'uncu maddesinde pazarlama, sözleşme öncesi ve sözleşme sırasındaki bilgilendirme yükümlülüğü hükme bağlanmıştır. Buna ilave olarak, Yönerge'nin 21 ve 22'nci maddelerinde ise emirlerin yerine getirilmesi esnasındaki bilgilendirme yükümlülüğü düzenlenmektedir.

Yatırım şirketlerinin bilgi verme yükümlülükleri iki temel amaçtan hareketle düzenlenmektedir. Bunlardan ilki, yatırım şirketlerinin sahip oldukları özellikler, bilgiyi elde etme ve üretme konusunda kendilerine bir avantaj sağlamak olduğundan, yatırım şirketlerine bilgi verme yükümlülüğü yüklenmesinin, yatırımcıların bu bilgileri kendilerinin elde etmesinden daha verimli bir yöntem olmasıdır. İkinci olarak, yatırımcıların rasyonel yatırım kararı almalarının sağlanması, sadece bunlara bilgi sunulması ile sağlanamamakta ve fakat bu bilginin yatırımcılar tarafından değerlendirilmesini gerektirmektedir. Yatırım şirketlerinin bilgiyi işleme ve yorumlama kapasiteleri yatırımcılara göre oldukça yüksek olduğundan, finansal düzenlemeler, yatırım şirketlerinin, yatırımcıların anlayabilecekleri şekilde bu bilgileri işlemelerini ve sunmalarını gerektirmektedir.

⁴¹ MOLONEY, s. 600-601.

⁴² KRUIHOF, GERVEN, s. 40.

MiFID'in müşteri sınıflandırma rejimi, yatırım hizmeti sunucularına bilgi yükümlülüğünü yükleyebilmek için bu iki amacı birleştirmektedir. Nitekim, mevcut finansal düzenlemeler, yaptığı yatırımın riskini anlayabilecek durumda olan yatırımcıların yaptıkları finansal işlemlere yatırımcının korunması amacıyla müdahil olma konusunda zorunlu bir durum olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Buna göre profesyonel müşteriler, bilgiye ihtiyaçları olduğunu düşündükleri zamanda bilgi talep etme ve elde etme hakları bakımından korunmaktadırlar. Buna karşın bireysel müşteriler, rasyonel bir karar vermek için kendilerine ne gibi bir bilginin gerektiğini tespit edecek nitelikte görülmediklerinden, zorunlu bilgilendirme kuralları ile korunmaktadırlar.⁴³

Yönerge uyarınca, yatırım şirketlerinin mevcut ve potansiyel müşterilere yönelik olarak sundukları tüm bilgiler adil ve açık olmalı, yanıltıcı olmamalıdır.⁴⁴ Bu bilgilere pazarlamaya yönelik iletişim de dâhil olup, pazarlama haberlerinin diğerlerinden açıkça ayırt edilebilir olması gerekmektedir. Bunun yanı sıra, yatırım hizmetlerinin ya da özel bir tür finansal aracın niteliğinin ve risklerinin makul bir şekilde anlaşılabilmesini teminen, yatırım şirketlerinin mevcut ve potansiyel müşterilere; yatırım şirketi ve sunduğu hizmetler, finansal araçlar ve önerilen yatırım stratejileri (verilen bilgiler bu yatırım araçlarında ya da bunlara ilişkin özel yatırım stratejilerinde bulunan mevcut riskler hakkında uygun tavsiye ve uyarıları içermelidir), ifa yerleri, ücretler ve bağlantılı masraflar hakkında uygun ve kapsamlı bilgileri anlaşılabilir bir şekilde sunmaları gerektiği de hükme bağlanmıştır.⁴⁵

Bilgilendirme yükümlülüğünün bir unsuru olarak, Yönerge'nin 19'uncu maddesinin yedinci fıkrası uyarınca, yatırım şirketi, kendisi ile müşteri arasında anlaşılan, tarafların hak ve yükümlülüklerini ve şirketin müşteriye sunacağı hizmetle ilgili diğer şartları belirleyen belgeleri içeren kayıt tutmakla yükümlüdür. Yönerge'nin 19'uncu maddesinin sekizinci fıkrası bilgilendirme yükümlülüğünü, taraflar arasında devam eden ilişkiye taşımaktadır. Buna göre, müşterilere, yatırım şirketi tarafından, hizmetlerle ve işlemlerle bağlantılı maliyetler de dâhil olmak üzere sunulan hizmetlere ilişkin olarak yeterli düzeyde raporlama yapılmalıdır.

⁴³ KRUIHOF, GERVEN, s. 17-18.

⁴⁴ Yönerge, md. 19/2.

⁴⁵ Yönerge, md. 19/3.

MiFID ile getirilen bu bilgilendirme yükümlülüğü, temelde yatırımcının özgür bir şekilde hareket etmesini, seçim yapmasını korumakta ve karar almasını desteklemektedir. Bu sayede, yatırımcıların finansal piyasalarda makul bir şekilde karar alma ve özgürce seçimlerde bulunma talepleri bilgi aracılığıyla desteklenmektedir.

D. Uygunluk Rejimi/Müşteriyi Tanıma Kuralı

Uygunluk rejimi veya müşteriyi tanıma kuralı temelde yatırım şirketi ile müşteri arasındaki ilişkide bulunan asimetrik bilgiyi ve yatırımcının, yatırım şirketinin uzmanlığına ve doğru karar alma yeteneğine olan inancını yansıtmaktadır. MiFID tarafından detaylı bir uygunluk yükümlülüğünün getirilmesi, AB'nin bireysel yatırımcının korunması rejiminde önemli bir değişikliği ifade etmektedir. Uygunluk değerlendirmesi, her bir durumda yatırım şirketine duyulan inanç seviyesine bağlı olarak, uygunluğun değerlendirilmesi (assessment of suitability) ve yerindeliğin değerlendirilmesi (assessment of appropriateness) olmak üzere iki şekilde ortaya çıkmaktadır. MiFID ile getirilen uygunluk rejimi aynı zamanda yatırımcı sınıflandırma rejimi kapsamında yatırımcının statüsüne uygun olarak ayarlanmıştır. Nihayet, yatırımcının tercihi ve yeterliliğine açık bir vurgu olarak, sadece emirlerin icrasına ilişkin hizmetin uygunluk yükümlülüğüne tabi olmadığı hükme bağlanmıştır.⁴⁶

Yatırım şirketinin yatırım danışmanlığı ya da portföy yönetimi hizmeti sunduğu durumlarda Yönerge'nin 19'uncu maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca uygunluk değerlendirilmesi yapılması gerekmektedir. Bu hüküm hem bireysel hem de profesyonel müşterilere uygulanmaktadır. Buna göre, yatırım şirketinin, söz konusu hizmetleri sunarken, uygunluk değerlendirmesi yapabilmek ve mevcut veya potansiyel müşterilere uygun yatırım hizmetleri ve finansal araçları tavsiye edebilmek için, müşterilerin ürün ya da hizmetin özel türleriyle ilgili yatırım alanında sahip olduğu bilgi ve tecrübesi, mali durumu ve yatırım amaçları hakkında gerekli bilgileri toplaması gerekmektedir.

Yönerge'nin 19'uncu maddesinin beşinci fıkrasında daha esnek uygunluk/yerindelik rejimi benimsenmiştir. Anılan hüküm, yatırım şirketlerinin Yönerge'nin 19'uncu maddesinin dördüncü fıkrasında belirtilen yatırım hizmetlerinden (yatırım danışmanlığı ya da portföy yönetimi) farklı hizmetler sunması halinde uygulama alanı bulmaktadır. Buna göre, yatırım şirketi, yatırımcıdan talep edilen hizmete veya belirli türdeki ürüne ilişkin yatırım alanının-

⁴⁶ MOLONEY, s. 614-615.

daki bilgi ve tecrübesine ilişkin olarak bilgi sunmasını isteyecektir.⁴⁷ Bu sayede, yatırım şirketi hizmet veya ürünün uygun/yerinde olup olmadığını değerlendirecektir. Bununla birlikte, müşterinin mali durumu veya yatırım amaçları konusunda değerlendirme yapılması gerekmemektedir. Yine ayrıca, MiFID md. 19/4 hükmündeki uygunluk sisteminin aksine, müşteri tarafından gerekli bilgilerin sunulmaması, risk uyarısı yapıldığı sürece, yatırım şirketinin hizmet sunmasını engellememektedir. Benzer şekilde, talep edilen bu bilgi çerçevesinde yatırım şirketi, ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olmadığı kanaatine varırsa, yatırım şirketi müşteriyi uyarmak zorundadır. Ancak, bu durum ürün ya da hizmetin sunulmasına engel teşkil etmemektedir.⁴⁸

MiFID ile getirilen bu uygunluk rejimi/müşteriyi tanıma kuralına ilişkin sistem tasarlanırken, müşteri sınıflandırılması da dikkate alınmıştır. Bu çerçevede, ikincil seviye düzenlemeler ile yatırım şirketleri bireysel müşteriler bakımından, müşterinin gerekli bilgi veya deneyime sahip olup olmadığını, yatırım riskine finansal olarak katlanabilir katlanamayacağını, müşterinin yatırım amaçlarının karşılanıp karşılanmayacağını anlamalarına yarayacak bilgileri mevcut veya potansiyel müşterilerinden temin etmekle yükümlü kılınmışlardır. Öte yandan, profesyonel müşteriler zaten yatırımlarının riskini anlayabilen ve bu riske katlanabilen müşteriler olarak değerlendirildikleri için, bu müşterilerine ilişkin olarak yatırım şirketlerinin bilgi toplama yükümlülükleri sınırlı tutulmuştur. Bunun yanı sıra, yukarıda ifade edildiği üzere, Yönerge'nin 19 uncu maddesinin beşinci fıkrası uyarınca yatırım şirketi, ilgili yatırımın müşterisine uygun olup olmadığını tespit etmek üzere, söz konusu yatırıma veya yatırım aracına ilişkin müşterinin bilgi ve deneyimine dair bilgileri temin etmekle yükümlü kılınmıştır. Diğer taraftan yatırım şirketlerinin profesyonel müşteriler bakımından, ilgili yatırımın veya yatırım aracının profesyonel müşteriye uygunluğunu tespit etmek gibi bir görevleri bulunmamaktadır.⁴⁹

Son olarak, eğer yatırım şirketleri sadece müşteri emirlerini gerçekleştirme ve/veya kabul etme ve iletmeyen oluşan yatırım hizmetlerini yardımcı

⁴⁷ Yönerge, md. 19/5.

⁴⁸ Bununla birlikte, anılan durumda yatırım şirketinin süreci devam ettirmeden önce, MiFID'in 19 uncu maddesinin birinci fıkrasında belirlenen müşterinin çıkarlarına en uygun şekilde hareket etme yükümlülüğünün devam ettiği ifade edilmektedir. Bkz. Moloney, s. 617.

⁴⁹ KRUIHOF, GERVEN, s. 25-28

AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi

hizmetlerle birlikte ya da yardımcı hizmetler olmaksızın sunuyorsa, söz konusu yatırım şirketlerinin aşağıdaki şartları yerine getirmeleri halinde 19'uncu maddenin beşinci fıkrasında öngörülen bilgi toplama yükümlülüğüne uymaksızın müşterilerine bu hizmetleri sunmaları olanaklıdır. Anılan şartlar şöyle sıralanabilir:

- Yatırım hizmetlerin, düzenlenmiş piyasada ya da muadil üçüncü ülke piyasasında işlem görmesine izin verilen hisse senetleri, para piyasası araçları, bonolar veya diğer tür menkul kıymetleştirilmiş borçlar (bir türeve dayalı tahviller veya menkul kıymetleştirilmiş borçlar hariç), UCITS'ler ve diğer karmaşık olmayan finansal araçlara ilişkin olması: Bu halde, bir üçüncü ülke piyasası, Başlık III'te⁵⁰ yer alan eşdeğer şartları yerine getirmesi halinde bir düzenlenmiş piyasaya denk kabul edilmektedir. Komisyon muadil sayılan bu piyasaların bir listesini yayımlamakta ve bu liste düzenli olarak güncellenmektedir.

- Hizmetin mevcut veya potansiyel müşterinin inisiyatifi ile sunulması

- Mevcut veya potansiyel müşterinin, sunulan hizmetin ya da önerilen aracın yatırım şirketi tarafından uygunluğunun değerlendirilmesinin bu hizmet için zorunlu olmadığı, bu nedenle, ilgili faaliyetlerin yürütülmesi sırasında uyulacak kurallardaki benzer korumadan faydalanamayacağı hususunda açıkça bilgilendirilmiş olması⁵¹

- Yatırım şirketinin 18'inci maddede yer alan yükümlülüklerle uyması.⁵²

E. Müşteri Emrinin En Uygun Koşullarda Gerçekleştirilmesi

Müşteri emirlerinin en uygun koşullarda gerçekleştirilmesine, bir başka deyişle, en iyi icraya yönelik kurallar, emirleri icra eden aracılardan müşterileri için en uygun sonucu araştırmasını gerektirmektedir. Bu kurallar, özellikle emirlerin icra edilebileceği alanların parçalanmış bir görünüm arz ettiği

⁵⁰ Yönerge'nin III numaralı başlığı altında 36 vd. maddelerinde, düzenlenmiş piyasalara ilişkin hükümlere yer verilmiştir.

⁵¹ Bu bilgilendirme de Yönerge'nin 19'uncu maddesinin altıncı fıkrası uyarınca standart bir forma bağlanabilmektedir.

⁵² Yönerge'nin "Çıkar Çatışması" başlıklı 18'inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca, Yatırım şirketleri, yöneticileri, çalışanları ve bağlı acenteleri ya da bunlarla doğrudan ya da dolaylı olarak bağlantılı kişiler de dâhil olmak üzere, kendi aralarında, kendi çıkarları ile müşterilerinin çıkarları arasında ya da bir müşteri ile diğer bir müşteri arasında bir yatırım hizmeti ve yardımcı hizmetin sunulmasından ya da bunların bileşiminden doğan çıkar çatışmalarını tespit etmek için gerekli tüm tedbirleri almakla yükümlüdür.

ve birden fazla yerde aynı emrin icrasının mümkün olduğu durumlar (borsalar, alternatif işlem sistemleri, sistematik içselleştiriciler) bakımından, temel bir yatırımcının korunması mekanizması haline gelmiştir.

MiFID ile AB yatırım hizmetleri hukukunda ilk kez bireysel ve profesyonel müşteriler için en iyi icra yükümlülüğü getirilmiştir. Bu yeni kurallar, fiyat oluşumuna ilişkin olarak yatırımcı ile yatırım şirketi arasındaki bilgi dengesizliğini gidermeyi ve yatırımcı işlemlerinin en iyi koşullarda gerçekleştirilmesini sağlamayı amaçlamaktadır.⁵³

Yönerge'nin 21'inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca, yatırım şirketlerinin, emirleri gerçekleştirirken fiyat, masraflar, hız, takas ve tasfiye olasılığı, büyüklük, özellik ve emrin gerçekleştirilebilmesi için gerekli diğer hususları dikkate alarak müşterileri için mümkün olan en iyi sonucu elde etmek amacıyla gerekli tüm tedbirleri almaları gerekmektedir. Görüldüğü üzere MiFID düzenlemesi, müşterinin menfaatine gerçekleşecek işlemde sadece en iyi fiyat yerine, genel olarak müşteri için en iyi sonuca önem vermektedir.⁵⁴ En uygun ya da en lehe koşulda emrin gerçekleştirilmesi yükümlülüğü gerek bireysel gerek profesyonel yatırımcılarla olan işlemler bakımından uyulması gereken bir yükümlülüktür.⁵⁵ Yönerge ile getirilen bu yükümlülüğün desteklenmesi bağlamında, yatırım şirketlerinin, Yönerge'nin 21'inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca müşteri emirleri için mümkün olan en iyi sonucu elde etmelerini sağlayacak, emir gerçekleştirme planı da dâhil olmak üzere etkili düzenlemeler tesis etmeleri ve uygulamaları gerekmektedir.⁵⁶

Yönerge'nin 21'inci maddesinin üçüncü fıkrasında emir gerçekleştirme politikasının içeriğine ilişkin bir belirleme yapılmıştır. Buna göre, politikanın, her sınıf araç için, yatırım şirketlerinin müşterilerinin emirlerini gerçekleştirdiği değişik yerler ve ifa yeri seçimini etkileyen faktörler hakkında bilgi içermesi gerekmektedir. Bu bağlamda politika, yatırım şirketlerinin müşteri emirlerinin yerine getirilmesinde istikrarlı bir şekilde mümkün olan en iyi sonucu elde etmelerini sağlayacak yerleri içerir. Yönerge'de söz konusu emir gerçekleştirme politikasına ilişkin olarak onay yükümlülüğü geliştirilmiştir. Buna göre, yatırım şirketlerinin emir gerçekleştirme politikalarına ilişkin ola-

⁵³ MOLONEY, s. 621-622.

⁵⁴ EMRE, Zeynep, "MiFID Direktifi", TSPAKB Aylık Bülten, Sayı:54, s. 13.

⁵⁵ PENN, Conduct of Business, s. 6.

⁵⁶ Yönerge, md. 21/2.

rak müşterilerinin ön onayını almaları gerekmektedir. Buna ilave olarak, emir gerçekleştirme politikası, müşterilerin emirlerinin düzenlenmiş bir piyasa ya da MTF dışında gerçekleştirilmesi ihtimalini sağlıyorsa, yatırım şirketinin bu ihtimalden müşterilerini haberdar etmesi ve yatırım şirketlerinin müşterilerinin emirlerini düzenlenmiş bir piyasa ya da MTF dışında gerçekleştirilmeden önce müşterilerinden açık bir ön onay almaları gerekmektedir. Söz konusu onay genel bir sözleşme şeklinde veya bireysel işlemlerle ilgili olarak elde edilebilecektir.

Tüm bu hususların yanı sıra, yatırım şirketleri, emir gerçekleştirme düzenlemelerinin ve politikalarının etkinliğini izlemekle ve muhtemel eksiklikleri belirlemek ve düzeltmekle yükümlü kılınmışlardır. Bu denetim süreci özellikle, emir gerçekleştirme politikasında yer alan icra yerlerinin müşterilere mümkün olan en iyi sonuçları sağlayıp sağlamadığı ya da düzenlemelerinde değişiklik yapmalarının gerekip gerekmediği gibi hususları düzenli olarak değerlendirmelerini gerektirmektedir. Emir gerçekleştirme düzenlemelerinde ya da politikalarında meydana gelen önemli değişikliklerin müşterilere bildirilmesi gerekmektedir.⁵⁷ Ayrıca, Yönerge uyarınca yatırım şirketlerinin, müşterilerinin talebi halinde, emirlerini şirketin emir gerçekleştirme politikasına uygun olarak yerine getirdiklerini kanıtlayabilmeleri gerekmektedir.⁵⁸

F. Müşteri Emirlerinin İdaresine İlişkin Kurallar

MiFID'in 22 nci maddesi müşteri emirlerinin işlenmesini ve çıkar çatışmalarının yönetilmesini düzenlemektedir. Buna göre yatırım şirketlerinin, müşterilerin emirlerini diğer müşteri emirlerine ve yatırım şirketinin ticari çıkarlarına göreceli olarak tam, adil ve hızlı bir şekilde gerçekleştirmelerini sağlayan yöntemleri ve düzenlemeleri uygulamaları gerekmektedir.⁵⁹ Hüküm ile aynı zamanda zaman önceliği kuralı getirilmekte olup, buna göre, yatırım şirketi benzer emirleri, emrin alınış zamanına göre gerçekleştirmelidir.⁶⁰

Yatırım şirketleri, düzenlenmiş bir piyasada işlem görmesine izin verilmiş hisse senetleriyle ilgili mevcut piyasa koşulları altında anında gerçekleştirilmemiş olan bir limitli müşteri emrini, müşteri açıkça farklı bir talimat vermedikçe, diğer piyasa katılımcılarının kolay erişebilecekleri bir şekilde duyuru-

⁵⁷ Yönerge, md. 21/4.

⁵⁸ Yönerge, md. 21/5.

⁵⁹ Yönerge, md. 22/1.

⁶⁰ Moloney, s. 636.

rarak, bu emri mümkün olan en yakın zamanda gerçekleştirmeyi kolaylaştıracak önlemleri alır. Yatırım şirketlerinin, müşterinin limitli emirlerini düzenlenmiş piyasaya ya da MTF'ye ileterek, bu yükümlülüklerini yerine getirmeleri mümkündür. Yönerge, normal piyasa büyüklüğü ile karşılaştırıldığında büyük olan limitli emrin duyurulması yükümlülüğünden vazgeçme imkânını da sağlamaktadır.⁶¹

III. FAALİYET KURALLARININ YATIRIMCI-YATIRIM ŞİRKETİ ARASINDAKİ İLİŞKİYE ETKİLERİ

MiFID ile yatırım şirketlerinin faaliyetlerini yürütürken uymaları gereken kurallar belirlenmiş ve ikincil seviyedeki düzenlemeler ile bu kurallar detaylandırılmıştır. Yukarıda ayrıntılarına yer verilen bu kurallar, yatırım şirketlerinin yatırım hizmetlerinden faydalanan yatırımcılara belirli düzeyde bir koruma sağlamayı amaçlamaktadır. Ancak, bu noktada ortaya çıkan temel sorun, söz konusu kuralların yatırımcı-yatırım şirketi arasındaki hukuki ilişkiye etkisinin ne olacağı ve söz konusu kuralların özel hukukta icra edilme kapasitelerinin olup olmadığı noktasında toplanmaktadır. Bu bağlamda, MiFID'in yatırım şirketi ve müşterileri arasındaki ilişki hakkında belirlediği hukuki çerçevenin, üye ülkelerde mevcut durumda uygulanan ve sözleşmesel koşullar, yasa hükümleri ve mahkemelerce belirlenen tamamlayıcı kuralların birleşiminden oluşan yatırım hizmeti sunulmasına dair çerçevenin yerine geçtiği iddia edilmektedir. Diğer bir deyişle, MiFID ile birlikte yatırım şirketleri ile müşterileri arasındaki ilişkinin öncelikle düzenleyici otoriteler tarafından kulan kurallar ile yönetileceği ifade edilmektedir.⁶²

Bununla birlikte, MiFID'in hükümlerinin niteliğine ilişkin olarak, anılan hükümlerin sadece denetime mi yönelik olduğu yoksa aynı zamanda özel hukuk ilişkilerini de etkileyebileceği konusunda bir belirleme yapılmadığı ifade edilmektedir. Ancak, bu şekilde açık bir hükmün bulunmamasının yerellik (subsidiarity) ve etkinlik ilkeleri çerçevesinde değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu noktada, AB yasa koyucusunun, üye ülkelerde farklı uygulaması bulunan sözleşme ve haksız fiil hukukuna müdahaleden kaçınma isteğinin, Yönerge'nin özel hukuk ilişkilerine etkisine yönelik açık hüküm barındırmamasını kısmen açıkladığı kabul edilmelidir. Buna ilave olarak, düzenlemenin üye ülkelerde yapılmasının AB tarafından yapılması kadar etkin

⁶¹ Yönerge, md. 22/2.

⁶² Bkz. Peter O. Mülbert: "The Eclipse of Contract Law in the Investment Firm-Client-Relationship: The Impact of the MiFID on the Law of Contract from a German Perspective" Guido Ferrarini and Eddy Wymeersch (Eds): Investor Protection in Europe, Corporate Law Making, the MiFID and Beyond (OUP, 2006) s. 300.

AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi

olamayacağı hallerde AB seviyesinde yapılmasını ifade eden yerellik ilkesi de Yönerge'nin özel hukuka yönelik etkilerine dikkatli yaklaşımı açıklayan güçlü bir argümandır. Ancak bu durum, üye ülkelerin, Yönerge hükümlerinin hukuki niteliğini ve etkisini belirleme konusunda tam bir takdir yetkisi bulunduğu yorumuna olanak tanımamaktadır. Üye ülkelerin, Yönerge'yi iç hukuklarına uygularken, AB yasa koyucu tarafından gözetilen amaçları dikkate alması gerekmektedir.⁶³

Öğretide Tison, yapmış olduğu analizler sonucunda, faaliyetin yürütülmesine yönelik kuralların, yatırım şirketlerinin müşterileri ile olan ilişkilerinde dikkate almaları gereken açık ve kesin yükümlülükler getirerek yatırımcının korunması amacını güttüğü sonucuna varmaktadır. Bu durumda, Yönerge'nin etkinliğinin, yatırımcılar için icra edilebilir herhangi bir hak yaratmayan iç hukuk düzenlemeleri aracılığıyla sağlanabileceğini iddia etmek hayli güçtür. Faaliyetin yürütülmesine yönelik kuralların Yönerge'den kaynaklanan ruhu, üye ülkelerdeki yasa koyuculara bu kuralların özel hukuka etkilerini yok sayma veya dışlama konusunda bir yol bırakmamaktadır. Bunun aksine, yatırım şirketleri için getirilen yetkilendirme rejiminin ve ihtiyatlılık kurallarının bireysel yatırımcının korunması düşüncesine bağlanması zor olup, bu nedenle, MiFID, üye ülkelerden söz konusu kurallara uymamaya herhangi bir özel hukuk etkisi tanınmasını talep etmemektedir.⁶⁴

MiFID'in faaliyetin yürütülmesine ilişkin kurallarının yatırım şirketi-müşteri arasındaki özel hukuk ilişkisine etkili olduğuna yönelik yukarıda yapılan tespite rağmen, uygulamada bu etkinin derecesine ilişkin bazı hususların açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Bu konuda ortaya çıkan ilk konu, faaliyet kurallarının, üye ülkelerdeki genel sözleşme hukuku ve sözleşme öncesi kurallar ile nasıl bir bağlantı içinde olduğudur. Bu husus, öncelikle faaliyet kurallarının üye ülkelerin iç hukuklarındaki özel hukuk alanına nasıl yer-

⁶³ Michel Tison: "The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective" Financial Law Institute Working Paper Series WP 2010-05, April 2010, s. 2; Bu noktada, MiFID'in yatırım hizmeti sağlayıcısı ile müşterileri arasındaki ilişkiye uygulanabilecek sözleşme hukuku kurallarını harmonizasyonu sağlayan bir Yönerge olmadığı ifade edilmektedir. Kural olarak, Yönerge, hizmet sağlayıcıların ve piyasaların denetimini düzenleyen kuralları ihtiva etmektedir. Bu bağlamda, faaliyetin yürütülmesine yönelik kuralların Yönerge'ye dâhil edilmesi, ilk etapta denetim kurumlarına, hizmet sağlayıcılarının müşterilerine olan yükümlüklerine uyumlu hareket edip etmediklerini denetleme konusunda yetki ve güç vermeyi amaçlamaktadır. Bu kuralların yatırım şirketi-müşteri arasındaki özel hukuk ilişkilerine etkisi ise yatırımcının korunması anlamında faydalı bir katkı sunmaktadır. Bkz. KRUIHOF, GERVEN, s. 50-51.

⁶⁴ KRUIHOF, GERVEN, s. 51; Tison, s. 4.

leştirildiğine dair hukuk tekniğine bağlıdır.⁶⁵ Bu hususta yapılan bir karşılaştırmalı çalışma, faaliyet kurallarının özel hukuka etkisinin, bu kuralların müşteriye olan özen yükümlülüğüne dâhil edilmesi aracılığıyla sağlandığını ortaya koymaktadır.⁶⁶

Açıklığa kavuşturulması gereken diğer bir sorun, sözleşmeye konulacak muafiyet hükmü ile MiFID ve iç hukuktaki uygulama kuralları ile belirlenen standartlardan ve sorumluluktan ayrılma olanağı bulunup bulunmadığıdır. Anılan hususa ilişkin olarak, bir görüş en azından müşteriye karşı tazmin yükümlülüğünün muafiyet hükmü ile sınırlandırılmasının mümkün olmasını ileri sürerken, diğer bir görüş ise faaliyet kuralları ile belirlenen yükümlülüklerden kaynaklanan sorumluluktan muafiyetin mümkün olmadığını savunmaktadır. Esasında, faaliyet kurallarının amacının yatırımcının korunmasını sağlamak olduğu hususu dikkate alındığında, bu kuralların sadece bildirici ve belirleyici bir fonksiyona sahip olduğunu veya muafiyet hükmü ile söz konusu hükümlerden ayrılmanın mümkün olduğunu iddia etmek, söz konusu kuralların amacı ve mahiyeti ile bağdaşmamaktadır.⁶⁷

Son olarak, yatırımcıların, faaliyet kurallarının ihlalden kaynaklanan zararları için tazminat talepleri, ulusal hukuklarda hukuki sorumluluğa ilişkin olarak belirlenen koşullar ışığında karara bağlanacaktır.⁶⁸

V. SONUÇ

AB'nin yatırım hizmetlerine ilişkin ilk düzenlemesi olan ISD'nin yaklaşık 11 yıllık uygulaması sonucunda karşılaşılan sorunları ortadan kaldırmak ve "harmonize olmuş Avrupa uygulaması"nı hayata geçirebilmek için yürürlüğe konulan MiFID, menkul kıymetlerin ticaretinde "best execution", müşteri sınıflandırmaları, raporlamalar da dâhil olmak üzere faaliyetin yürütülmesine ilişkin kuralların uyumlaştırılması, yatırım şirketlerinin iç yönetimine ilişkin kurallar, ISD'nin yoğunlaşma kurallarının kaldırılması, çok taraflı işlem platformları için Avrupa pasaportu uygulaması ve tek pasaport rejiminin kapsamının genişletilmesi gibi birçok yeniliği beraberinde getirmiştir.

⁶⁵ AB üyesi bazı ülkelerdeki uygulamaların nasıl yapıldığına ilişkin değerlendirme için bkz. Tison, s. 10.

⁶⁶ Tison, s. 10.

⁶⁷ Tison, s. 12-13.

⁶⁸ Tison, s. 14.

AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi

Yönerge'nin, bu yenilikçi yaklaşımı çerçevesinde, yatırımcılarla yatırım şirketleri arasındaki ilişkiye etkisi, MiFID'in müşteri kavramına ve yatırım faaliyetinin yürütülmesine ilişkin düzenlemeleri kapsamında ele alınmalıdır. Zira, MiFID, ISD'den farklı olarak yatırım şirketlerinin yükümlülüklerinin müşteri türüne göre değişebileceğini, yatırım şirketlerinin sundukları yatırım hizmetine karşılık gelen uygulamaları müşteri sınıflandırmasına göre farklılaştırabileceğini düzenlemiştir. Her ne kadar bu farklılaştırılmış kurallar müşteri sınıfı bazında ayrıca listeler halinde ilan edilmemişse de Komisyon'un ikincil seviyede düzenleme yapmasına yetki veren hüküm, bu uygulama kuralları belirlenirken müşterinin bireysel veya profesyonel olması hususunun dikkate alınması gerektiğini açıkça ifade etmiştir.

Yatırımcı-yatırım şirketi arasındaki ilişki bakımından MiFID ile öngörülen yeni rejimin çıkış noktası, yatırımcıyı koruma sistemlerinin güçlendirilmesi olmuştur. Bu çerçevede, yatırımcılar ile yatırım şirketleri arasındaki ilişkiye yönelik olarak MiFID'in getirdiği yenilikler faaliyetin yürütülmesine ilişkin kurallar (conduct of business) rejimi ve ikincil seviyedeki Yönerge hükümleri ile gerçekleştirilmiştir. Buna göre MiFID, adil, dürüst ve müşteri çıkarlarına uygun şekilde hareket etme, bilginin ve pazarlama sürecinde kamuyu aydınlatmanın dürüst ve açık olmasına ve yanıltıcı olmamasına ilişkin yükümlülüğü, yatırımcılara sağlanacak bilgiyi, uygunluk kurallarını, müşteri sözleşmesini, müşteriye dönemsel raporlama yükümlülüğünü, en iyi icra kuralını ve emir idaresi kurallarını içeren bir dizi düzenleme yapmıştır.

Her ne kadar MiFID'de, düzenlemelerin yatırımcı ile yatırım şirketleri arasındaki özel hukuk ilişkilerini etkileyebilip etkileyemeyeceği konusunda açık bir belirleme bulunmasa da, Yönerge'nin yürürlüğü ile birlikte, belirtilen müşteri sınıflarındaki yatırımcılar ile yatırım şirketleri arasında daha önce özel hukuk sözleşmeleri ve bunları destekleyen hukuki düzenlemeler ve mahkeme kararları ile şekillenen yatırım hizmeti sunulmasına dair çerçeve büyük ölçüde değişikliğe uğramıştır. Zira, faaliyetin yürütülmesine yönelik kurallar ile yatırım şirketlerinin müşterileri ile olan ilişkilerinde dikkate alınmaları gereken yükümlülükler açıklıkla belirlenmiştir. Özel hukuk sözleşmelerinin yatırımcılar için yarattığı hakların icra edilebilirliği ile kıyaslandığında, Yönerge'nin öngördüğü yapının yatırımcı koruması bakımından çok daha etkin olduğu açıktır. Buna göre, MiFID ile birlikte yatırım şirketleri ile yatırımcılar arasındaki ilişkinin, düzenleyici otoriteler tarafından konulan kurallar ile yönetilir hale geldiğini, sözleşme hükümleri veya mahkeme kararlarının bu kuralları destekleyici mahiyet kazandığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Bu noktada, özel hukuk sözleşmelerine konulacak muafiyet hükümlerinin MİFİD ile öngörülen kurallara etkisinin de değerlendirilmesi gerekmektedir. Konuya ilişkin olarak, müşteriye karşı en azından tazmin yükümlülüğünün muafiyet hükmü ile sınırlandırılmasının mümkün olması gerektiğini ileri süren bir yaklaşım söz konusu olmakla birlikte, Yönerge'nin yatırımcıyı koruma amacı göz önünde bulundurulduğunda, faaliyet kuralları ile belirlenen yükümlülüklerden kaynaklanan sorumluluktan muafiyetin mümkün kılınmasının Yönerge'nin ruhuyla bağdaşmayacağı açıktır.