

ABD HUKUKUNDA FİNANSAL ÜRÜN DEN KAYNAKLANAN YATIRIMCI İDDİALARININ ÇÖZÜMLENMESİ

RESOLUTION OF INVESTOR CLAIMS RESULTING FROM FINANCIAL PRODUCTS IN US LAW

Hakemli Makale

Onur KALKAN*

Mehmet ONUR**

İÇİNDEKİLER

I. GENEL OLARAK YATIRIMCI KAVRAMI	3
II. FİNANSAL PROFESYONELLERİN ÇEŞİTLERİ	4
III. FİNANSAL ÜRÜNLERE İLİŞKİN İŞLEMLERDE YATIRIM KURULUŞLARI VE PERSONELİNİN YATIRIMCILARA KARŞI YÜKÜMLÜLÜKLERİ	4
A. Makul Temellere Dayanma Yükümlülüğü	4
B. Müşteriye Özel Yükümlülük	5
C. Müşterinin Bilgi Sahibi Olması	6
D. İşlem Yapılan Menkul Kıymetlerin Karmaşıklığı ve Riskliliği	8
IV. FİNANSAL ÜRÜNE DAİR SERMAYE PİYASASI UYUŞMAZLIKLARINDA MÜŞTERİ TEMSİLCİSİNİN DİNLENMESİ	9
A. Yoğunlaşmadan Kaynaklanan Sorunlar	9
B. Satış Teşviki	10
1. Komisyon ve Diğer Parasal Mükafatlar	10
2. Yatırım Kuruluşu Özel Ürünü	11
C. Finansal Ürünlerin Değerlemesi	11
D. Yatırım Kuruluşu ve Müşteri Temsilcisi Arasındaki Menfaat Çatışmaları	12

DOI: 10.32957/hacettepehdf.629597

Makalenin Geliş Tarihi: 04.10.2019

Makalenin Kabul Tarihi: 09.12.2019

* Av. Dr., Başuzman Hukukçu, Sermaye Piyasası Kurulu, UC Berkeley LL.M. E-posta: onor.kalkan@spk.gov.tr

ORCID: 0000-0002-7780-6796

** CQF, Başuzman, Sermaye Piyasası Kurulu, UC Irvine MBA. E-posta: mehmet.onur@spk.gov.tr

ORCID: 0000-0001-5073-2646

Çalışmamızda Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi Araştırma ve Yayın Etiği İlkeleri'ne uyduğumuzu beyan ederiz.

V. FİNANSAL ÜRÜNDEN KAYNAKLANAN DAVALARDA SAVUNMA ARAÇLARI	12
A. Sermaye Piyasası Aracının Yerindeliği.....	13
1. Sermaye Piyasası Mevzuatı Düzenlemeleri.....	13
2. Yerindelik İlkesinin Unsurları	15
3. Uygulama.....	17
4. Yatırımcı Tarafından İleri Sürülen Yerindelik İddiaları	17
5. Yerindelik Vakıalarının Kanıtlanmasında İspat Araçları.....	18
B. Sermaye Piyasası Aracının Yanlış Tanıtılması.....	19
C. Ekonomik Teşvik	20
D. Sermaye Piyasası Aracının Bilgisi	20
VI. YERİNDELİK İDDİASINA KARŞI YATIRIM KURULUŞUNCA YAPILACAK İCAZET SAVUNMASININ TEMELLERİ	21
VII. DEĞERLENDİRME.....	23
KAYNAKÇA.....	24

ÖZ

Finansal hizmet sağlayıcı konumundaki yatırım kuruluşlarıyla yatırımcılar arasındaki sözleşmesel ilişkide adilliğin sağlanması bakımından yatırımcılara önerilebilecek en iyi finansal ürünü tavsiye etmek, ortaya çıkabilecek hatalı uygulamalar neticesinde yatırımcıların mağduriyetlerini hızlı bir biçimde gidermek, yatırım hizmetine ilişkin sözleşmelerde açıklığı sağlama, yatırımcıların taleplerini karşılarken esneklik, empati ve denk bir karşılığın alınması esasının göz önünde tutulması önem arz eder. Yatırım kuruluşlarınca anılan prensiplere uyulmaması ise, yatırımcı şikâyetlerinin temelini oluşturacaktır. Sermaye piyasası uyumsuzluklarında müşterilerin genel olarak şikâyetlerinin yerindelik (*suitability*) iddialarından kaynaklandığını söylemek mümkündür.

Anahtar Kelimeler: Yatırım kuruluşu, müşteri temsilcisi, finansal ürün, yatırım danışmanlığı, uyumsuzluk, uygunluk

ABSTRACT

In financial services industry, to offer the best financial product in a suitable way, it is important to take an equivalent response for ensuring fairness in the contractual relationship between the investment institutions as financial services provider and the investors as customers to eliminate grievances as a result of the misapplications. In fact, failure to comply with the principles referred to by investment

institutions constitutes the basis for the complaints of the investors. It is observed that the general complaints of investors in capital market disputes are due to the suitability claims.

Key Words: Investment firm, investment firm representative, financial product, investment advisory, conflict of interest, suitability

I. GENEL OLARAK YATIRIMCI KAVRAMI

Sermaye piyasası faaliyetleri bakımından müşteri/yatırımcı kavramı, yatırım faaliyetleri ve/veya yan hizmet sunulan tüm gerçek ve tüzel kişileri ifade etmektedir¹. Avrupa Birliği mevzuatına bakıldığında ise, “*profesyonel yatırımcı*” “*nitelikli yatırımcı*”dan farklı biçimde, 2004/39 sayılı Finansal Araç Piyasaları Direktifi’nin (*MiFID, Markets in Financial Instruments Directive, Direktif*) Ek-2 Bölümüne atıfla, “*kendiliğinden profesyonel müşteri*” sayılan veya belli koşulları taşımaları şartıyla “*talep üzerine profesyonel müşteri olarak kabul edilen*” yatırımcı olarak tanımlanmıştır. Bu kapsamda, nitelikli yatırımcı bir yandan “*kurumsal yatırımcılar*”, diğer yandan “*talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler*” olmak üzere iki grup “*profesyonel müşteri*yi” kapsayan bir üst kavramdır².

Müşteri tiplerine yönelik yapılan bu kategorizasyon, yatırım danışmanlığı³ faaliyeti açısından özellikle yerindelik unsurunun varlığının tespitinde sunulacak olan bilgiler bakımından önem taşır. Bu açıdan, müşteri şayet profesyonel müşteri niteliğindeyse, yatırımcının bu niteliği yerindelik testinde belirtilmelidir⁴. Buna ilaveten,

¹ Yatırım kuruluşlarına ilişkin bkz. III-39.1 sayılı Tebliğ md. 29, I.

² NILSSON, Gül Okutan, **Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016, s. 95.

³ Yatırım danışmanlığı sözleşmelerinin niteliğine vekâlet sözleşmeleri uymaktadır. Yatırım danışmanlığı sözleşmesinde vekâlet sözleşmesinin unsurları dışındaki unsurların yer aldığı veya vekâlet sözleşmesinde yer alan hükümlerden bazılarının bu sözleşmeye uygulanmaması gerektiği söylenemez (İNCEOĞLU, Mehmet Murat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2004, s. 195).

⁴ YILDIZ, Burçak, **Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında Yatırım Tavsiyeleri**, BATHAE, Ankara, 2015, s. 174.

profesyonel müşterilerin, genel müşteri statüsünde bulunmasını talep hakkı bulunmakta olup, yatırım kuruluşunca müşterinin anılan talebi dikkate alınmak zorundadır⁵.

II. FİNANSAL PROFESYONELLERİN ÇEŞİTLERİ

Finansal uzmanlar genel olarak, yatırım danışmanları ve müşteri temsilcileri olmak üzere iki ayrı biçimde bireysel yatırımcılara ait yatırım hesapları üzerinde işlem gerçekleştirir. Bilindiği üzere, yatırım danışmanları müşterilerine yatırım danışmanlığı sağlamaları karşılığında kendilerine ödeme yapılan şirketlerde görev yapmakta olup, yatırım danışmanlığı faaliyeti yürüten şirketler adına çalışan kişiler, yatırım danışmanlığı şirketinin temsilcileri olarak adlandırılır.

III. FİNANSAL ÜRÜNLERE İLİŞKİN İŞLEMLERDE YATIRIM KURULUŞLARI VE PERSONELİNİN YATIRIMCILARA KARŞI YÜKÜMLÜLÜKLERİ

Yatırım kuruluşlarının müşterileri ile ilişkilerinde azami dikkat ve özeni göstermesi gerekmekte olup, bağlı oldukları mevzuat kapsamında müşterilerinin yeterli bilgi ve gerekli tecrübeye sahip olup olmadığını çalıştırdıkları müşteri temsilcileri vasıtasıyla anlamaları ve belgeleyebilmeleri gerekmektedir.

A. Makul Temellere Dayanma Yükümlülüğü

Müşteri temsilcisi sermaye piyasası aracına ilişkin tavsiyesinin yatırımcılar açısından uygun olduğuna inanmak için makul bir dayanağa sahip olmalıdır. Müşteri temsilcisi, yatırımın bazı yatırımcılar için uygun olduğunu temin etmek için sermaye piyasası aracının karmaşıklıklarını ve finansal ürüne ilişkin riskleri idrak etmelidir⁶.

⁵ Bkz. III-39.I sayılı Tebliğ md. 31, III.

⁶ Örneğin, müşteri temsilcisi, bir finansal ürünün doğasındaki ertelenmiş vergiye bağlı büyümeyi; finansal ürünün sağladığı herhangi bir getiriyi; varsa sermaye piyasası aracı içerisindeki yönetim ve pazarlama ücretlerini ve yıllık getiri ve masrafları hakkında bilgi sahibi olmalıdır. Müşteri temsilcisi, sermaye piyasası aracına dair böylesi kritik detayları açıklığa kavuşturamadığı takdirde, finansal ürün, yapısı yönünden yatırımcılar bakımından uygun olmayabilir.

B. Müşteriye Özel Yükümlülük

Müşteriye özel yükümlülük, müşteri temsilcisinin veya ilgili finans profesyonelinin tavsiye edilen sermaye piyasası aracının hususi bir müşteri bakımından (müşterinin yatırımcı profiline dayalı olarak) uygun olduğuna kanaat getirmesi için makul bir dayanağa sahip olmasını gerektirir. Bu nedenle, müşteri temsilcisinin belirli bir müşterinin yaşı, diğer yatırımları, finansal durumu ve ihtiyaçları, vergisel durumu, yatırım amaçları, yatırım deneyimi, likidite ihtiyaçları ve risk toleransı ile bağlantılı olarak kendisine bildirilen diğer bilgileri göz önünde bulundurmalıdır⁷.

Sermaye piyasası uyumsuzluklarının çözümünde öz düzenleyici kuruluşların düzenlemelerinin ihlal edildiği yönünde değerlendirme yapıldığı takdirde, yerindelik prensibi etikten hukuka doğru keskin bir değişim içine girer⁸. Yatırımcılarca ileri sürülen birçok yerindelik iddiası temeline dayanan sermaye piyasası uyumsuzluğunda, yerinde olmayan tavsiyede bulunma iddialarında portföyü yönetememe, haksız komisyon, finansal ürünü yanlış tanıtmaya, ihmal veya yetkisiz işlem gibi diğer ihlaller de yerindelik iddialarıyla birlikte ileri sürülmektedir.

Yerindelik prensibinin ihlalinin en açık örneği, bir müşteri temsilcisi tarafından finansal durumu açıkça konservatif yatırımları gerektiren bir müşteriye spekülasyon sermaye piyasası araçlarının önerildiği durumdur. Sermaye piyasası faaliyetlerinde karşılaşılan bir diğer yerindelik sorunu yatırım fonlarının aktarılmasıdır. *Epstein vs. SEC davasında*⁹, *Merill Lynch*'in kayıtlı temsilcisi olan *Epstein*, 71 ila 93 yaş aralığındaki dul, emekli ve düşük aylık gelire sahip 12 müşteriye yerinde olmayan tavsiyelerde bulunmuştur. Müşteri temsilcisi, müşterilerin hesaplarındaki yatırım fonlarını yaptığı fonlar arası transferleri sonucu yüksek kazanç edinimini tetiklemiş olsa dahi, yatırımcıları risk ve maliyetler hususunda bilgilendirmeksizin fon aktarımını gerçekleştirmesi nedeniyle, *Epstein*'in ABD hukukunda Finans Sektörü Düzenleme

⁷ DOSS, Jason Ryan/FRANKOWSKI, Richard Stanslaw, **The Practitioner's Guide to Securities Arbitration**, American Bar Association, Illinois, 2013, s. 52.

⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. LOSS, Louis/SELIGMAN, Joel, **Securities Regulation** (Treatise on Securities Regulation), 3rd Edition, Boston, 1993.

⁹ *Epstein vs. SEC*, 416 Fed. Appx. 142 (3d Cir. 2010).

Kurumu'nun (*Financial Industry Regulatory Authority, FINRA*) yerindelik kuralını ihlal ettiği kanaatine varılmıştır.

Bu kapsamda, uygulamada yaygın olarak karşılaşılan müşteriye özel yerindelik taleplerine örnek olarak; karmaşık veya riskli bir ürünün yatırım deneyimi az olan bir yatırımcıya satılması, uzun vadeli bir yatırımın yaşlı bir müşteriye satılması, yüksek riskli ürünlerin tutucu bir risk profiline sahip yatırımcıya satılması, yüksek riskli/kısa vadeli bir ürünün uzun vadeli bir yatırım amacına rağmen satılması, çeşitlendirilmemiş/aşırı konsantre portföye sahip ve tutucu bir müşterinin portföyündeki marjın aşırı kullanımını göstermek mümkündür.

C. Müşterinin Bilgi Sahibi Olması

Müşterinin “*bilgi sahibi olması*” müşteri temsilcisinin bir dizi farklı hukuk konseptinde aracının yükümlülüğünün kapsam ve sınırlarını belirlemede önemli bir kriterdir¹⁰. Öncelikle müşterinin bilgi sahibi olması yatırımcı hesabının müşteri temsilcisinin kontrolü altında olup olmadığını saptamada bir etken olabilecektir. İkincisi, bilgi sahibi olma unsuru, çeşitli durumlarda müşterinin müşteri temsilcisinin tavsiye ve beyanlarına makul şekilde güvenip güvenmediğinin saptanmasında bir etken olması muhtemeldir. Üçüncüsü, bilgi sahibi olma unsuru, müşterinin müşteri temsilcisi tarafından yapılan bir işlemi onaylayıp onaylamadığını saptamada rol oynar¹¹. Dördüncü olarak, müşterinin bilgi sahibi olması, müşteri tarafından üzerinde işlem gerçekleştirilmesi planlanmış menkul kıymetleri ve üstlenilen riskleri açıklamak için müşteri temsilcisi yükümlülüklerinin kapsamını sağlamakla ilgilidir¹². Son olarak, yatırımcının tecrübe ve bilgisi, bir müşteri temsilcisinin müşterisine olan sadakat yükümlülüğünün kapsamını sağlamakla ilgili olabilmektedir.

Anılan noktada önem arz eden husus, müşterinin bilgi sahibi olmasının (veya olmamasının) müşteri-müşteri temsilcisi ilişkisinin mahiyeti üzerindeki etkisidir¹³.

¹⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. FLETCHER, C. Edward, “Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws”, **Duke Law Journal**, 1998, (s. 1081-1109).

¹¹ *Meril Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Cheng*, 901 F.2d 1124, 1129 (D.C. Cir. 1990).

¹² POSER, Norman S./FANTO, James A., **Broker Dealer Law and Regulation**, Aspen Publishers, New York, 2007 (2016 Supplement), § 16.03(C).

¹³ POSER/FANTO, 2016, §16, s. 39.

Genel olarak müşterinin bilgi sahibi olması, temsil ilişkisinin varlığı veya kapsamına ilişkin tüm fiili durumlarla ilişkilidir. Ancak, bir müşteri temsilcisi bilgi düzeyi en yüksek müşteriye dahi sadakat yükümlülüğünün gerektirdiği iş ve işlem tarzını ifa etmekle yükümlüdür¹⁴. Ancak çoğu hukuk sisteminde müşterinin bilgi sahibi olması, mahkeme hükümlerinin gerekçe kısmında açıkça ifade edilmese dahi, mahkemenin müşteri-müşteri temsilcisi ilişkisini nasıl karakterize ettiğiyle ilgili önemli bir konuma sahiptir.

Öte yandan mahkemelerce, uyuşmazlığın müşteri temsilcisi tarafından müşteriye verilen tavsiyeyle ilgili olduğu durumlarda halen aşağıdaki gibi daha dolaylı analizler de yapılmaktadır: Birincisi, şayet kanun, bir yatırım hesabı sadece müşteri temsilcisi tarafından kontrol ediliyorsa, müşteri temsilcisinin sermaye piyasası mevzuatı gereğince sadakat yükümlülüğü bulunur. İkincisi, yatırım hesabı üzerindeki kontrolü belirlemedeki temel nokta müşterinin müşteri temsilcisince verilen tavsiyeleri bağımsız olarak değerlendirip değerlendiremeyeceğidir. Son olarak, müşterinin tecrübe eksikliğinin, müşterinin bu yeteneğinin olmadığı çıkarımının yapılmasına sebebiyet vermesidir. Ancak yapılan analizden bağımsız olarak, müşterinin bilgi derecesi müşteri temsilcisinin müşterisine karşı sorumlu olduğu görevler konusunda önemli bir ölçüttür. Örneğin, borsada pay alım-satım işlemlerinde müşteri temsilcisinin “*alalım, satalım, bu senet iyi olacak, piyasa gidiyor devam edelim,*” şeklindeki yatırım danışmanlığı sayılabilecek, genel yatırım tavsiyesi olmayacak önerilerin müşteri tarafından “*tamam, oldu, bildiğin gibi yap*” ifadeleriyle onay vermesi durumunda Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 56, I- (i) bendi kapsamında işlem yapılması uygun olacaktır¹⁵.

Bu kapsamda, bir müşterinin yaşı, eğitimi ve mesleği, yatırım bilgisinin varlığına dayanak teşkil edebilecek olan genel hususlardır. Mahkemeler sıklıkla bunun yerine

¹⁴ Örneğin; müşteri temsilcisi sürekli “*X payı alalım, Y payını satalım*” gibi ifadelerle tavsiyede bulunduğu müşteri bu pay hakkında değerlendirme yapabiliyorsa, genel anlamda işlemin sonuçlarını anlama yetisi varsa, fiili kontrol müşteride olacağından Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 56 ncı maddesine aykırılık bulunmamakla birlikte, yetkisiz yatırım danışmanlığından söz edilecektir. Fiili kontrolün müşteride olması, yatırım kuruluşu personelinin yatırım danışmanlığı yapması hususunu etkilemeyecektir.

¹⁵ Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 56, I-(i) maddesi şu şekildedir: “*i) Müşterilerin hak ve yararlarını zedeleyici işlemlerde bulunamaz, iyi niyet kurallarına aykırı hareket edemez, piyasa hakkındaki bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp müşterilerin alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamaz.*”

müşterinin yatırım tecrübesinin uzunluğu ve mahiyeti, aldığı teyitleşme ve aylık hesap ekstrelerini anlayıp anlamadıkları ve bir işlem hesabıyla yatırım hesabı arasındaki farkı anlayıp anlamadıkları gibi daha belirgin göstergelere odaklanmaktadır.

D. İşlem Yapılan Menkul Kıymetlerin Karmaşıklığı ve Riskliliği

Yatırım kuruluşlarının müşterilerine olan yükümlülükleri, hem işlem yapılan menkul kıymetlerin hem de bunlara ait işlem modellerinin karmaşıklığı ve riskliliğinden etkilenmektedir¹⁶. Örneğin, 86 yaşındaki bir yatırımcının hesabındaki tüm meblağın spekülâtif ve düşük fiyatlı bir petrol şirketinin paylarına yatırılmasından dolayı bir müşteri temsilcisine verilen FINRA (eski adıyla Ulusal Aracı Kuruluşlar Birliği) disiplin cezasının onaylanmasına yönelik olarak, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (*Securities Exchange Commission, SEC*) bir yatırım kuruluşunun yerindelik konusundaki yükümlülüklerinin bu tür düşük fiyatlı pay işlemlerinde yükseltilmiş olduğunu ifade etmiştir.

Vadeli işlemler ve opsiyon işlemlerini gerçekleştirmek ise daha riskli ve karmaşık olup, beraberinde yüksek komisyon maliyeti içerir. Sonuç olarak, bilgi sahibi olmayan bir yatırımcının pay veya borçlanma senetleriyle yapılan işlemlere göre söz konusu finansal araçları anlamayı zor bulması, müşterinin müşteri temsilcisinin tavsiyelerini takip etmesi, müşteri temsilcisinin bu işlem hesaplarını kontrol etmesi ve müşteri temsilcisinin yüksek komisyonlardan dolayı motive olarak işlemleri teşvik etmesi veya başlatması çok daha olasıdır. Dolayısıyla, bir müşteri temsilcisi genellikle vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde özellikle yüksek davranış standartlarını karşılamadığı takdirde söz konusu işlemlerden sorumlu tutulabilmektedir¹⁷.

¹⁶ In the Matter of Lewis, Exch. Act. Release No. 29794, 1991 WL 294317 (1991).

¹⁷ POSER, Norman S., "Options Account Fraud: Securities Churning in a New Context", **The Business Lawyer, American Bar Association**, Vol. 39, No. 2, February 1984, (s. 571-609), s. 593.

IV. FİNANSAL ÜRÜNE DAİR SERMAYE PİYASASI UYUŞMAZLIKLARINDA MÜŞTERİ TEMSİLCİSİNİN DİNLENMESİ

Müşteri temsilcileri ile yatırımcılar arasındaki uyuşmazlıkların birçoğunda müşteri temsilcisinin bağlı olduğu yatırım kuruluşunun etik ilke ve standartlarındaki eksiklikler ve iç denetim olarak gerekli mevzuatsal yükümlülüklerin sağlanmayarak müşteri temsilcisine bir alan yaratılması ve müşteri temsilcisinin bu alanı kullanarak yatırımcıyla olan ilişkisinde olması gereken çizgiden sapmalar gösterdiği sıkça rastlanılan bir durum olup, müşteri temsilcisinin süreçte yaptığı yönlendirici davranışlar dikkatle incelenmeli ve uyuşmazlığın kökleri araştırılmalıdır.

A. Yoğunlaşmadan Kaynaklanan Sorunlar

Yatırım kuruluşu müşteri temsilcisi veya yatırım danışmanı tarafından yapılan yatırım tavsiyelerinin bireysel yatırımcılar için uygun olması gerekli olup, aynı koşul, değişken faizli tahviller ve benzeri diğer finansal ürün tavsiyeleri bakımından da geçerlidir. Yerindeliğe ilişkin bir diğer husus ise, bir finansal ürün tavsiyesinin bireysel yatırımcıyı yoğunlaşma riskine maruz bırakıp bırakmayacağıdır. Bir yatırımcının yerinde olmayan şekilde bir sermaye piyasası aracına odaklandırılıp odaklandırılmadığının tespiti konusunda uzman bir bilirkişi tarafından analiz yapılması yoluyla veya müşterinin, yatırım hesabındaki varlıklarının büyük bir oranının hangi finansal ürüne ya da sektöre yönlendirildiği gibi beyanlarının incelenmesi suretiyle yapılması mümkündür.

Yoğunlaşma riski bir yatırımcının varlıklarının büyük bir kısmını bir finansal ürün ya da sektöre aktarılmasından kaynaklanır. Böylesi bir yatırımın, yatırımcıyı belirli finansal ürünün değerinin düşmesi riskiyle karşı karşıya bırakması olasıdır. Menkul kıymetler üzerinde spekülasyon işlemler gerçekleştirildiğinde yoğunlaşma genelde en büyük sorun olmakla birlikte, bir finansal üründe aşırı yoğunlaşma da, 2008 yılındaki finansal krizde olduğu gibi piyasa durgun hale geldiğinde, yatırımcının varlıklarının hatırı sayılır bir kısmının donuk hale gelmesine sebep olabilir¹⁸.

¹⁸ MALECKI, Jenice L./NICOLAZZO, Adam M./VEIRE, Robert M. Van De, "Cross Examination of a Broker in a Product Case", *Securities Arbitration* 2015, s. 163, (s. 156-169).

B. Satış Teşviki

Müşteri temsilcisinin veya yatırım danışmanının daha uygun bir finansal ürün yerine uyumsuzluğa konu edilen belirli finansal ürünü satması için teşvik, yatırımcının şikâyeti bakımından destekleyici bir unsur olarak kabul edilmelidir. Bununla birlikte, 'komisyon aracılığı' olarak ifade edilen ve yatırım kuruluşunun yatırımcıların talimatları doğrultusunda salt finansal ürünlerin alım-satımına aracılık edilmesi halinde, söz konusu finansal ürünlerden kaynaklanan zararlardan yatırım kuruluşu sorumlu tutulamaz¹⁹.

Bir finansal ürün uyumsuzluğunda bu teşvikler ağırlıklı olarak komisyon ve diğer parasal mükafat ile yatırım kuruluşu özel (*propriety*) ürününden oluşur²⁰. Anılan teşviklerden her birine değinilmeden finansal ürün uyumsuzluğundaki bir müşteri temsilcisinin veya yatırım danışmanının faaliyetlerinin global olarak değerlendirilmesi söz konusu olamaz.

1. Komisyon ve Diğer Parasal Mükafatlar

Komisyon ve diğer parasal mükafatlar bir finansal ürünü yatırımcıya satmak için teşvik olarak kabul edilmelidir. Yatırımcı daha düşük komisyonlu bir finansal ürün yerine yüksek komisyonlu bir finansal ürün satın aldığı anda, yatırımcıya alternatif yüksek komisyonlu finansal aracı tavsiye etmesi için yatırım kuruluşunca teşvik verilip verilmediği hususu gündeme gelecektir.

Yatırım kuruluşu müşteri temsilcisi veya yatırım danışmanının uyumsuzluğun çözüm sürecinde dinlenmesi sırasında bu unsur uyumsuzluk çözüm mercine iletilmelidir. Seçilecek yerinde bir yöntem, müşteri temsilcisini/yatırım danışmanını, ödenecek komisyon hakkında bilgilendiren, izahnamede ve/veya diğer teklif materyallerinde açıklandığı üzere ödenecek komisyon hakkında beyana başvurmak olacaktır. Ardından müşteri temsilcisi/yatırım danışmanının gerçekleştirilen işlemleri, müşteri tarafından yatırım kuruluşuna ödenen toplam komisyon hakkında, kendisine bu komisyondan ödenen tutar da dâhil olmak üzere irdelenecektir. Anılan husus, müşteri

¹⁹ TEVETOĞLU, Mete, **Sermaye Piyasasında Uygulanacak Hukuk ve Uyumsuzlukların Çözümünde Tahkim**, Adalet Yayınevi, Ankara, 2010, s. 402.

²⁰ MALECKI/NICOLAZZO/VEIRE, 2015, s. 164.

temsilcisi/yatırım danışmanı tarafından sağlanan komisyon işletimi kullanılarak keşif aşamasında yapılabilir. Son olarak, mümkün olduğu takdirde, aynı komisyon işletimi kullanılarak müşteriye daha düşük bir komisyon yüzdesinden satılan farklı bir finansal ürünle bir karşılaştırma yapılmalıdır.

2. Yatırım Kuruluşu Özel Ürünü

Yatırım kuruluşu bünyesinde çalışan finans profesyonellerinin makul yatırım aracı alternatifleri yerine belirli bir finansal ürünü satmaya teşvik edilmesi mümkündür. Aracılar tarafından kendi menfaatlerine olan yatırım kuruluşunca ihraç edilecek özel ürünün/fonun satılması halinde, izahnamenin yanı sıra diğer pazarlama materyalleri uyumsuzluğun çözümünde incelemeye tabi tutulmalıdır.

Aracılık yüklenim ücretleri ve benzeri ücretler, aracılardan (*broker-dealer'in*) bu kapsamdaki finansal ürünü desteklemesi için bir teşvik olarak belirtilmelidir. Belli bir finansal ürün ya da ürün grubu için yüklenim ücretleri bir aracı için bir bütün olarak veya iştirak ya da o aracılardan başka tanıklar çağırmasını gerektirebilir²¹. Anılan husus, yatırımcının aracılardan başka tanıklar çağırmasını gerektirebilir de, bu konuyu aracının arabuluculuk-tahkim yönteminin benimsendiği hallerde tahkim yargılamasında çapraz sorgu yoluyla hakemlere de bildirilebilir²².

C. Finansal Ürünlerin Değerlemesi

İzahname finansal ürünü ve ihraççı sıfatını taşıyan anonim ortaklıklarla ilgili en ayrıntılı kamuya aydınlatma belgesidir²³. Bu sebeple, izahname, sermaye piyasası uyumsuzluklarının çözümünde ve müşteri temsilcisi veya yatırım danışmanının dinlenmesi açısından önemli bir başlangıç noktasıdır. İzahnameler genellikle finansal ürüne dair önemli risklerin de listelendiği dokümanlardır. Yatırımcıların finansal ürün hakkında yeterli ölçüde bilgilendirilerek rasyonel yatırım kararları alabilmesi izahname sayesinde mümkün olur.

²¹ MALECKI/NICOLAZZO/VEIRE, 2015, s. 165.

²² MALECKI/NICOLAZZO/VEIRE, 2015, s. 165.

²³ MANAVGAT, Çağlar, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, BATHAE, 1. Baskı, Ankara, 2016, s. 695.

Müşteri temsilcisi veya yatırım danışmanının dinlenmesi sürecinin büyük bir kısmı müşteri temsilcisi veya yatırım danışmanının izahnameye dair hususlar hakkında tahkik edilmesini kapsar. Yerindelik analizinin bir parçası olarak müşteri temsilcisi veya yatırım danışmanından her bir yatırıma dair yatırımın risk ve getirilerini yatırımcıya açıklaması beklenir. İzahnamede bağımsız denetçi ve değerlendirme yapıldıysa değerlendirme uzmanı gibi katkı sağlayan sorumlu kişilerin de imzası bulunmakta olup, temsilcinin sorumluluğunu bu kişilerin yaptığı ve izahnameye eklenen hususlarla ilgili yanlış ya da hatalı durumlar azaltmaktadır.

D. Yatırım Kuruluşu ve Müşteri Temsilcisi Arasındaki Menfaat Çatışmaları

Yukarıda bahsedildiği üzere, başarısız ya da riskli bir ürünün bir müşteri temsilcisi ve yatırım kuruluşu arasında menfaat çatışmasına neden olacağı bir durum ortaya çıkması olasıdır²⁴. Müşteriye yapılan yerinde olmayan tavsiyenin müşteri temsilcisinden çok yatırım kuruluşu tarafından bir hatadan kaynaklandığı bir durum söz konusu olabilir. Böyle bir durum, yatırım kuruluşunun amacının bir finansal ürünü yatırımcılara satması olduğu ve bunu başarmak için (müşterilerinin yanı sıra) bünyesinde çalışan müşteri temsilcilerini yanlış yönlendirdiği durumlarda ortaya çıkabilmektedir. Finansal ürünü yatırımcıya satmak için teşvik edilen tarafın kim olduğunu ve gerçekleşme sebebini olabildiğince erken tespit etmek önemlidir²⁵.

V. FİNANSAL ÜRÜNDEN KAYNAKLANAN DAVALARDA SAVUNMA ARAÇLARI

Finansal ürünlerden kaynaklanan davalarda kullanılacak savunma araçlarında sermaye piyasası mevzuatında en önemli iki unsur yerindelik ve uygunluk testleridir. Söz konusu iki test, yatırımcı için hangi yönde hareket edeceğini gösteren bir kılavuz niteliğindedir. Yatırım kuruluşları da her bir işlemde, söz konusu testlere ilişkin unsurları ileride yatırımcının mağduriyetine engel olacak şekilde inşa etmeli, her iki taraf da potansiyel uyuşmazlıklarda savunmalarının temelini oluşturacak bu

²⁴ POSER/FANTO, 2016, §16.03(A).

²⁵ MALECKI/NICOLAZZO/VEIRE, 2015, s. 169.

dokümanlarda herhangi bir yanlış bilgi ya da eksiklik bulunmamasına özen göstermelidir.

A. Sermaye Piyasası Aracının Yerindeliği

1. Sermaye Piyasası Mevzuatı Düzenlemeleri

Sermaye piyasası kurumlarınca yatırımcılara uygulanan testlerin temel farklılığının ortaya konulması sermaye piyasası uyumsuzluklarının çözümünde faydalı olacaktır. Yatırımcılara yapılması gereken uygunluk testi ile müşterilerin bilgi ve risk profillerine uygun yatırım ürünleri ve hizmetleri almasının sağlanması amaçlanmıştır.

Sermaye piyasası mevzuatımızda III-37.1 sayılı “Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”inde (Yatırım Hizmetleri Tebliği) yerindelik testi, bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı kapsamında²⁶, müşteriye sunulacak hizmet ile müşterinin yatırım amaçları, mali durumuyla bilgi ve tecrübesinin uyumlu olup olmadığının yetkili kuruluşlar tarafından değerlendirilmesi olarak tanımlanmıştır²⁷.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygunluk ve yerindelik testlerinin yapılmasına ilişkin olarak, uygulamanın şekillenmesini teminen uygulama esasları benimsenmiştir²⁸. Öte yandan, Yatırım Hizmetleri Tebliği’nde herhangi bir istisnaya yer verilmediğinden, yerindelik testine ilişkin hükümler, hem genel hem de profesyonel müşteriler bakımından uygulanacak olup, müşterinin genel ya da profesyonel müşteri

²⁶ Yatırım Hizmetleri Tebliği’nin 37 nci maddesinin birinci fıkrasında bireysel portföy yöneticiliği; “kollektif yatırım kuruluşlarının portföyleri hariç olmak üzere, finansal varlıklardan oluşan portföylerin, her bir müşteri adına, doğrudan veya dolaylı bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesi” olarak tanımlanmıştır. Aynı Tebliğ’in 21 inci maddesinin birinci fıkrada hükmünde ise portföy aracılığı faaliyeti, “...yatırım kuruluşlarının müşterilerin sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım veya satım emirlerini karşı taraf olarak yerine getirmesi faaliyeti” olarak belirtilmiştir.

²⁷ Sermaye Piyasası Kurulu’nun 15.05.2014 tarih ve 15 sayılı toplantısında; uygunluk ve yerindelik testlerinin Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından hazırlanan asgari içeriği onaylanmış olup, 20.06.2014 tarih ve 19 sayılı Kurul toplantısında testlerin asgari içeriği, yatırım fonları açısından revize edilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu’nun 15.05.2014 tarih ve 15 sayılı toplantısında ayrıca; testlerin asgari içeriğine uyulması, kendi içinde bütünlük arz etmesi ve makul gerekçelerinin olması kaydıyla yetkili kuruluşların, “risk ve getiri tercihi” ile “bilgi ve tecrübe” sınıflandırmaları dahil olmak üzere testleri, Şirket uygulamaları doğrultusunda şekillendirmesine ve müşteriden alınan bilgileri kendi belirleyeceği yönetime göre değerlendirmesine imkan tanınmasına karar verilmiştir (Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber s. 3).

²⁸ Bkz. <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=1163&ext=pdf>, s. 4-5, erişim: 10.11.2016.

niteliği yerindelik testi kapsamında edinilecek bilgiler arasında yer alır. Ayrıca, Yatırım Hizmetleri Tebliği'nde yerindelik testi kapsamında müşteriden asgari olarak hangi bilgilerin alınması gerektiği belirlenmiştir. Buna göre, müşterinin yatırım amaçları, yatırım süresi, risk ve getiri tercihleriyle mali durumunun yatırımın risklerini karşılayacak yeterlilikte olup olmadığının tespit edilebilmesi için müşterinin gelir düzeyi ve yatırım amaçlı varlığı hakkında yatırım kuruluşu tarafından bilgi alınması ve bu bilgilerin değerlendirilmesi sonucunda müşteriye hizmet sunulması esası benimsenmiştir. Anılan düzenlemelerle müşteriye uygulanacak yerindelik testinin sonucu ile uyumlu olan sermaye piyasası araçlarının bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmetine konu edilmesi hedeflenmiştir²⁹. Burada önemli olan özellikle emeklilik fonları gibi finansal ürünlerde yatırımcı olarak fon yönetimini değil fondan asıl yararlanacak kişilerin menfaatlerine uygun bir portföy stratejisi oluşturabilmektir.

Bununla birlikte, kaldıraçlı alım-satım işlemleri ise, portföy aracılığı veya işlem aracılığı kapsamında yürütülen bir sermaye piyasası faaliyeti olup; bu işlemlerin bireysel portföy yöneticiliği çerçevesinde değerlendirilmesi söz konusu değildir. Zira, Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 27/B maddesinde, yatırım kuruluşlarının kaldıraçlı işlemleri sundukları müşterilerine söz konusu işlemler için bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmeti veremeyeceği düzenlenmiştir. Dolayısıyla, Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 40'inci maddesi uyarınca, bireysel portföy yöneticiliği hizmeti alan yatırımcılara imzalatılması zorunlu olan yerindelik testinin, kaldıraçlı alım-satım işlemi yapacak müşterilere imzalatılması ve kaldıraçlı alım-satım işlemlerinin bireysel portföy yöneticiliğine ilişkin mevzuat hükümlerine tabi tutulması söz konusu olmamaktadır.

Sermaye piyasası uyuşmazlıklarında yatırımcılar genellikle iddialarını, finansal ürünün (*financial product*) riskiyle ilgili yanlış tanıtma ya da ihmaller içeren bir "*finansal ürün*" davası olarak gösterse dahi, bu tür uyuşmazlıklarda sermaye piyasası

²⁹ ÜZELER, Rabia Sanem, "Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu", **Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü**, Ankara, 2014, s. 20.

kurumları tavsiyenin yerindelini savunmaya hazır olmalıdır³⁰. Müşteri temsilcisi, kendince müşteriye verilen tavsiyenin, yatırımcı açısından “*inanmak için makul temel*”inin bulunduğunu ortaya koyabilmelidir. Elbette ki, yerindelik prensibi, kendine özgü vakıalara, müşterinin özel yatırım hedefleri ve ihtiyaçlarına bağlı olan bir analizdir³¹. Dolayısıyla böylesi iddiaları temel alan uyuşmazlıklarda, müşteri temsilcisi tarafından yatırım tavsiyesi verildiğinde, müşterinin yatırım hedefleri ve finansal durumlarıyla ilgili olarak müşteri merkez altına alınmalıdır³². Bu kapsamda, her yoğunlaşma ya da dağılım analizi müşterinin yatırım hedefleri ve amaçlarıyla müşterinin tüm varlıkları ışığında, tavsiye edilen yatırımın bu amaçları karşılayıp karşılamadığının değerlendirilmesiyle başlamalıdır.

2. Yerindelik İlkesinin Unsurları

Yerindelik ilkesinin dört temel kriteri bulunmakta olup, bu kriterleri sırasıyla belirtmek gerekirse: (1) yatırımcı tavsiye edilen menkul kıymetin risklerine katlanabilmelidir; (2) yatırımcı bu riskleri anlayabilmelidir; (3) yatırım, yatırımcının hedefleri ile uyumlu olmalıdır ve (4) yatırımcıya verilen tavsiye, yatırımcının en düşük maliyetle menkul kıymet alabilmesini sağlamalıdır³³. Söz konusu kriterlerden herhangi biri karşılanmadığı takdirde, tavsiyenin yerinde olmadığı kabul edilmelidir. Anılan halde, bir müşterinin varlıkları ve deneyimi, yatırımcıya riskli yatırımlar önerildiğinden

³⁰ Yerindelik iddiasının bir parçası olarak, yoğunlaşma (*concentration*) ve portföyün çeşitli yatırım araçları arasındaki dağılımı hususlarının uyuşmazlıkların önemli unsurlarına dönüşmesi olasıdır. Bununla birlikte, bir müşterinin yatırım kuruluşundaki varlıklarının tek bir yatırım aracında ya da yatırım türünde toplanması, haklı olarak yoğunlaşmanın yerinde olmadığı varsayımına neden olmayacaktır. Örneğin, tek bir yatırım fonu ya da yıllık yatırım, müşterinin hedeflerini ve risk toleransını karşılayabilecek çeşitlilik sunabilmektedir (AMERY, Brian F, “Defense of Product Cases”, **Securities Arbitration 2015**, Practising Law Institute, (s. 153-158), s. 155).

³¹ AMERY, 2015, s. 155.

³² Ayrıntılı bilgi için bkz. TEVETOĞLU, Mete/KAYNAK KOÇ, Selva, “Sermaye Piyasasında Bir Uyuşmazlık Tipi Olarak Churning”, **İstanbul Barosu Dergisi**, C. 86, Eylül-Ekim 2012, s. 190, (s. 186-197).

³³ Eğer bir yatırım fonu, aralarında yalnızca ücret yapısına yönelik farklılık bulunan A Grubu veya B Grubu paylar önerdiği hallerde, 4 üncü kriterin bu anlayışla ilişkili olabilecektir. Yatırımın miktarına ve müşterinin payları elinde tutma konusundaki beklentisinin uzunluğu gibi faktörleri bağlı olarak, A veya B Grubu paylar yatırımcı bakımından daha uygun olabilir. Belirli bir yatırımcı açısından müşteri temsilcisi tarafından daha pahalı pay grubuna dair payların alınımının tavsiye edilmesi yerindelik ilkesine aykırılık teşkil edecektir.

kendi kararına dayalı olmaz ve anılan hususlar işlemin yerindeliğine karşı iddiasının savunması olamaz.

Diğer taraftan, yüksek riskli işlemlerde bulunmak istemekle birlikte, finansal durumu düşük risk profilinde olan bir müşteriye, yatırım kuruluşu tarafından riskli yatırımlar tavsiye edilmemelidir³⁴. Böylesi bir durumda, yatırımcının yoksun kaldığı kazanç hesaplanırken “*uygun yatırım*” hususunda mevduat faizi oranlarının ortalaması nazara alınmış olmakla birlikte, müşteriye vaat edilen ve müşterinin hatalı tavsiyeye güvenerek elde etmeyi amaçladığı varsayımsal kazanç miktarı hesaba katılmaz³⁵.

Bilindiği üzere, yatırım danışmanları yasal olarak müşterilerine eşit ve adilane bir şekilde hizmet vermekle yükümlü olup, müşterinin yatırım amaçları ve risk toleransları göz önüne alınarak uygun yatırım önerilerinde bulunmalıdır. Söz konusu uygunluk gereksinimi “*müşteriyi tanıma*” (*know your customer*) kuralı olarak da bilinmektedir. Bu kapsamda, yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği dışında kalan finansal hizmetlerde yatırımcının bilgilendirilmesi ve bu kapsamda yatırım şirketinin yatırımcıya açıklama yapma yükümlülüğü esas iken; yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği hizmetlerinde yerindelik testiyle temel olarak yatırım şirketinin hizmet vereceği yatırımcıyı tanınması hedeflenir³⁶. Bu şekilde, yatırımcının bilgi düzeyini, yatırımcının tahmini yıllık gelirini ve özvarlığını, finansal ürün ve piyasalara ilişkin yetkinliğini ve risk iştahını öğrenen yatırım kuruluşunun, yatırımcıya uygun bir yatırım danışmanlığı veya portföy yöneticiliği hizmeti vermesi öngörülür³⁷.

³⁴ İngiliz hukukundaki *Woods v. Martins Bank Ltd.* davasında, Mahkeme, bankanın özen yükümlülüğünü yerine getirmedigine, kendisine duyulan güvene uygun hareket etmediğine ve edimini gereği gibi ifa etmediğine hükmetmiştir (YILDIZ, 2015, s. 179).

³⁵ *Bont-Urteil kararı* için bkz. YILDIZ, 2015, s. 260.

³⁶ ÇAKIN, Tuğba, “Yatırımcıların Korunması Kapsamında Aracılık Faaliyetlerinde İş Yapış Kurallarına İlişkin Yurtdışı Düzenlemeler ve Türkiye İçin Öneriler”, *Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü*, Ankara, 2010, s. 23.

³⁷ *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith V. Goldman*, 593 f. 2D 129 (8th Cir. 1979), cert. denied’ 444 U.S. 838 (1979).

3. Uygulama

Bir yatırımcının uyuşmazlığa konu olan işlemi onaylamış olup olmadığı tespitini içeren uyuşmazlıklarda, yatırım kuruluşunca yapılacak bu tür savunmalarda, uyuşmazlığın çözümünde önem taşıyan tüm gerekli öğeleri ispat yükümlülüğü bulunur. Hâkime sunulan yatırımcının icazetinin bulunduğu temelindeki savunmalarına dayanak olarak, davalı yatırım kuruluşunun yatırımcının onaylamış olduğunu iddia ettiği tüm işlemlere dair yatırımcının bütünüyle bilgi sahibi olduğuna dair somut deliller sunulmalıdır³⁸. Nitekim, yatırımcının hesabında gerçekleştirilen işlemlere zamanında itiraz etmiş olup olmamasının bir icazet olarak nitelendirilmesinde, yatırım kuruluşu yatırımcının alım-satım işlemleri hakkında bilgi sahibi olduğu ve zamanında hesabındaki işlemlere itiraz etmemesinin kendi iradesiyle gerçekleştiğini ispatlamalıdır³⁹. Bu suretle, yatırımcının haklarından vazgeçmesinde yatırımcının nitelikli yatırımcı olup olmaması (*sophisticated investor, accredited investor*) da önem arz eder.

Öte yandan, yatırımcının kötü niyetinin veya ağır kusurunun bulunduğu hallerde uygun nedensellik bağının kesildiği iddiası da gündeme gelebilecektir. Zira yatırımcı kendisine verilen yatırım tavsiyesinin hatalı olduğunu bilmesine veya basit bir dikkat ve özen göstermesi halinde anlayacak olmasına karşın, söz konusu tavsiye doğrultusunda yatırım yapmış ise, somut olayın özelliklerine göre yatırımcının kusuru nedensellik bağını kesmekte veyahut zararın doğumunda yatırımcının ortak kusuru bulunduğu gerekçesiyle tazminatta indirim yapılması talebi gündeme gelebilmektedir⁴⁰.

4. Yatırımcı Tarafından İleri Sürülen Yerindelik İddiaları

Yatırımcıların finansal ürünün yerindeliliğine dair iddiaları çeşitli biçimlerde gerçekleştirilmekte olup, birçok ihlalde olduğu gibi, yerindelik ihlalinin oluşup oluşmadığı bağlamsal bir problemdir. Spekülatif paylar üzerinde işlemlerin gerçekleştirildiği bir yatırım hesabı, agresif bir yatırım stratejisi izleyen genç bir uzman

³⁸ *Lucas v. Lucas*, 946 F.2d 854, 859 (10th Cir. 1974).

³⁹ CANE, Marilyn Blumberg/SHUB, Patricia A. , *Securities Arbitration: Law and Procedure*, BNA Books, Washington, 1991, s. 148.

⁴⁰ YILDIZ, 2015, s. 265.

açısından tamamen uygun olmakla birlikte; bu durum sabit gelire sahip bir emekli bakımından uygun olmayabilmektedir. Sermaye piyasası uyumsuzluğunda yatırımcı tarafından ileri sürülen yerindelik iddiası, yatırım esnasında bilgi sahibi olmayan yatırımcı stratejiye onay vermiş gibi görünse dahi, uyumsuzluk çözüm mercince yatırımcının talebi kabul edilebilmesi mümkündür. Bir yatırımın yerindeliği; söz konusu müşteri tarafından -varsa- sahip olduğu diğer menkul kıymetlerle ilgili olarak ve finansal durum ve ihtiyaçlarla ilgili açıklanan vakıaların esaslarına göre saptanır⁴¹.

Sermaye piyasası uyumsuzluklarında ileri sürülen en genel yerindelik iddiaları, bir müşteri belirli bir yatırımın içerdiği zarar riskini idrak edemediğinde; müşteri yatırımın potansiyel risklerini taşıyacak finansal kaynaklara sahip olmadığı veya müşteri belirli bir yatırım hedefi gösterip müşteri temsilcisi aksine hareket ettiğinde ortaya çıkar. Buna ilaveten, yatırımcı hesabındaki işlemler neticesinde haksız komisyon kazancı tespit edildiğinde yerindelik kriterine aykırılıktan söz edilebilecektir. Zira haksız komisyon kazancı temelde yatırımcı hesabında miktara dayalı yerinde olmayan işlemler gerçekleştirilmesiyle elde edilir.

Mahkemeler genellikle bir yerindelik ihlali için gerekli görülen kasıt unsurunun sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki herhangi bir eylem için gerekli olanla aynı olduğu ve fiili olarak hileli davranışı biliyor olma veya ihmali şekilde yatırım şirketinin farkında olması gereken açık bir tehlikeyi görmezden gelmesi olduğu şeklinde değerlendirmiştir⁴².

5. Yerindelik Vakıalarının Kanıtlanmasında İspat Araçları

Yerindelik vakıaları genellikle müşteri ve müşteri temsilcisinin ifadeleri ve hesap belgeleriyle kanıtlanmakta olup, uyumsuzlukların çözümünde en önemli belgelerden biri müşterinin yeni hesap formudur. Söz konusu belge, genellikle müşteri biyografik verileri, müşterinin yatırım deneyimi, müşteri yatırım amaçları ile risk toleransını içerir. Uyumsuzluk çözümünde incelenecek diğer önemli belgeler ise aylık hesap özetleri,

⁴¹ CANE/SHUB, 1991, s. 150.

⁴² Rolf v. Blyth, Eastman Dillon&Co, 424 F. Supp 1021 (S.D.N.Y. 1977).

sapma raporları, işlem onayları, müşteriyle müşteri temsilcisi arasındaki yazışma ve ses kayıtlarıdır.

B. Sermaye Piyasası Aracının Yanlış Tanıtılması

Müşterinin finansal ürünün risklerini anlaması ölçütü, hatalı bir tanıtım ya da ihmalden kaynaklanan uyuşmazlıklarda merkezi bir konumdadır⁴³. Sermaye piyasası kurumları, uyuşmazlıkların çözüm evresinde finansal ürünün yanlış tanıtıldığı ya da açıklanmamış risklerin, aslında müşteri temsilcisi aracılığıyla ya da başka bir biçimde açıklandığını göstermeye odaklanmalıdır⁴⁴. Kanımızca, yatırım kuruluşlarının, uyuşmazlığın çözümünde yetkili kılınan kişi veya kuruluşa izahnameye dayalı olarak yapılacak savunmasının etkili olduğunu ortaya koyması, uyuşmazlığın çözümünde yatırım kuruluşunu avantajlı duruma getirecektir. Zira, hukukun gereği olarak, müşteriler, finansal ürüne ilişkin olarak kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan hususlar hakkında bilgi sahibi olmakla yükümlüdür. Kaldı ki, kamuyu aydınlatma belgeleri, müşteri temsilcilerinin bugün geçmişe bakıldığında açık hale gelmiş her muhtemel risk senaryosunu önceden görmesi ve ele alması mümkün olmadığı için kamunun değerlendirmesine sunulmaktadır⁴⁵.

Yatırımcılar tarafından hacimli izahname veya ihraç belgesi gibi açıklama belgelerinin varlığı karşısında, genellikle risklere dair malumatının bulunduğunu inkar edilmektedir. Bu sebeple, yatırım kuruluşları, yatırımcının açıklama belgelerinde yer verilen bilgi ve projeksiyonlara değinmeye hazırlıklı olmalıdır. Yatırım kuruluşunun yazılı açıklamalar yapma çabaları ve/veya yapılan açıklamaların nicelik/niteliğini göstermek, müşterinin bunları gerçekten okuduğunu kanıtlamaya çalışmaktan daha etkili bir yaklaşım olacaktır⁴⁶.

⁴³ Yanlış bilgilendirme ve ihmaller hakkında açıklamalar için bkz. TEVETOĞLU, 2010, s. 386 vd.

⁴⁴ AMERY, 2015, s. 156.

⁴⁵ *Acme Propane, Inc v. Tenexco, Inc*, 844 F. 2d 1317, 1322 (7th Cir. 1988).

⁴⁶ AMERY, 2015, s. 156.

C. Ekonomik Teşvik

Yatırımcıların belli bir finansal ürünün satışına yönelik verilen tavsiyenin arka planında, müşteri temsilcisi ve yatırım kuruluşunun ekonomik teşviklere odaklanması da olasıdır. Ancak, yüksek komisyonlu bir finansal ürünün özü gereği uygunsuz (*inappropriate*) olduğunun kabulü hatalı bir değerlendirme olacaktır. Zira, yatırım kuruluşları bu argümanlara karşı savunma için makul bir yaklaşım benimseyebilecektir. İlk olarak, ekonomi unsurunun, yatırım ürünlerinin ortaya çıkarılmasını etkilediği bilinen bir olgu olup, yatırım kuruluşları iyiniyetli çabalarıyla gelir elde etmeye çalışmaktan dolayı kusurlu duruma düşmemelidir.

Kanımızca, bir finansal ürün, salt ücretlendirilen komisyonlarla değerlendirilmemeli ve yerindelik ilkesi müşterilerin yapmış olduğu ödeme miktarıyla belirlenmemelidir. Daha önce de belirtildiği üzere, her yatırımın kendine özgü risk ve getirileri bulunmakla birlikte, müşteri temsilcisi belirli bir finansal ürüne dair yatırım tavsiyesinde bulunmasının gerekçesini ve yatırım aracının ilgili müşteri açısından neden uygun olduğunu açıklamaya hazır olmalıdır⁴⁷. Daha açık bir ifadeyle, yatırım kuruluşları söz konusu finansal ürünün faydalarını savunmaya ve eğer benzer mahiyette, daha düşük masraflı finansal ürünler ya da stratejiler mevcut ise, bunların niteliklerini müşterinin hedefleri ışığında söz konusu finansal üründen ayırt edebilmelidir.

D. Sermaye Piyasası Aracının Bilgisi

Sermaye piyasalarının hızlı değişen yapısına bağlı olarak, yatırımcılara önerilen finansal araçlar da değişiklik gösterir. Bu bakımdan, finansal üründen kaynaklanan bir uyuşmazlıkta müşteri temsilcileri, yatırımcılara makul ve uygun bir tavsiyede bulunmak için finansal ürünle ilgili finansal ürünün fiyatı ve yapısı ile finansal ürüne dair öngörü hususlarında gerekli bilgi derecesine sahip olmalıdır⁴⁸. Yatırımcılar, müşteri temsilcisinin yatırım stratejisi veya belirli bir yatırıma dair hatalı tavsiyeler verdiği iddiasında bulunabilmektedir⁴⁹. Bu tür uyuşmazlıklarda, yatırımcılar müşteri

⁴⁷ AMERY, 2015, s. 157.

⁴⁸ GRANT, J. Kirkland, *Securities Arbitration for Brokers, Attorneys and Investors*, Quorum Books, Westport, Connecticut, 1994, s. 198.

⁴⁹ GRANT, 1994, s. 198.

temsilcisinin finansal ürünle ilgili bilgisini ve gerekli eğitime sahip olup olmadığını test edecektir.

Öte yandan, müşteri temsilcileri her zaman satımına aracılık ettikleri finansal ürünün ihraç aşamasındaki planlaması ya da yönetimi hakkındaki her bir detayla ilgili başlangıçta bilgi sahibi değildir. Anılan husustaki bilgi ve değerlendirmeler, ürün zincirinde farklı rollere sahip diğer profesyonellerin sorumluluğu altındadır. Bu hususlardaki bilgi, müşteri temsilcisinin yerinde bir tavsiyede bulunması yükümlülüğü için tam olarak kritik bir önem sahip değildir⁵⁰.

VI. YERİNDELİK İDDİASINA KARŞI YATIRIM KURULUŞUNCA YAPILACAK İCAZET SAVUNMASININ TEMELLERİ

Müşteri temsilcileri tarafından yatırımcıların hesabının hatalı yönetildiğinin ileri sürüldüğü hallerde, yatırım kuruluşları tarafından sıklıkla icazet savunması yapılmaktadır⁵¹. İcazet savunmasının öne sürülmesinin temel dayanağı, müşterinin yatırım kuruluşundan teyitleşme, aylık hesap ekstresi almasına ve bazı durumlarda hesabı yöneten yatırım kuruluşu yetkilisiyle bu işlemleri konuşmasına rağmen hesabındaki yetkisiz veya uygun olmayan işlemlere zamanında itiraz etmemesidir⁵².

⁵⁰ AMERY, 2015, s. 158.

⁵¹ Amerikan hukukunda icazet temsil hukuku doktrini iken; yatırım kuruluşlarınca yapılabilecek diğer savunma türleri olan itiraz hakkının düşmesi, feragat ve ihmal adil savunmalar olarak kabul edilmektedir. Tüm bu dört savunma kaynağını *common law*'dan almış olup, dolandırıcılık ve diğer genel hukuki talepler için kullanılması mümkündür. Dahası, Kural 10b-5 kapsamında hukuki sorumluluk yargısal olarak kastedildiği için, bu savunmalar dâhil *common law* savunmaları Kural 10b-5 davalarında ileri sürülebilecektir. Yatırım kuruluşlarınca savunmaların zaman zaman başarıyla ileri sürülmesine rağmen, özellikle şikâyetçi-bilgili olmayan bir bireysel yatırımcı ise mahkemeler genellikle bunları katı bir biçimde uygulama konusunda isteksizdir. Mahkemelerin anılan konudaki isteksizliği (1) uyuşmazlığa düşülen işlemleri tamamen anlamayabilen bir yatırımcının tazminat almasının engellenmesinin adil olamamasına, (2) bir yatırım hesabında menkul kıymet dolandırıcılığı veya yatırım hesabı nedeniyle verilen temsil yetkisinin kötüye kullanması nedeniyle kusurlu bulunan kişilere yükümlülük uygulamanın caydırıcı etkisi ve (3) müşterinin kendi işlerine veya iddiada bulunmaya gerekli özeni göstermemesi sonucunda oluşan bir kayıp şekli göstermediği sürece, kusuru bulunan bir kimsenin sorumluluktan kaçmaması gerektiği düşünülmektedir (POSER/FANTO, 2016, §24, s. 34). Madde hükmü için bkz. **Securities Act of 1933 Rule 10b-5**: Employment of Manipulative and Deceptive Practices.

⁵² Şikâyetçi, yatırım kuruluşundan ayrıca izahname veya diğer risk bildirim formlarını almış olabilir. Bu tür belgelerin alınması, yatırım kuruluşu tarafından icazet, feragat veya itiraz hakkının düştüğüne yönelik savunma araçlarından ziyade, yatırım kuruluşunun temsilcisinin sözlü beyanatlarına dayanacağından, şikâyetçinin iddialarının gerekçelendirilebilir olmadığı yönüyle oluşturulacak

Yatırım kuruluşu bu nedenle uyuşmazlığa konu edilen işlemlerle ilgili olarak zamanında müşteriye bildirimde bulunmuş olduğunu ve yatırımcının itiraz etmeksizin bu işlemi kabul ettiğini; bu nedenle anılan işlemler nedeniyle tazmin taleplerinin kabul edilmemesi gerektiğini ileri sürmektedir. Genel olarak, yatırım kuruluşlarınca yapılacak anılan türdeki savunmaların başarısı, ileri sürülen ihlalin mahiyetine ve müşterinin yatırım konusundaki bilgi düzeyine bağlıdır.

Öte yandan, bir yatırımcının hesabında gerçekleştirilen işlemlere icazet⁵³ verip vermediğine dair inceleme hassas unsurlara sahiptir. Burada sorulacak temel soru, işlemlere icazet verme eğiliminde olan müşterinin işleme ilişkin tüm önemli nitelikteki maddi olguları bilip bilmediği konusudur. Teyitleşme ve aylık hesap ekstrelerini alması veya anlamasına rağmen, hesapların yönetilme biçimine zamanında itirazda bulunmayan tecrübeli bir yatırımcı uyuşmazlığa konu edilen işlemleri onaylamış kabul edilir. Buna ilaveten, yatırım hesabına dikkat gösteren bir yatırımcı, hesabında gerçekleştirilen işlemlere zamanında itiraz etmemiş olmakla, hesabında gerçekleşen işlemleri onayladığı bulgusunu desteklemektedir.

Hukukumuzda konuya yönelik olarak, Yargıtay 19. Hukuk Dairesi'nin 17.10.1997 tarih ve E.1997/6046 ve K.1997/8544 sayılı kararında⁵⁴; müşteri talimatının geçerlilik değil ispat koşulu olması nedeniyle, talimatsız veya yönetmeliğe aykırı talimata göre yapılan alım-satım işlemlerinin, hesap ekstresinin tebliği veya başka şekilde öğrenilmiş ve itiraz edilmeyip, başka işlemler yapılmış olması halinde, talimatsız işlemlere icazet verilmiş sayılacağına hükmedilmiştir. Bu sebeple, yatırımcı tarafından hesabında gerçekleştirilen işlemlere icazet verilmiş sayılması için durumun öğrenilmiş ve itiraz edilmemiş olması gerekmekte olup, itiraz konusunda bir süre

argümanlara temel edebilecektir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *MidAmerica Federal Sav. And Loan Ass'n v. Shearson/American Express, Inc.* 886 F.2d 1249, 1255-56 (10th Cir. 1989).

⁵³ İcazet verme “vekalet veren daha önce temsilcisi tarafından kendi adına yapılan ve fakat önceden onaylamadığı bir işlem veya faaliyeti kabul ettiğinde, önceden yapılan eylemi hukuki hale getiren irade beyanı” şeklinde ifade edilen bir temsil hukuku doktrindir. Bununla birlikte, bir işlem ya da bir hareket yolu vekalet verenin “gönüllü olarak ve akıllı bir şekilde vakayı tüm unsurlarıyla bilerek” temsilcisinin faaliyetlerini benimsediğinin açık olması halinde işlem onaylanır (*Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner&Smith Inc.*, 906 F.2D 1206, 1214 (8th Cir. 1990).

⁵⁴ 19. HD'nin 17.10.1997 tarih ve E.1997/6046 ve K.1997/8544 sayılı kararı, (YKD, C. 25, S. 3, Mart 1999, s. 376-378).

sınırlaması bulunmamaktadır. Yatırım hesabında gerçekleştirilen işlemlerin yatırımcının bilgisi ve talimatı dâhilinde yapıldığını gösterir herhangi bir delil dosyaya sunulmadığı hallerde, yatırımcının bu işlemlere sonradan icazet verdiğini gösterir somut bir delilin de ibraz edilmesi ispat hukuku bakımından gereklidir.

Dolayısıyla, mevzuatta öngörülen koşullar gerçekleştirilmeden hesap açılmasına, belge ve kayıt düzeni sağlanmadan işlem yapılmış olmasına rağmen, yapılan işlemlere ilişkin nakdi yükümlülüklerin yatırımcı tarafından yerine getirilmesi suretiyle yapılan işlemlere yatırım kuruluşunca zımnen icazet verildiği durumlar olabilecektir.

Yatırım kuruluşunun söz konusu mevzuata aykırı davranışları, kendisine Sermaye Piyasası Kurulu tarafından sermaye piyasası mevzuatına aykırı eylem ve işlemleri nedeniyle yaptırım uygulanmasına neden olsa dahi, anılan durumun işlemlerine muttali olmuş ve edimlerini ifa etmiş, dolayısıyla yapılan işlemlere zımnen icazet vermiş yatırımcıya hak sağlamayacağı ortadadır. Zira, MK md. 2'de yer alan doğruluk ve dürüstlük kuralı bir hakkın sırf başkasına zarar vermek amacı ile kullanılmasına imkan vermez.

Yatırım kuruluşlarınca ileri sürülen icazet savunmalarının temel amacı, yatırımcıların kusurundan kaynaklanan zarardan dolayı haksız avantaj elde edilmesinden yatırım kuruluşunu korumaktır. Bununla beraber, hesabında gerçekleştirilen işlemlere ilişkin olarak uzun bir zaman şikâyetinde bulunmamış olan tecrübeli bir yatırımcı, hukuk gereği işlemin onun ticari yatırım hedeflerine aykırı olduğunu ileri sürmesi uyuşmazlık çözüm mercilerince kabul görmeyebilir⁵⁵.

VII. DEĞERLENDİRME

Yatırım kuruluşları genellikle yatırımcıların yerindelik iddiasını içeren uyuşmazlıklarını söz konusu menkul kıymetin müşteri temsilcisi tarafından tavsiye

⁵⁵ *Landry vs. Hephill Noyes & CO.* davasında ABD temyiz mahkemesi, menkul kıymet piyasalarında hatırı sayılır bir tecrübeye sahip bir müşterinin, teyitleşme ve aylık hesap ekstrelerini almasına rağmen hesabındaki yüksek seviye aktiviteyle ilgili 22 ay boyunca şikâyetinde bulunmaması konusunda, onun bir işlem yapan kişiden ziyade bir yatırımcı olmasından dolayı, yatırımcının haksız komisyon kazancı iddiasını reddetmiştir (POSER/FANTO, 2016, §24, s. 31).

edilmediğini öne sürerek savunmaktadır. Yatırım kuruluşları tarafından hakkaniyete uygun savunmalar genellikle yatırımcının konu hakkında bilgi sahibi olduğunu ve yatırımın öneri anında uygun olmadığını bildiğini veya bilmesi gerektiğini göstererek kanıtlanmaktadır. Müşteri aramaları ve e-postaları, müşterinin eğitimi, iş geçmişi, yatırım tecrübesi ve müşteri temsilcisinin/yatırım danışmanının müşteri görüşmeleriyle ilgili notlarının bütünü yatırımcının menkul kıymetler hakkında bilgi sahibi olduğunu ve kendi portföyündeki menkul kıymetin riskini kabul etmeye istekli olduğunu tanımlamak için kullanılmaktadır.

Ayrıca, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında imzalanan çerçeve sözleşmeler ve yapılan yazılı açıklamalar yatırım kuruluşları tarafından müşterinin söz konusu finansal ürünle ilgili tüm riskleri bildiği veya bilmesi gerektiğini göstermek için kullanılır. Bu kapsamda, bir uyuşmazlık hakkında değerlendirme yapılırken, müşterinin kendi sözleriyle hedeflerinin ne anlama geldiği konusunda anladıklarının ve bu hedefleri karşılamak için ne kadar riske katlanmaya istekli olduğunu açıklamasının istenmesi gereklidir. Ayrıca, müşteri temsilcisinin bu hedefler doğrultusunda yatırım risk ve getiri tercihlerine; zaman, vergi, likidite ve hukuksal konulardaki yatırımcının sınırlamalarına uygun bir portföy oluşturarak yatırımcının onayı sonrasında bu sınırlar içerisinde hareket ederek işlemleri gerçekleştirilmesi yatırım kuruluşu hakkında finansal üründen kaynaklanan şikayetleri minimuma indirmeye katkı sunar.

KAYNAKÇA

AMERY, Brian F., “Defense of Product Cases”, Securities Arbitration 2015, Practising Law Institute, (s. 153-158).

CANE, Marilyn Blumberg/ SHUB, Patricia A, **Securities Arbitration: Law and Procedure**, BNA Books, Washington, 1991.

COHEN, Hilary Huebsch, “The Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers’ Professional Responsibilities”, **Journal of Corporation Law**, Summer 78, Vol. 3, Issue 3, (s. 533-579).

- ÇAKIN, Tuğba, “Yatırımcıların Korunması Kapsamında Aracılık Faaliyetlerinde İş Yapış Kurallarına İlişkin Yurtdışı Düzenlemeler ve Türkiye İçin Öneriler”, **Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü**, Ankara, 2010.
- DOSS, Jason Ryan / FRANKOWSKI, Richard Stansislaw, **The Practitioner’s Guide to Securities Arbitration**, American Bar Association, Illinois, 2013.
- İNCEOĞLU, Mehmet Murat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2004.
- FLETCHER, C. Edward, “Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws”, 1998, **Duke Law Journal**, (s. 1081-1109).
- LOSS, Louis / SELIGMAN, Joel, **Securities Regulation** (Treatise on Securities Regulation), 3rd Edition, Boston, 1993.
- MALECKI, Jenice L./ NICOLAZZO, Adam M. /VAN DE VEIRE, Robert M., “Cross Examination of a Broker in a Product Case”, **Securities Arbitration 2015**, (s. 156-169).
- MANAVGAT, Çağlar, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, 1. Baskı, BATHAE, Ankara, 2016.
- OKUTAN NİLSSON, Gül, **Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016.
- POSER, Norman S./ FANTO, James A., **Broker Dealer Law and Regulation**, Aspen Publishers, New York, 2007 (2016 Supplement).
- POSER, Norman S., “Options Account Fraud: Securities Churning in a New Context”, **The Business Lawyer**, American Bar Association, Vol. 39, No. 2, February 1984, (s. 571-609).
- ÜZELER, Rabia Sanem, “Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu”, **Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü**, Ankara, 2014.
- TEVETOĞLU, Mete/ KAYNAK KOÇ, Selva, “Sermaye Piyasasında Bir Uyuşmazlık Tipi Olarak Churning”, **İBD**, C. 86, Eylül-Ekim 2012, (s. 186-197).

YILDIZ, Burçak, Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında Yatırım Tavsiyeleri, BATHAE, Ankara, 2015.