



**SERMAYE PİYASASI KURULU
HUKUK İŞLERİ DAİRESİ**

**YATIRIM HİZMETİ ALIMINDA YATIRIMCININ KORUNMASI VE
TÜKETİCİ HUKUKUNUN SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA
UYGULANABİLİRLİĞİ SORUNU
Yeterlilik Etüdü**

**Rabia Sanem ÜZELER
Uzman Hukukçu Yardımcısı**

**ANKARA
2014**

YÖNETİCİ ÖZETİ

2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel finansal krizin ardından yatırımcıların piyasaya olan güvenlerinin yeniden sağlanması ve kriz sürecinde ortaya çıkan sermaye piyasası mevzuatının eksikliklerinin giderilmesi amacıyla düzenlemeler gözden geçirilmeye ve yatırım hizmetleri alan yatırımcıların daha etkin nasıl korunabileceği araştırılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda, yatırımcıların korunması, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)'nin amaçları arasında yer almakta olup, yatırım hizmetleri alan yatırımcıların, müşteri sıfatıyla hukuki ilişkiye girdikleri yatırım kuruluşlarının olumsuz eylemlerine karşı korunması amacıyla Tebliğler ile düzenlemeler yapılmıştır. Yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine ilişkin olarak Avrupa Birliği düzenlemeleri esas alınarak yatırımcıların özellikle iş yapış kuralları adı verilen, temel olarak açıklama, aydınlatma, özen ve sadakat borcuna dayanan kurallar bütünüyle korunmaları hedeflenmiştir.

Bununla birlikte, karşılaştırmalı hukukta ve uluslararası düzeyde, bilgi asimetrisinin giderilmesine yönelik iş yapış kurallarına ilişkin düzenlemelerin her zaman yatırımcıların rasyonel ve doğru kararlar vermesini sağlayamadığı, ortaya çıkan yeni finansal ürünler ve hizmetler karşısında düzenlemelerin yetersiz kaldığı, günümüzde toplumun tüm kesimlerinin finansal piyasalardaki işlemlerinin teşvik edilmesi gibi nedenlerle, yatırımcılara sağlanan koruma düzeyinin artırılması gerektiği anlaşılmıştır. Bu bağlamda, yatırımcının “tüketici” olup olmadığı, tüketicilere sağlanan korumalardan yararlanıp yararlanamayacağı, hangi ilkeler ve modeller dahilinde korunması gerektiği yönündeki tartışmalar artmıştır. Söz konusu tartışmada, farklı görüşler ileri sürülmekle birlikte, günümüzde gerek ülkelerin yasal düzenlemelerinde, gerekse uluslararası kurum ve kuruluşların benimsedikleri ilkelerde, yatırım hizmeti alan müşterinin “finansal tüketici” olduğu ve bu kişilerin korunması bakımından daha müdahaleci bir yaklaşımın benimsenmesi gerektiği kabul edilmektedir. Bu çerçevede, tüketici hukukunda olduğu gibi, hizmet sağlayıcısı konumunda olan yatırım kuruluşlarına daha ağır yükümlülüklerin ve sorumlulukların getirilmesi, müşterinin ihtiyaçlarına uygun olmayan, riskli araçların kendilerine sunulmasının önlenmesi, yatırım kuruluşlarının olumsuz satış teknikleri ve müşteri menfaatlerinin geri planda kalmasına yol açan uygulamalarının yasaklanması, müşterilerin şikâyetlerinin çözümünde etkin başvuru mekanizmalarının getirilmesi, alternatif uyuşmazlık çözümü uygulamaları ile müşterilerin dava haklarının güçlendirilmesi ve kolaylaştırılması gerektiği ileri sürülmektedir.

Uluslararası literatürde, yatırımcının/genel müşterinin tüketici olup olmadığı yönündeki teorik tartışmalar bir yana bırakıldığında, düzenleyicilerin artık konuyu finansal tüketicinin korunması bağlamında ele almaya başladıkları, bu nitelendirmenin sonucu olarak yatırımcıların korunmasında daha korumacı bir yaklaşımın benimsenmesinin yerinde olacağı çoğunluk tarafından kabul edilmektedir. Konuya ülkemiz düzenlemeleri açısından bakıldığında, özellikle 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkındaki Kanun (TKHK)'nin yürürlüğe girmesiyle yatırım hizmeti alan müşterinin “tüketici” olup olmadığı ve bu Kanun'da yer alan düzenlemelerin kapsamına girerek, tüketiciler için öngörülen korumalardan yararlanıp yararlanamayacağı sorunu ortaya çıkmıştır. Güncel tartışmalar dahilinde konu değerlendirildiğinde, esasen müşterilerin, yatırım hizmeti alırken karşılaştıkları risklerin, mal veya hizmet piyasasında tüketim yapan kişinin karşılaştığı risklere göre daha düşük ve önemsiz nitelikte olmadığı, bu nedenle yatırım hizmeti alan müşterinin de, bu işlem nedeniyle tüketici gibi korunmasının gerekli olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Gerçekten de, günümüzde tüketicilerin korunmasını gerektiren pek çok neden (sözleşmenin zayıf ve ekonomik olarak güçsüz tarafı olmaları, kendilerine sunulan bilgileri değerlendirmekte ve anlamakta yetersiz olmaları, ürün çeşitliliği, satış ve pazarlama teknikleri nedeniyle rasyonel karar vermelerinin her zaman mümkün olmaması), genel müşterilerin korunması açısından da geçerlidir.

Bu nedenle, günümüzde tüketici hukukunda tüketiciyi koruyucu düzenlemelerin yapılmasını gerektiren sebeplerin, sermaye piyasası alanında da mevcut olduğu ve daha korumacı/müdahaleci düzenleme yapılmasını gerektiren bir neden olarak değerlendirilebileceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, mevcut sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinin “genel müşteri”leri etkin şekilde korumak hususunda bazı eksikliklerinin olduğu söylenebilecektir. Bu kapsamda, sermaye piyasası mevzuatında yer alan iş yapış kurallarının ihlal edilmesinin yatırımcı tarafından doğrudan dava edilerek ileri sürülememesi nedeniyle, bu düzenlemelerin yatırım kuruluşu karşısında genel müşterinin haklarının korunmasını sağlamak bakımından yeterli olmadığı, müşterinin yatırım kuruluşuna karşı ancak haksız fiil ve sözleşmesel sorumluluk hükümleri gereği dava açılacağı, öte yandan açılan bu davanın maliyetli olması, uzun bir süreci içermesi ve müşterinin ispat külfetlerini yerine getirmekte karşılaştığı zorluklar nedeniyle, müşterilerin yatırım kuruluşları karşısındaki hukuki durumunun zayıf olduğu düşünülmektedir. TKHK’da tüketicilerin hangi haklara sahip olduğu hususundaki belirlemeler ile tüketicilerin dava açmalarını kolaylaştıran, maliyetlerini azaltan ve daha hızlı bir prosedür çerçevesinde uyuşmazlıkların giderilmesini sağlayan düzenlemelerin sermaye piyasası mevzuatında uygulanmasının olumlu yönlerinin olabileceği düşünülmektedir.

Bununla birlikte, sermaye piyasalarında düzenleme yapılırken, piyasa aktörlerinin tamamının menfaatlerinin gözetilmesi ve düzenlemelerde ekonomik verimliliğin sağlanmasını temin edecek bir dengenin sağlanması da zorunluluk arz etmektedir. SPKn ve bu Kanun’a dayanılarak çıkartılan ikincil düzenlemelerin amaçlarına bakıldığında, bir yandan piyasanın güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanmasının, diğer yandan ise yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasının hedeflendiği görülmektedir. Bu bağlamda, yatırım hizmeti alan yatırımcının/genel müşterinin korunmasına yönelik mevzuattaki eksikliklerinin giderilmesinde, TKHK’nun eş zamanlı olarak uygulanması yerine, konunun doğrudan sermaye piyasası mevzuatıyla düzenlenmesi ve mevcut eksikliklerin giderilmesinin yerinde olacağı düşünülmektedir. Gerçekten de, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları çerçevesinde de amaçlananın bu olduğu görünmektirse de, mevcut hukuki durumda TKHK’nun bazı hükümlerinin müşteri ile yatırım kuruluşu arasındaki ilişkide uygulama alanı bulabileceği, ancak mevzuatta yapılacak değişikliklerle genel müşterinin etkin şekilde korunmasına ilişkin düzenlemelerin doğrudan sermaye piyasası mevzuatında düzenlenerek genel müşterinin/yatırımcının TKHK’nun kapsamından hariç tutulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

İçindekiler

YÖNETİCİ ÖZETİ	1
KISALTMALAR CETVELİ	5
GİRİŞ ve İNCELEME SINIRLARI	6
I. SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA YATIRIM HİZMETLERİ ALAN YATIRIMCININ KORUNMASI	7
A) Genel Olarak	7
B) Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Müşteri Olarak Görünümü ve Müşterilerin Sınıflandırması.....	8
C) Müşterinin Yatırım Hizmetleri Nedeniyle Korunmasına Yönelik Hukuki Mekanizmalar	10
1) Genel Olarak.....	10
2) Yatırım Kuruluşlarının Mali Durumlarının Korunmasına İlişkin Düzenlemeler	11
3) Yatırım Kuruluşlarının Müşterilerin Varlıkları Üzerinde Yetkisiz Şekilde Tasarruf Etmelerini Önlemeye Yönelik Düzenlemeler	12
4) Yatırım Kuruluşu ile Müşterisi Arasındaki Çıkar Çatışmalarının Önlenmesine ve Açıklanmasına Yönelik Düzenlemeler	13
5) Yatırım Kuruluşlarının Tabi Oldukları İş Yapış Kuralları	16
a) Genel Olarak	16
b) Dürüstlük, Özen ve Sadakat Kuralları	16
c) Açıklama Yükümlülükleri	18
d) Uygunluk Testi.....	18
e) Yerindelik Testi	19
II. YATIRIM HİZMETİ ALIMINDA YATIRIMCININ KORUNMASINA İLİŞKİN YENİ MODEL ARAYIŞLARI VE TÜKETİCİ HUKUKUNUN SERMAYE PİYASASI MEVZUATINA ETKİLERİ	20
A) Yatırım Hizmeti Düzenlemelerinin Gözden Geçirilmesinin Nedenleri ve Finansal Krizin Yatırım Hizmetleriyle Bağlantısı.....	20
B) Finansal Krizin Ardından Yatırımcının Korunmasına İlişkin Olarak Gündeme Gelen Yeni Model Arayışları	22
1) Genel Olarak.....	22
2) Davranışsal Ekonomi Çerçevesinde Yatırımcının Korunması Yaklaşımı	23
3) Yatırımcının Korunmasının Finansal Tüketicinin Korunması Kapsamında Ele Alınması Yaklaşımı	25
C) Yatırımcının Korunmasında Tüketici Hukukunun Uygulanabilirliği Sorunu	27
1) Tüketici Kavramı ve Tüketicinin Korunması	27
2) Yatırımcının Tüketici Olarak Nitelendirilip Nitelendirilemeyeceği Sorunu	28
D) Uluslararası Metinler ile Geliştirilen Finansal Tüketicinin Korunmasına İlişkin İlkeler 31	

1) Finansal Tüketicinin Korunmasına Yönelik G-20 İlkeleri	31
2) Finansal Tüketicinin Korunmasına İlişkin Dünya Bankası Raporu	33
E) Yatırımcının Korunmasında Tüketici Hukuku Odaklı Yaklaşımın Yatırım Hizmetleri Düzenlemelerine Yansımaları	34
III. TÜKETİCİ HUKUKUNUN SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA UYGULANABİLİRLİĞİ SORUNU	39
A) Genel Olarak	39
B) TKHK ve SPKn'nun Amaç ve Konu Yönünden Karşılaştırılması.....	39
C) Yatırım Hizmeti Alınmasında TKHK'nun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu	43
1) Genel Olarak.....	43
2) TKHK'nun Sermaye Piyasası İlişkilerinde Uygulama Alanı Bulabilecek Hükümleri 44	
a) Tüketici Sözleşmelerine İlişkin Temel İlkeler ve Haksız Şartlara İlişkin Olarak	44
b) Ayıplı Hizmet Sağlanmasına İlişkin Olarak	45
c) Tüketici Kredisi Sözleşmesine İlişkin Hükümlerin Kredili İşlemler Yönünden Uygulanmasına İlişkin Olarak.....	46
d) Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmelere İlişkin Olarak.....	48
e) Uyuşmazlıkların Giderilmesine İlişkin Olarak	49
3) Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı.....	50
D) TKHK'nun Yatırım Hizmetleri Alımında Uygulanmasının Değerlendirilmesi	51
1) Yatırım Hizmeti Alımında TKHK'nun Uygulanmasının Olumlu Yönlerinin Değerlendirilmesi.....	52
2) Yatırım Hizmetlerinin Alımında TKHK'nun Uygulanmasının Olumsuz Yönlerinin Değerlendirilmesi.....	57
SONUÇ	59
KAYNAKÇA	64

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BGH	: Bundesgerichtshof
BKR	: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
Dn.	: Dipnot
E.	: Esas
FSA	: Finansal Hizmetler Otoritesi
FSB	: Financial Stabfsaility Board
FSMA	: Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu
GTB	: Gümrük ve Ticaret Bakanlığı
HMK	: Hukuk Muhakemeleri Kanunu
Kanun	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
md.	: Madde
MiFID	: Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	: Markets in Financial Instruments Regulation
OECD	: The Organisation for Economic Co-operation and Development
PRIP	: Packaged Retail Investment Products
Rdn.	: Randnummer
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
TBK	: Türk Borçlar Kanunu
TCK	: 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu
TKHK	: 6052 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkındaki Kanun
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
Vol.	: Volume
WpHG	: Wertpapierhandelsgesetz
YTM	: Yatırımcıları Tazmin Merkezi

GİRİŞ ve İNCELEME SINIRLARI

Sermaye piyasası düzenlemelerin önemli bir kısmı yatırım hizmetlerinden yararlanan kişilerin bu hizmeti sağlayan kuruluşlara karşı korunmalarına yöneliktir. Ancak, gelişen dünyada, yatırım hizmetleri ve ürünlerinin karmaşıklaşmasına ve çeşitlenmesine karşılık, var olan hukuki mekanizmaların finansal kuruluşlarla muhatap şahısları korumakta her zaman yeterli olmadığı ortaya çıkmıştır. Özellikle 2007-2009 yılları arasında yaşanan küresel finansal kriz nedeniyle, finansal hizmetlerden yararlanan kesimler büyük mağduriyetler yaşamışlardır. Küresel kriz nedeniyle piyasaya olan güven sarsılmış ve bu güvenin tekrar tesisi için bazı adımların atılmasının gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda gündeme gelen bir dizi reform niteliğindeki hukuki düzenlemelerin önemli bir kısmının temelinde yatan olgu, finansal hizmetleri sunanların faaliyetlerini sürdürürken uymaları zorunlu esasların gözden geçirilmesi ve anılan kuruluşlardan hizmet alanların daha etkin korunmasının sağlanabilmesidir.

Finansal kuruluşlardan hizmet alanların piyasaya olan güvenlerinin tekrar kazanılması ve bu kişilerin gereği gibi korunabilmeleri için; finansal krizin meydana gelmesinde katkısı olan, finansal kuruluşların müşterilerinin çıkarlarını gözetmeksizin, riskli ve müşteriler tarafından gerçek anlamda anlaşılmayan yatırım araçlarının müşterilere pazarlanmasının önlenmesi, yatırım danışmanlığı hizmetinde bulunanların sorumluluklarının belirlenmesi ve genişletilmesine yönelik hukuki düzenlemelerin yapılması gündeme gelmiştir. Anılan hususlara ilişkin düzenlemelerden bir kısmı hali hazırda yürürlüğe girmiş, bir kısmı ise halen taslak aşamasındadır. Bununla birlikte, söz konusu düzenlemeler veya taslaklara ilişkin olarak, yatırım hizmetlerinden yararlanan kişilerin hangi düzeyde korunacağı ve sağlanan korumada yatırım kuruluşunun “müşteri”sinin “yatırımcı” olarak mı yoksa “tüketici” olarak mı değerlendirileceğine ilişkin tartışmalar dikkat çekicidir. Yatırım hizmetinden faydalanan kişilerin “yatırımcı” mı “tüketici” mi olduğu hususundaki tartışma, finansal krizden önce başlamış olmakla birlikte, kriz sonrası ivme kazanmıştır. İlk bakışta yalnızca teorik gibi görünen bu tartışmada benimsenecek olan görüş neticesinde, korumanın düzeyi, kapsamı ve mekanizmaları farklılaşacağından, bu tartışma neticesinde benimsenecek olan görüş bir hukuk politikası tercihi niteliğindedir.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn, Kanun)’nun yürürlüğe girmesinin ardından yürürlüğe giren 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun (TKHK, 6502 sayılı Kanun) ile yatırımcının tüketici olup olmadığı ve tüketici hukuku düzenlemelerinin yatırımcı bakımından da uygulanıp uygulanmayacağına tespit edilmesi önem kazanmıştır. Bu çerçevede, “müşteri”nin “yatırımcı” karakterinin geri planda bırakılmasına yönelik uluslararası eğilim doğrultusunda, ülkemiz açısından “müşteri”nin sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen hukuki korumaların yanı sıra, “tüketici hukuku” kapsamında düzenlenen haklardan da yararlandırılması sonucu gündeme gelecek ve bu iki hukuk alanının nasıl bir arada uygulanacağı sorununun çözülmesi gerekecektir.

Bu çalışmanın konusu, yukarıda kısaca değinilen tartışmanın yatırım hizmetleri bakımından ele alınması, tartışmanın fiili temellerinin ortaya konulması, “yatırımcı”nın “tüketici” olduğu yönündeki yaklaşımın değerlendirilmesine ilişkin görüşlere ve yeni düzenlemelere yer verilmesi ve tüketici hukukunun sermaye piyasası mevzuatında uygulanabilirliği sorununun Türk hukuku açısından değerlendirilmesidir. Bu çalışma ile son yıllarda güncellik kazanan ve yatırım hizmetleri alan müşterilerin korunması hususundaki düzenleme arayışları ve ortaya çıkan gelişmelerin tamamının aktarılması, literatürün, düzenlemelerin ve taslakların tüm boyutlarıyla ortaya konulması değil, tartışmaların güncel seyri ve Türk hukuku açısından konunun yürürlükteki düzenlemeler çerçevesinde değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Bu çerçevede, birinci bölümde yatırımcının yatırım hizmeti alırken korunmasına ilişkin Kurul düzenlemelerine yer verilmiş ve yatırımcıların neden yatırım hizmetleri alırken korunmaya ihtiyaç duyduklarına değinilmeye çalışılmıştır. İkinci bölümde ise, finansal krizin ardından, yatırım hizmeti alan müşterilerin korunmasına ilişkin sermaye piyasası mevzuatının eksikliklerinin anlaşılmasıyla ivme kazanan, müşterinin “finansal tüketici” olarak korunması gerekliliği ve bu bağlamda getirilen öneriler ve yeni düzenlemelere değinilmiştir. Çalışmamızın üçüncü bölümünde ise, TKHK’nun sermaye piyasası mevzuatında uygulanabilirliği değerlendirilmiş, TKHK’nun hangi hallerde yatırım hizmetleri ilişkilerinde uygulanmasının gündeme gelebileceği tespit edilmeye çalışılmıştır.

I. SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA YATIRIM HİZMETLERİ ALAN YATIRIMCININ KORUNMASI

A) Genel Olarak

SPKn ve bu Kanun’a bağlı çıkartılan¹ ikincil düzenlemelerden oluşan sermaye piyasası mevzuatı, şirketler hukukuna ilişkin kurallar başta olmak üzere özel hukuk hükümlerinin yanı sıra, cezai ve idari yaptırımları düzenleyen interdisipliner² bir alandır. Bu kuralların temel amacı, SPKn’nun 1 inci maddesinde yer verildiği üzere “*sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir.*”

SPKn’nun 1 inci maddesinde, Kanun uyarınca yapılacak düzenlemelerin ve denetimlerin odak noktaları arasında “*yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması*” gösterilmiş olup, yatırımcıların korunması, sermaye piyasalarında düzenleme yapılmasının temel amaçları arasında yer almaktadır³. SPKn’da “yatırımcı” kavramı tanımlanmamış olmakla birlikte, genel anlamıyla yatırımcı, “yatırım” fiilinden yola çıkarak tanımlanmakta ve faiz ya da kar elde etme amacıyla malvarlığını yatırıma yönlendiren kişi olarak ifade edilmektedir⁴.

Yatırımcıların, karşı karşıya oldukları risklerin tespiti ile yatırımcıların ne ölçüde, hangi hukuki mekanizmalarla korunacağı hususu, sermaye piyasası hukukunun temel tartışma konularındandır⁵. Yatırımcıların, sermaye piyasalarındaki ilişkilerde birden fazla rolünün/işlevinin bulunması sebebiyle, yatırımcıların karşılaştıkları riskler de farklılaşmakta olup, yatırımcıların bu farklı rolleri nedeniyle karşılaştıkları risklerin özelliklerine göre yatırımcıları korumaya yönelik hukuki mekanizmalar geliştirilmektedir.

Sermaye piyasalarında yatırımcıların temel olarak üç rolü bulunmaktadır⁶. Yatırımcılar bir ihraççının menkul kıymetlerine yatırım yaptıklarında katılımcı, ikincil piyasalarda işlem yaptıklarında piyasa oyuncusu ve bu işlemleri gerçekleştirmek için bir yatırım kuruluşundan

¹30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı SPKn’nun 1 inci geçici maddesinin “...*Bu Kanuna göre yürürlüğe konulacak düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar, mevcut düzenlemelerin bu Kanuna aykırı olmayan hükümlerinin uygulanmasına devam olunur*” hükmü uyarınca, mülga 2499 sayılı SPKn’na dayanılarak çıkartılan ikincil düzenlemelerin bir kısmı halen yürürlükte.

²MÖLLERS, Thomas M. J; “*Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook*”, North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, Vol. 36, 2010/11, s.58.

³ÇETİN, Nusret; “*Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi*”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XV, Y.2011, S.1, s.3-5; LUMPKIN, Stephen; “*Consumer Protection and Financial Innovation: A Few Basic Propositions*”, OECD Journal of Financial Market Trends, Vol.2919, S.1, s.5.

⁴CARTWRIGHT, Peter; “*Putting the Law in Context*”, Consumer Protection in Financial Services, London 1999, s.6. Ayrıca, Türk Dil Kurumu sözlüğünde yatırımcı, “*yatırım yapan kimse*” olarak, yatırım ise “*bir çıkar veya kazanç sağlamak için yapılan davranış*” olarak tanımlanmıştır.

⁵LUMPKIN, s.11.

⁶ Yatırımcıların fonksiyonel açıdan sınıflandırılmasında söz konusu üçlü ayırım hakkında bkz. ÇETİN, s.5 vd.

hizmet aldıklarında müşteri sıfatıyla sermaye piyasalarında faaliyet göstermektedirler⁷. Yatırımcıların, katılımcı sıfatıyla sermaye piyasasında yaptıkları işlemlerde, yatırım yapılan sermaye piyasası aracının niteliğine göre karşılaşılan sorunlar farklılaşmakla birlikte, temel problem yatırımcılar ile ihraççılar arasındaki asimetrik bilgi sorunu olup, bu kapsamda yatırımcılara tanınan temel koruma mekanizması da, kamunun tam ve doğru aydınlatılmasını sağlamaya yöneliktir⁸. Yatırımcının, piyasa oyuncusu sıfatı nedeniyle korunması ise, piyasanın düzgün ve adil işleyişinin sağlanmasını ve diğer yatırımcıların ya da ihraççıların piyasa bozucu eylemlerine karşı yatırımcıların korunmasını içermektedir⁹. Son olarak, aşağıda açıklandığı üzere, sermaye piyasasında işlem yapmak için bir yatırım kuruluşundan hizmet alan “müşteri” ile yatırım kuruluşu arasında asimetrik bilgi sorunu mevcut olup, yatırımcıların karmaşık finansal ürünlerin ve kendilerine sunulan bilgilerin değerlendirilmesine yönelik sınırlı yeterlilikleri ve zayıf karar alma kapasitelerinin önemli katkıda bulunduğu asimetrik bilgi sorununun giderilmesi¹⁰ başta olmak üzere, yatırım hizmeti sunanların adil ve yatırımcının menfaatlerini gözeten hareket etmeleri sağlanarak yatırımcı korunmaktadır¹¹.

B) Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Müşteri Olarak Görünümü ve Müşterilerin Sınıflandırması

Sermaye piyasalarında yatırım yapmak amacıyla, yatırım kuruluşlarıyla¹² hukuki ilişkiye giren kişiler, yatırım kuruluşunun “müşteri”si konumundadırlar¹³. 2004/39/EC sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönergesi (MiFID-Markets in Financial Instruments Directive) esas alınarak yeni SPKn çerçevesinde revize edilen Kurul düzenlemelerinde, yatırım kuruluşlarından hizmet alan kişiler “müşteri” olarak nitelendirilmekte ve bu kişiler bazı kriterler dikkate alınarak sınıflandırılmaktadır. Nitekim, sermaye piyasasında yatırım yapan kişiler gerek ekonomik açıdan, gerekse bilgi ve tecrübe açısından birbirlerinden oldukça farklıdırlar. Bu farklılıklar nedeniyle, her müşteri kategorisinin ihtiyaçlarının ayrı ayrı dikkate alınması ve müşterilerin bilgi ve tecrübe açısından korunmaya ihtiyaçlarının bulunmadığı hallerde, yatırım kuruluşunun bilgilendirme yükümlülüklerinin hafifletilerek, işlem maliyetlerinin düşürülmesi ve gereksiz zaman kaybının önüne geçilmesi hedeflenmiştir¹⁴.

⁷ ÇETİN, s.5.

⁸ ÇETİN, s.6, 12-13. Ayrıca, halka açık bir anonim ortaklıktan pay alan yatırımcı, bu ortaklıkta daha sonradan meydana gelecek yönetim ve kontrol değişikliklerinde haksız uygulamalara maruz bırakılmamasını teminen de sermaye piyasası mevzuatı düzenlemeleri ile korunmaktadır (ÇETİN, s.6).

⁹ ÇETİN, s.6-7, 14-15.

¹⁰ Yatırım hizmetlerindeki asimetrik bilgi sorunu ve bunun nedenleri hakkında bkz. CARTWRIGHT, s.10.

¹¹ ÇETİN, s.7, 15.

¹² SPKn’da “yatırım kuruluşu”, aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları ve bankalar olarak tanımlanmıştır (SPKn md.3/1-v).

¹³ Yatırım hizmetlerinin alınmasına ilişkin hukuki düzenlemelerde “yatırımcı” kavramı yerine “müşteri” kavramının kullanılmasının temel sebebinin, yatırım kuruluşu ile hukuki ilişkiye giren kişinin, henüz sermaye piyasasında yatırım yapmamış bir kişi olması ihtimalinden kaynaklandığı hakkında bkz. BUCK-HEEB, Petra; “Vom Kapitalanleger- zum Verbraucherschutz – Befund und Auswirkungen auf das Recht der Anlageberatung”, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, 176, 2012, s.71. Öte yandan, Yatırım Kuruluşları Tebliği’nin 29 uncu maddesinde “müşteri”; “yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetler kapsamında yatırım kuruluşları tarafından hizmet sunulan tüm gerçek ve tüzel kişiler” olarak tanımlanmıştır.

¹⁴ MÖLLERS, s.60. Müşteri sınıflandırmasının sebepleri hakkında bkz. ÇETİN, Nusret/ TÖREMİŞ, Ebru H.; “AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi ve Yönergenin Yatırımcı-Yatırım Şirketi Arasında İlişkiye Etkileri”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XIV, Y.2010, S.2, s.60. Gerçekten de, yatırımcıların farklı seviyelerde bilgi, beceri ve tecrübelerine sahip olmaları nedeniyle, MiFID düzenlemelerinin de bu farklılıkları yansıtan şekilde kurgulanması gerektiği kabul edilmiştir.

Müşterilerin sınıflandırmasına ilişkin III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği (Yatırım Kuruluşları Tebliği)¹⁵'nin düzenlemeleri incelendiğinde, müşterilerin, “profesyonel” ve “genel” olmak üzere temelde iki kategoriye ayrıldıkları görülmektedir.¹⁶

Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 31 inci maddesinde profesyonel müşteri “*kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteri*” olarak tanımlanmış ve hangi kuruluşların profesyonel müşteri sınıfında yer alacağı ile bu müşteri sınıfından yer almak için sahip olunması gereken nitelikler anılan maddede belirlenmiştir. Buna göre profesyonel müşteriler şunlardır:

a) Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim şirketleri ile bunlara muadil yurt dışında yerleşik kuruluşlar.

b) Emekli ve yardım sandıkları, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar.

c) Kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar.

ç) Nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca kabul edilebilecek diğer kuruluşlar.

d) Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hâsılatının 90.000.000 Türk Lirası, özsermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kıstaslarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar.

e) 32 nci maddede tanımlanan talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşteriler.”

Tebliğ'in 31/1(e) hükmü uyarınca, bir kısım müşterilerin “talebe dayalı olarak” profesyonel müşteriler kapsamında yer almaları mümkün olup, bu müşterilerin Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 32 nci maddesinde yer alan;

a) İşlem yapılması talep edilen piyasalarda son 1 yıl içinde, her 3 aylık dönemde en az 500.000 Türk Lirası hacminde ve en az 10 adet işlem gerçekleştirmiş olmaları

b) Nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşması

c) Finans alanında üst düzey yönetici pozisyonlarından birinde en az 2 yıl görev yapmış olması veya sermaye piyasası alanında en az 5 yıl ihtisas personeli olarak çalışmış olması veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı veya Türev Araçlar Lisansına sahip olması ”

şartlarından en az ikisini haiz olması ve yatırım kuruluşları tarafından profesyonel müşteri olarak kabul edilmek için yazılı olarak talepte bulunmaları gerekmektedir.

¹⁵ Söz konusu Tebliğ 17.12.2013 tarih ve 28854 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış ve 1.7.2014 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir.

¹⁶ MiFID’de ise, müşteriler (*clients*); bireysel müşteriler ve profesyonel müşteriler olarak sınıflandırılmakta olup, ayrıca profesyonel müşterilerin bir alt türü olarak uygun karşı taraf (*eligible counterparty*) adı verilen sınıf bulunmaktadır (SPLINDLER, Gerald; “*Behavioral Finance and Investor Protection Regulation*”, Journal of Consumer Policy, 2011, 34, s.319). Uygun karşı taraf yatırım kuruluşlarının sermaye piyasalarında işlem gerçekleştirebileceği seçilmeye ehil karşı taraflar olarak tanımlanmaktadır. Uygun karşı taraf ile yapılan işlemler MiFID’in 24 üncü maddesinde düzenlenmiş olup, MiFID uyarınca “uygun karşı taraf” kapsamında hangi kurum ve kuruluşların yer aldığı hususunda bkz. ÇETİN/TÖREMİŞ, s.56.

Talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil, profesyonel müşterilere ilişkin kriterler Yatırım Kuruluşları Tebliği'nde sınırlı sayıda belirlenmiş olup¹⁷, genel müşteriler ise, Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 31/4 hükmünde “*profesyonel müşteri tanımı kapsamına girmeyen müşteriler*” olarak tanımlanmıştır.

Sermaye piyasasında yatırım yapan müşterin, kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip olup olmamalarının yanı sıra, ekonomik özellikleri gibi bir takım nitelikleri doğrultusunda müşteriler sınıflandırılmıştır. Müşteri sınıflandırmasına bağlı olarak ise, yatırım hizmetleri sunulurken yatırım kuruluşlarının uyacakları esaslar arasında da farklılaşmaya gidilmiştir. Böylelikle, profesyonel müşterilerin kendilerine özgü nitelikleri nedeniyle, yatırımcıyı koruyucu bir takım hükümlerden yararlanmalarına ihtiyaç bulunmadığı, aksine bu müşteriler bakımından işlem hızının artmasının ve maliyetlerinin düşürülmesinin daha büyük önem arz ettiği dikkate alınarak, müşterilerin korunması amacıyla yatırım kuruluşlarına yüklenen bir kısım yükümlülükten muaf tutulmaları benimsenmiştir. Bu çerçevede, yatırım kuruluşlarının müşteriye pazarladıkları ürün ya da hizmetin müşterinin ihtiyaçlarına ve bilgi düzeyine uygunluğu göz önüne alınarak faaliyet göstermeleri hedeflenmiştir¹⁸.

C) Müşterinin Yatırım Hizmetleri Nedeniyle Korunmasına Yönelik Hukuki Mekanizmalar

1) Genel Olarak

Yatırım kuruluşları, müşterilerinin sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık edilmesinin yanı sıra, bu varlıkların muhafazası, idaresi ve yönetimi, bu faaliyetlere ilişkin danışmanlıkta bulunması gibi değişik hizmetler sunmaktadırlar¹⁹.

Finansal amaçlarını gerçekleştirmek üzere, yatırım kuruluşlarından yatırım hizmeti alan müşteriler, gerek yatırım hizmetinin alınmasına ilişkin sözleşmesel ilişkiye girilmesinden önce, gerekse sözleşmenin ifası sürecinde bir dizi riske muhatap kalmaktadırlar. Bu risklerin başında, müşterilerin yatırım kuruluşlarıyla giriştikleri hukuki işlemlerde, sözleşmenin zayıf tarafı olmalarından ve sözleşme şartlarının eşit koşullarda müzakere edilmemesinden kaynaklanan riskler yer almaktadır. Benzer şekilde müşteriler, yatırım kuruluşu ile aralarındaki asimetrik bilgi sorununun yarattığı sakıncalar, karmaşık finansal ürünleri anlamak ve kendilerine sunulan bilgileri değerlendirmek konusundaki yetersizlikleri, iyi kararlar verilmesinin önündeki davranışsal etkenler ve son olarak, yatırım kuruluşu nezdinde bulunan varlıklarının (nakit veya sermaye piyasası araçlarının) hileli olarak, izinsiz ve amacı dışında kullanılması gibi risklerle karşı karşıyalardır²⁰.

Öte yandan, yatırım kuruluşunun kimi zaman müşterinin çıkarları ile örtüşmeyen çıkarlarının olması da, müşteri ile yatırım kuruluşu arasındaki bilgi asimetrisi sorununa katkıda bulunmakta olan hususlardandır. Söz konusu çıkar çatışmalarının neler olabileceği hakkında örnek vermek gerekirse; yatırım kuruluşunun halka açık bir ortaklık olması halinde, müşterisine

¹⁷ Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 77 nci maddesinin ikinci fıkrasında, Tebliğ'de yer alan profesyonel müşteri ve talebe dayalı profesyonel müşteri tanımlarının, Kurul'un düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcının belirlenmesi bakımından Tebliğ'in yayımlandığı tarihten itibaren esas alınacağı düzenlenmiştir. Maddede bahsedilen Tebliğ ise, II.5-2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (Satış Tebliği) olup, anılan Tebliğ 28.7.2013 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

¹⁸ Öte yandan, profesyonel müşterilerin talep etmeleri halinde, bu statüden çıkarak, genel müşterilerin tabi olduğu korumalardan yararlanmaları da mümkündür. Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 31/3 maddesinde “*Müşterinin, profesyonel müşteri olarak dikkate alınmak istemediği ve bu talebini yazılı olarak yatırım kuruluşuna ilettiği durumlarda, yatırım kuruluşunun bu talebi dikkate alması zorunludur.*” hükmü yer almaktadır.

¹⁹ ÇETİN, s.7.

²⁰ ÇETİN, Nusret; “*Investor Protection as the Objective of Securities Regulation: Goal v. Instruments*”, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2226778) (Investor Protection), s.5.

sunduğu yatırım danışmanlığı hizmetinde kendi paylarına yatırım yapılmasını önermesi, kendi nam ve hesabına yazdığı türev ürünlerin müşterilere pazarlanması ya da yatırım kuruluşunun veya çalışanının yapılan işlem sayısına bağlı olarak özellikle üçüncü kişilerden komisyon alması nedeniyle sundukları hizmetlerde işlem hacmini artırıcı şekilde davranmaları bu kapsamda sayılabilecektir²¹.

Yatırım kuruluşları ile muhatap olan müşterilerin karşılaştıkları risklerin önlenmesi ve yatırım kuruluşlarının müşterilerinin zararına neden olacak davranışlardan kaçınmalarının sağlanması amacıyla, bir takım hukuki düzenlemeler ve müesseseler geliştirmiştir. Müşterilerin korunmasını hedef alan tüm düzenlemelerin bu çalışmada incelenmesi çalışmanın sınırlarını aşacak nitelikte olup, aşağıda müşterilerin yatırım hizmetlerinin alınmasında korunmasını öngören düzenlemeler²² genel bir tasnife tabi tutulmuştur. Bu çerçevede, müşterilerin yatırım hizmetleri alırken korunmaları; yatırım kuruluşların mali yapılarının güçlü tutulması, yatırım kuruluşunun müşteri malvarlığı üzerinde yetkisiz ve hukuka aykırı tasarruflarda bulunmasının önlenmesi, yatırım kuruluşu ile müşteri arasında doğacak çıkar çatışmalarının önlenmesi ve açıklanması ile yatırım kuruluşlarının hizmet sunarken uymaları gereken iş yapış kuralları ile sağlanmakta olup²³, aşağıda bunlar özetlenmiştir.

2) Yatırım Kuruluşlarının Mali Durumlarının Korunmasına İlişkin Düzenlemeler

Yatırım kuruluşlarının faaliyetlerinin istikrarlılığının ve devamlılığının sağlanması, yatırımcıların sermaye piyasalarındaki yatırımlarını güvenilir ve sağlam kuruluşlar üzerinden gerçekleştirebilmeleri ve sistemik riskin önlenmesi amacıyla yatırım kuruluşlarının mali yapılarının güçlü tutulması önem arz etmektedir²⁴. Yatırım kuruluşlarının mali yapılarının sağlamlığı, kuruluşta sahip olunması gereken sermayeye ilişkin düzenlemeler²⁵ ile faaliyetlerin sürdürülmesi sırasında sağlanmakla yükümlü olunan sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler ile temin edilmektedir²⁶.

²¹ ÇAKIN, Tuğba; Yatırımcıların Korunması Kapsamında Aracılık Faaliyetlerinde İş Yapış Kurallarına İlişkin Yurtdışı Düzenleme ve Türkiye İçin Öneriler, Kurul Yeterlilik Etüdü, Ankara 2010, s.7.

²² Detaylı bilgi için bkz. ÇAKIN, s.8-9.

²³ ÇAKIN, s.4-10.

²⁴ İhtiyatlı bir düzenleme anlayışı doğrultusunda finansal sitemin istikrarlılığı ve yatırımcıların korunmasının bir arada gerçekleşmesi gerektiği, hizmet sağlayanların mali açıdan sağlam ve güvenilir olmasının ve bu kuruluşların iflasına karşı yatırımcıların zarar görmeleri riskinin en aza indirilmesinin sistemik riski de minimize edeceği belirtilmektedir (LUMPKIN, s.9-10).

²⁵ Aracı kurumların bu hususta Seri: V, No: 34 sayılı Tebliği'nde yer alan düzenlemelere riayet etmesi gerekmektedir. Bankalar ise başta Bankaların Sermaye yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik olmak üzere, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu'nun konu hakkındaki düzenlemelerine tabidir.

²⁶ Yatırım kuruluşlarına ilişkin yeni düzenlemeler uyarınca, Kurul'dan aldıkları faaliyet izinlerine bağlı olarak aracı kurumlardan;

i) Emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar "dar yetkili",

ii) (i) bendinde belirtilen faaliyetlere ek olarak, işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar "kısmi yetkili",

iii) (ii) bendinde belirtilen faaliyetlere ek olarak, portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar "geniş yetkili" olarak gruplandırılmıştır.

Aracı kurumların, başlangıçta sahip olacakları özsermaye de hangi grupta yer aldıklarına göre farklılık göstermektedir. Buna göre, Kurul'un Seri: V, No: 34 sayılı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: V, No: 34 sayılı Tebliği)'nin 7 nci maddesi uyarınca; dar yetkili aracı kurumların 2.000.000 Türk Lirası, kısmi yetkili aracı kurumların 10.000.000 Türk Lirası ve geniş yetkili aracı kurumların 25.000.000 Türk Lirası asgari özsermayeye sahip olmaları gerektiği hükme bağlanmıştır.

Diğer yandan, sermaye piyasası mevzuatında yatırım kuruluşlarının faaliyetleri sırasında, müşterilerine olan borçlarını yerine getirememeleri hallerine ilişkin olarak ise, yatırımcıların tazminine yönelik mekanizmalar geliştirilmiştir. Buna göre, SPKn'nun 82 nci maddesi uyarınca, yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini yerine getiremediğinin veya kısa sürede yerine getiremeyeceğinin tespit edilmesi hâlinde Kurul'un yatırımcıları tazmin kararı alacağı düzenlenmiştir. Böylelikle, yatırım kuruluşlarının mali yapılarının bozulması halinde, yatırım kuruluşunun müşterilerinin hak kaybına uğramalarını önlemeye yönelik bir düzenleme yapılmış ve yatırımcıların SPKn'daki şartlar çerçevesinde tazmini amacıyla kamu tüzel kişiliğini haiz Yatırımcıları Tazmin Merkezi (YTM) kurulmuştur. Tazmin kararı verilmesi halinde, YTM tarafından gerçekleştirilecek tazminin SPKn'nun 84 üncü maddesi ile belirlenmiştir. Buna göre, yatırım hizmeti ve faaliyeti veya yan hizmetler ile bağlantılı olarak yatırım kuruluşu tarafından yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ödeme veya sermaye piyasası araçlarının teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden kaynaklanan talepler YTM tarafından yatırımcıya tazmin edilecektir²⁷.

Yatırımcıları tazmin düzenlemesi ile yatırım kuruluşlarının mali durumlarının bozulması neticesinde yatırımcıların hak kayıplarına uğramalarının önlenmesi ve böylelikle yatırımcıların yatırım kuruluşlarına güvenmelerinin sağlanması hedeflenmiştir. Diğer yandan, yatırım kuruluşlarının mali durumlarının bozulması halinde, tazmin kararının yanı sıra, Kurul tarafından alınabilecek idari tedbirler de bulunmaktadır. Sermaye piyasası kurumlarının mali durumlarının bozulmasına ilişkin SPKn'nun 97 nci maddesinde, aralarında yatırım kuruluşlarının da olduğu "sermaye piyasası kurumları"nın, faaliyetlerinin geçici olarak durdurulması, tamamen ya da belirli bazı faaliyetlerin yürütmesine ilişkin yetkilerin kaldırılması, sorumlulukları tespit edilen yöneticilerin ve çalışanların lisanslarını geçici ya da sürekli olarak iptal edilmesi, imza yetkilerinin sınırlandırılması/kaldırılması, gerektiğinde yönetim kurulu üyelerinin görevden alınması ve yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar görev yapmak üzere yerlerine yenilerinin atanması; tedricî tasfiye kararı verilmesi, iflaslarını istemek ve gerekli gördüğü diğer tedbirleri almak konusunda Kurul yetkili kılınmıştır.

Görüldüğü üzere, yatırım kuruluşlarının faaliyetleri süresince, mali durumlarının düzenlemelere uygun olarak, üstlendikleri faaliyetlerin sağlıklı bir şekilde sürdürülmesi için yeterli düzeyde olmasına büyük önem verilmiş ve yatırım kuruluşlarının mali durumlarının bozulması durumunda Kurul'a bu durumun yarattığı sakıncaları gidermek için tedbir niteliğinde bazı yetkiler tanınmıştır.

3) Yatırım Kuruluşlarının Müşterilerin Varlıkları Üzerinde Yetkisiz Şekilde Tasarruf Etmelerini Önlemeye Yönelik Düzenlemeler

Müşterilerin, yatırım kuruluşları ile olan ilişkileri neticesinde, yatırım kuruluşları nezdindeki hesaplarının ve saklanan varlıklarının hukuka uygun şekilde muhafazası önemli bir sorundur. Dünyada olduğu gibi, ülkemizde de yatırım hizmeti alan müşteriler, yatırım kuruluşu nezdindeki varlıklarının yetkisiz kullanılması ve bunların üzerinde hukuka aykırı tasarruflarda bulunulması riskleriyle karşı karşıyadırlar.

Bu tehlikelerin önlenmesi amacıyla, sermaye piyasası mevzuatında yatırım kuruluşlarının etkin ve sağlam iç kontrol mekanizmalarının kurulması ve kamu otoritesinin yatırım kuruluşları nezdinde sistemli gözetim ve denetim yürütmesi gibi hususların yanı sıra,

²⁷ SPKn'nun 84 üncü maddesinin ikinci fıkrası ile yatırımcıların yatırım danışmanlığı veya piyasadaki fiyat hareketlerinden kaynaklanan zararları YTM tarafından gerçekleştirilecek tazminin kapsamı dışında tutulmuştur.

caydırıcı nitelikte bazı yaptırımlar öngörerek yatırımcıların korunması hedeflenmiştir benimsenmiştir²⁸.

SPKn'nun 110/1(a) maddesinde, yatırım kuruluşlarının yetkililerinin, müşteri varlıkları üzerinde yetkisiz tasarruflarda bulunmaları 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu (TCK)'nun 155 inci maddesindeki güveni kötüye kullanma suçunun nitelikli hali olarak düzenlenmiş ve bu suçtan dolayı verilecek cezanın alt sınırı TCK'da öngörülenin üzerinde belirlenmiştir²⁹. Buna göre, yatırım kuruluşuna, sermaye piyasası faaliyetleri sebebiyle, saklamacı sıfatıyla veya idare etmek, teminat olarak tutmak veya her ne nam altında olursa olsun, kayden veya fiziken tevdi veya teslim edilen sermaye piyasası araçları, nakit ve diğer her türlü kıymeti kendisinin veya başkasının menfaatine satmak, kullanmak, rehnetmek, gizlemek veya inkâr etmek güveni kötüye kullanma suçunun nitelikli halini oluşturmakta olup, TCK 155/2 uyarınca verilecek hapis cezasının üç yıldan az olamayacağı düzenlenmiştir.

Diğer yandan, yatırım kuruluşlarının yetkililerinin müşteri varlıkları üzerindeki yetkisiz tasarruflarını önlemeye yönelik cezai hüküm sevkinin yanı sıra, yatırım kuruluşları nezdinde meydana gelen söz konusu eylemler idari yaptırıma da tabi tutulmuştur. Konuya ilişkin III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Yatırım Hizmetleri Tebliği)'nin 41 inci maddesinin birinci fıkrasının (c) bendinde, bireysel portföy yöneticiliği açısından, yatırım kuruluşunun, portföyde yer alan varlıklar üzerinde kendi veya üçüncü şahıslar lehine herhangi bir hukuki tasarruflarda bulunamayacağı, müşterinin yazılı talimatı olmadan portföyde yer alan varlıkları, portföy yönetiminin amacı dışında bir başka şahsa devir veya teslim edemeyeceği düzenlenmiştir. Benzer şekilde, Tebliğ'in 34 üncü maddesinin ikinci fıkrasında, her ne suretle olursa olsun, yatırım kuruluşları nezdinde bulunan nakit ve sermaye piyasası araçlarının, yatırım kuruluşlarının malvarlıklarından ayrı izleneceği ve bu varlıkların yatırımcıların açık yazılı izni olmaksızın, tevdi amacı dışında (kendilerine veya üçüncü kişilere menfaat sağlayacak şekilde) kullanılamayacağı düzenlenmiştir.

SPKn'nun 103 üncü maddesinde, SPKn dayanılarak yapılan düzenlemelere aykırı hareket eden kişilere Kurul tarafından yirmi bin Türk Lirasından iki yüz elli bin Türk Lirasına kadar idari para cezası verileceği, ayrıca yükümlülüğe aykırılık neticesinde menfaat temin edilmiş olması hâlinde verilecek idari para cezasının miktarının, bu menfaatin iki katından az olamayacağı hükme bağlanmıştır. Dolayısıyla, Yatırım Hizmetleri Tebliğ düzenlemelerine aykırı olarak, müşteri varlıkları üzerinde yetkisiz işlem yapan kişiler hakkında Kurul tarafından idari yaptırım tesis edebilecektir³⁰.

4) Yatırım Kuruluşu ile Müşterisi Arasındaki Çıkar Çatışmalarının Önlenmesine ve Açıklanmasına Yönelik Düzenlemeler

Yatırım kuruluşu tarafından müşterilere sunulan hizmetler sırasında pek çok farklı çıkar çatışmaları gündeme gelmektedir. Yatırım kuruluşu ile müşterileri, yatırım kuruluşunun bir müşterisi ile bir diğer müşterisi ya da yatırım kuruluşları ile ihraççılar arasında doğan çıkar

²⁸ ÇAKIN, s.6.

²⁹ TCK md.155/2 uyarınca, güveni kötüye kullanma suçunun nitelikli hali nedeniyle "bir yıldan yedi yıla kadar hapis ve üçbin güne kadar adli para cezasına" hükmolünacağı düzenlenmişken, SPKn'nun 110 uncu maddesinde sayılan haller nedeniyle hükmolünacak hapis cezasının üç yıldan az olamayacağı düzenlenmiştir.

³⁰ Hemen belirtelim ki, yatırım kuruluşu çalışanı tarafından gerçekleştirilen yetkisiz tasarrufların hem SPKn'nun 110/1(a) maddesi uyarınca suç hem de SPKn'nun 103/1 maddesi uyarınca kabahat teşkil etmesi, bir başka ifadeyle tek fiil ile hem suçu düzenleyen hükmün hem de kabahatleri düzenleyen hükümlerin ihlal edilmiş olması mümkündür. Konuya ilişkin olarak, Kabahatler Kanunu'nun 15 inci maddesinin üçüncü fıkrasında, "fiil hem kabahat hem de suç olarak tanımlanmış ise, sadece suçtan dolayı yaptırım uygulanabilir. Ancak, suçtan dolayı yaptırım uygulanamayan hallerde kabahat dolayısıyla yaptırım uygulanır" hükmü yer almaktadır. Bu çerçevede, anılan durumlarda, sadece suçtan dolayı yaptırım uygulanacak olup, ancak suçtan dolayı yaptırım uygulanamayan hallerde kabahat dolayısıyla yaptırım uygulanabilecektir.

çatışmaları hakkında birçok örnek verilmesi mümkündür. Özellikle günümüzde büyük yatırım kuruluşlarının, (gerekli izinleri almak kaydıyla), aynı anda birden fazla yatırım hizmeti sunmaları da, bu çıkar çatışmalarının yoğunlaşmasına ve sermaye piyasası düzenleyicilerinin bu konuda özel ve detaylı hükümler sevk etmelerine neden olmuştur. Bu kapsamda, örneğin bir aracı kurumun halka arzına aracılık ettiği şirketin paylarını yatırım danışmanlığı faaliyeti çerçevesinde müşterilere tavsiye etmesi ya da pazarlaması halinde, halka arzına aracılık edilen payların satışında aracı kurumun doğrudan menfaatinin bulunduğu söylenebilecektir³¹. Böyle bir halde, durumun farkında olmayan müşteri ile aracı kurum arasında önemli bir çıkar çatışması mevcuttur. Benzer şekilde, yatırım danışmanlarının müşteriyi belirli bir sermaye piyasası aracını alma hususunda ikna ettiği veya yatırım kuruluşunun müşteriye yaptırdığı alım işlemleri neticesinde komisyon ya da benzeri menfaat elde ettiği hallerde de çıkar çatışmaları meydana gelmektedir. Zira, yatırım danışmanı veya müşteri temsilcisinin, tavsiye ettiği/pazarladığı sermaye piyasası araçlarına bağlı olarak komisyon ya da başka türlü menfaat elde ettiği hallerde, menfaat elde etmek kaygısıyla hareket edilerek, müşterinin aslında düşünmediği işlemleri yapmaya yönlendirilmesi ya da müşterinin gerçek ihtiyaçlarına uygun olmayan yatırımlara sevk edilmesi gündeme gelebilmektedir³².

Yatırım hizmetleri sunulmasında meydana gelen çıkar çatışmalarına ilişkin örneklerin çoğaltılması mümkün olmakla birlikte, çıkar çatışmalarının yatırım kuruluşu ile müşteri arasındaki bilgi asimetrisi sorununa önemli katkıda bulunduğu ve müşterilerin özel olarak korunmasını gerektirdiği açıktır. Bu nedenle, gerek uluslararası düzenlemelerde, gerekse ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında öncelikle çıkar çatışmalarının meydana gelmesini önleyecek tarzda tedbirlerin alınması gerektiği öngörülmüş olup³³, çıkar çatışmalarının önlenemediği durumlarda ise, bu çatışmaların neler olduğu ve hangi sebeplerden kaynaklandığı hakkında yatırım kuruluşlarının müşterilere yatırım hizmetinin sunulmasından önce bilgi vermeleri zorunluluğu düzenlenmiştir³⁴. Böylelikle, sözleşme hukukunda güven teorisi çerçevesinde halihazırda var olan yükümlülüklere ek olarak, sermaye piyasası mevzuatında, sermaye piyasalarının ve yatırım kuruluşlarının kendine özgü nitelikleri çerçevesinde somutlaştırılan bir takım aydınlatma ve açıklama yükümlülükleriyle çıkar çatışmalarının giderilmesi hedeflenmektedir.

Çıkar çatışmalarının önlenmesi, bu mümkün değilse bunların müşterilere açıklanması hususunda Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 11 inci maddesi ile düzenleme yapılmıştır. Buna göre, yatırım hizmetleri sunulurken, yatırım kuruluşunun müşterileri ile olan ilişkilerinde kendisi, ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili

³¹ Öte yandan, günümüzde aynı yatırım kuruluşu tarafından hem şirketlere danışmanlık sunulması hem de yatırımcılara/müşterilere danışmanlık sunulması mümkün olabilmektedir. Bu tür durumlarda yatırım kuruluşunun şirketlere ait içsel bilgileri öğrenmesi gündeme gelmekte olup, daha sonra bu bilgileri de kullanarak diğer müşterilerine danışmanlık vermesi halinde de çıkar çatışmaları doğmaktadır (HAZEN L. Thomas; The Law of Securities Regulation, 2002, s.819).

³² INDERST, Roman/OTTAVIANI, Marco; “*Financial Advice*”, Journal of Economic Literature, 2012, 50:2, s.503; Verbraucherschutz und Finanzmarktregulierung, Verbraucherzentrale Bundesverband, 2010 http://www.vzbv.de/mediapics/verbraucherschutz_finanzmarkt_regulierung_broschuere_2010.pdf, s.13.

³³ Bu kapsamdaki tedbirlere örnek olarak ilgili düzenlemelere bakıldığında, çıkar çatışmalarına neden olan birimler arasında organizasyonel ve idari bir ayrılığın temin edilmesi ve çıkar çatışmalarına neden olan hizmetlerin sunuldukları yerler/konum itibarıyla farklılaşmaya gidilmesi hususundaki düzenlemeler gösterilebilir. Bu çerçevede, yatırım kuruluşlarının örneğin şirketlere hizmet sunan birimleri ile, diğer birimleri arasındaki bilgi akışını kesmeye yönelik “bilgi bariyerleri” kurulması ve birimler arası bilgi akışını önleyecek organizasyonel yapıların oluşturulması bu düzenlemelerin en önemli örneğini teşkil etmektedir. Söz konusu bilgi bariyerlerinin “*chinese walls*” ya da “*fire walls*” olarak adlandırıldığı hususunda bkz. HAZEN, s.819-820.

³⁴ Konu hakkındaki genel düzenleme MiFID'in 13/3 hükmünde yer almakta olup, MiFID'e bağlı olarak uygulamaya yönelik hükümleri düzenleyen 2006/73/EC sayılı Direktif'in 22 ve 25 inci maddeleri ile çıkar çatışmalarının önlenmesini sağlamak üzere çıkar çatışmalarının önlenmesine yönelik ne tür politikaların geliştirilmesi gerektiği ve hangi hususların dikkate alınacağı düzenlenmiştir.

bulunan kişiler ile müşterileri arasında veya bir müşterisi ile başka bir müşterisi arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarını önleyecek bir organizasyon yapısı oluşturması ve gerekli idari tedbirleri³⁵ alması gerekmektedir. Buna karşılık, aynı maddede, piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı çıkar çatışmasının önlenememesi durumunda, yatırım kuruluşunun kendisi ile müşterileri arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının içeriği ve nedenleri hakkında ilgili yatırım hizmeti sunulmadan önce müşteriye bilgilendirmesi gerektiği düzenlenmiştir³⁶.

Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 22 nci maddesinin ikinci fıkrasında ise bir başka bir genel ilke düzenlenerek, aracı kurum personelinin çalışmaları sırasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarından uzak kalması, dürüstlük ve tarafsızlıklarını etkileyebilecek hiç bir müdahaleye imkân vermemesi gerektiği öngörülmüştür. Aynı şekilde, anılan Tebliğ'in 25 inci maddesinin dördüncü fıkrasında, asgari olarak kaldıraçlı işlemler için olmak üzere, yatırım kuruluşunun müşteriye karşı taraf olarak pozisyon aldığı ve sunulan hizmet ya da ürünün niteliği gereği müşterinin zarar etmesinin yatırım kuruluşunun kar elde etmesiyle sonuçlandığı durumlarda, müşteriye verilmesi zorunlu olan "risk bildirim formu"nda söz konusu çıkar çatışmasına yer verilmesi zorunluluğu düzenlenmiştir³⁷.

Öte yandan, çıkar çatışmalarının açıklanmasına ilişkin olarak gerek Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin muhtelif hükümlerinde ilgili yatırım hizmeti bazında, gerekse "iş yapış kuralları" olarak adlandırılan kurallar içerisinde yer alan açıklama ve aydınlatma yükümlülükleri ile de düzenlemeler yapılmıştır. Yatırım Hizmetleri Tebliği'nde yer alan, faaliyet bazlı olarak çıkar

³⁵ Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 11 inci maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca, yatırım kuruluşunun çıkar çatışmalarının önlenmesini sağlamak üzere yazılı bir çıkar çatışması politikası oluşturması gerektiği düzenlenmiş ve bu politika oluşturulurken nelerin dikkate alınacağı hususunda Tebliğ'in 12 maddesinde çıkar çatışmaları politikasında asgari olarak bulunması gereken bir takım esaslar belirlenmiştir. MiFID'in uygulanmasına yönelik kuralları düzenleyen 2006/73/EC sayılı Direktif hükümlerine paralellik arz eden maddede, diğer hususların yanı sıra, örneğin yatırım kuruluşunun bağlı bulunduğu bir şirketler topluluğu varsa, şirketler topluluğunun organizasyon yapısı ve diğer üyelerinin faaliyetlerini de çıkar çatışmalarının belirlenmesi hususunda göz önünde bulundurulması ve bunlar arasındaki bilgi akışlarının önlenmesi ve yönetilmesine ilişkin tedbirler alınması gerekliliği düzenlenmiştir. Ayrıca, anılan maddede, yatırım kuruluşunun çıkar çatışmasına konu olan birimlerinde çalışanların ücretlendirilmesi ile yatırım kuruluşu çalışanlarının görev yerlerinin (çıkart çatışmalarına konu olan birimlerin birbirlerine göre konumlandırılmasının) çıkar çatışmasına yol açmayacak şekilde belirlenmesine yönelik tedbirler alınması gerektiği düzenlenmiştir.

³⁶ Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 11/2 hükmünde, yatırım hizmeti sunulmadan önce, yatırım kuruluşu tarafından bilgilendirme yükümlülüklerinin yerine getirilip getirilmediğine ilişkin olarak ispat yükünün yatırım kuruluşunda olduğu düzenlenmiştir.

³⁷ Bu konuyla bağlantılı olarak Almanya'da büyük yankı uyandıran Alman Yüksek Mahkemesi'nin (Bundesgerichtshof –BGH) 22.3.2011 tarihli kararına değinilmesi gerekmektedir. Krizden önce Almanya'da yaygınlık kazanan *CMS Spread Ladder Swap* olarak adlandırılan, müşteriler tarafından zarar edilmesi halinde yatırım kuruluşunun kar elde etmesine neden olan ve sıradan yatırımcılar tarafından anlaşılabilen karmaşık finansal hesaplamalara dayanılarak belirlenen fiyatlar nedeniyle, bu finansal araçların pazarlandığı ve genelde orta ölçekli işletmeler ve belediyelerden oluşan müşteriler oldukça yüksek tutarlarda zarar etmişlerdir. Söz konusu hususta müşterilerin yeteri kadar aydınlatılmadığı ve bilgilendirilmediği iddiasıyla, zararlarının tazmini talebiyle müşterilerin Deutsche Bank'a karşı açılan davalarda, ilk derece mahkemelerinin müşterilerinin taleplerini reddetmelerine rağmen, BGH'nin 22.3.2011 tarihli kararıyla müşterilere eksik ve kendilerine uygun olmayan danışmanlık hizmetinin verildiği gerekçesiyle bu talepleri kabul etmiştir. Yüksek Mahkemenin kararında, diğer hususların yanı sıra, Banka'nın müşterilerine, söz konusu işlemler neticesinde yatırdıkları paranın tamamının kaybedebileceği hususunda bilgi vermediğini, yalnızca riskler hakkında yapılan bilgilendirmenin yeterli olmadığını, müşterilerin söz konusu risklerin yakın ve ciddi nitelikte olduğu hususunda ayrıca bilgilendirilmesinin gerekli olduğu belirtilmiştir. Anılan karara konu olan somut olayda, müşterinin zararının yatırım kuruluşunun karına neden olacağı ve dolayısıyla bu durumun meydana getirdiği çıkar çatışması hakkında da Banka tarafından müşteriye bilgilendirme yapılması gerektiği ve müşterinin menfaatlerinin Banka'nın kendi menfaatlerinden önce gözetilmesi gerektiği kuralını ihlal ettiği belirtilmiştir. (BGH 22.3.2011 - XI ZR 33/10) Konu hakkında detaylı bilgi için bkz. GUNDERMANN, Peter; "Zu den Anforderungen der Bankberatung bei strukturierten Finanzprodukten", Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, 10/2013 s.406 vd.

çatışmalarının açıklanmasına yönelik düzenlemelere örnek olarak, bireysel portföy yöneticiliği faaliyeti bakımından Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 41 inci maddesinde yer alan düzenleme gösterilebilir. Buna göre, bireysel portföy yöneticiliği hizmetinin sunulduğu hallerde, yatırım kuruluşunun portföy için yapılan bir alım satım işleminden dolayı herhangi bir ihraççıdan veya yatırım kuruluşundan kendi lehine komisyon, iskonto ve benzeri menfaat sağlayacak olması halinde, hizmet sunulmadan önce bu durum müşteriye açıklanmalıdır.

Son olarak, çıkar çatışmalarının ve bilgi asimetrisi sorununun en yoğun olarak gündeme geldiği hallerden biri olan yatırım danışmanlığı faaliyeti bakımından, Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 50 nci maddesi ile düzenleme getirilerek, yatırım danışmanlığı faaliyeti sırasında sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkilemesi muhtemel nitelikteki tüm ilişki ve koşulların, özellikle yorum ve tavsiyenin ilgili olduğu sermaye piyasası aracına ilişkin önemli finansal çıkarlarını veya ihraççı ile arasındaki önemli çıkar çatışmaların müşteriye açıklanması zorunluluğu düzenlenmiştir.

5) Yatırım Kuruluşlarının Tabi Oldukları İş Yapış Kuralları

a) Genel Olarak

Yatırım hizmetleri alan müşterinin korunmasını sağlamak üzere, spesifik konulara yönelik yapılan düzenlemelerin yanı sıra, yatırım kuruluşların “iyi iş yapış kuralları” çerçevesinde hareket etmesi ve müşteri menfaatlerini en iyi şekilde gözeterek müşterilerine hizmet sunmalarının teşvik edilmesi istenilmektedir. Yatırım kuruluşların uygulayacakları “en iyi iş yapış kuralları” gerek MiFID ve bu doğrultuda AB’ne üye ülke düzenlemelerinde, gerek ülkemiz düzenlemelerinde mevcut olup, bu düzenlemelerin kendi yatırım kararlarını kendileri verebilen, iyi bilgilendirilmiş ve girişken yatırımcılar yaratmaya yönelik olduğu kabul edilmektedir³⁸. Müşterilerin, yatırım hizmeti alırken karşılaştıkları risklerin önlenmesinde, yatırım kuruluşların iyi iş yapış kuralları uygulaması en etkin mekanizmalar arasında yer almaktadır.

Bu kapsamda, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmeti sağlarken uymaları gereken ilke ve esaslar belirlenerek, müşterilerin “iş yapış kuralları” çerçevesinde korunması sağlanmaktadır. Öte yandan, yatırım kuruluşlarının hizmet sunarken uymaları gereken genel bir takım esasların yanı sıra, sundukları farklı hizmetlerin özellikleri dikkate alınarak, hizmet bazında uyulması zorunlu olan bir takım ilke ve esaslar da bulunmaktadır. Ayrıca, yatırım kuruluşlarına ilişkin iş yapış kuralları yalnızca sözleşmenin kurulmasından önceki aşamaya ilişkin yükümlülükler değil, sözleşmenin ifa edilmesi sırasında da uyulacak ilke ve esasları ifade etmektedir. Yatırımcıların korunmasını teminen, yatırım kuruluşlarının hizmet sağlarken ya da sağlamadan önce uymakla yükümlü oldukları esasların teker teker belirlenerek incelenmesi bu çalışmanın kapsamını aşmaktadır. Bu nedenle, yatırım kuruluşlarının müşterileriyle sözleşmesel ilişki kurmalarından önce ve yatırım hizmetlerinin sağlanmasına ilişkin sözleşme yapıldıktan sonra bu sözleşmenin ifasını içeren işlemlerde dikkate alınacak iş yapış kuralları; dürüstlük, özen ve sadakat borcuna ilişkin kurallar, bilgi asimetrisini gidermeye yönelik açıklama yükümlülükleri, “uygunluk” ve “yerindelik” testlerine ilişkin düzenlemeler dikkate alınarak tasnif edilmiş ve aşağıda bu hususlar kısaca açıklanmıştır.

b) Dürüstlük, Özen ve Sadakat Kuralları

Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 11 inci maddesinin birinci fıkrasında, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetleri sunarken uymaları gereken temel ilkelere yer verilmiş olup, buna göre yatırım kuruluşlarının hizmet sunarken müşterilerinin

³⁸ CHEREDNYNCHENKO, Olha O; “The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?” Journal of Consumer Policy, 2010, 33 (4), s.422.

çıkarlarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek adil ve dürüst davranması gerekmektedir³⁹. Ayrıca, anılan Tebliğ'in 22 nci maddesinin birinci fıkrasında aracı kurumların ve personelinin, faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında, mesleki faaliyetin dürüst ve tarafsız yürütülmesini sağlayacak bir anlayış ve davranışlar bütünü içinde hareket etmek zorunda oldukları ifade edilmektedir.

Öte yandan, yatırım hizmetlerinin sunulması sırasında yatırım kuruluşlarının uymakla yükümlü tutuldukları kuralların önemli bir kısmının ise, genel olarak özen ve sadakat borcuna ilişkin kurallar olduğunun söylenmesi mümkündür⁴⁰. Özen ve sadakat borcuna ilişkin olarak gerek Yatırım Kuruluşları Tebliği gerekse Yatırım Hizmetleri Tebliği'nde düzenlemeler yer almaktadır. Bu çerçevede, Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 24 üncü maddesinde, yatırım kuruluşlarının müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü ile faaliyetlerini özen ve sadakat borcu çerçevesinde yürütmeleri ve işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri gerektiği hükme bağlanmıştır. Benzer şekilde, Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 19 uncu maddesinde, işlem aracılığı faaliyetinin yürütülmesi, 24 üncü maddesinde portföy aracılığı faaliyetleri bakımından da yatırım kuruluşlarının müşteri emirlerini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü ile özen ve sadakat borcu çerçevesinde emirleri kabul ederek yerine getirecekleri düzenlenmiştir. Bireysel portföy yöneticiliği faaliyeti bakımından da Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 49 uncu maddesinin birinci fıkrasının (ç) bendinde, yatırım kuruluşunun müşteri hesabına vereceği emirlerde gerekli özen ve dikkati göstermek zorunda olduğu hükme bağlanmıştır.

Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin bazı maddelerinde ise, yatırım kuruluşlarının müşterinin menfaatlerine en uygun şekilde davranmalarına ilişkin düzenlemeler yer almakta olup, esasen bu maddelerde açıkça "özen ve sadakat borcu" zikredilmemiş olmakla birlikte, söz konusu düzenlemelerinin içeriklerinin yatırım kuruluşlarının faaliyetlerini özen ve sadakat borcu çerçevesinde yerine getirmelerine ilişkin oldukları ifade edilebilecektir. Örneğin, Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 30 uncu maddesinde yatırım kuruluşunun, alım satım aracılığı faaliyetlerinin icrası sırasında müşterilerin fiyat, maliyet, hız, takas, saklama, karşı taraf ve benzeri hususlardaki tercihlerini göz önüne alarak emir gerçekleştirme politikası çerçevesinde müşteri için mümkün olan en iyi sonucu verecek şekilde emirleri yerine getirmekle yükümlü olduğuna ilişkin düzenleme, alım satım aracılığı faaliyetine özgü nitelikte bir özen ve sadakat borcunun ifadesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer yandan, bireysel portföy yöneticiliği faaliyetine ilişkin olarak Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 41 inci maddesinin birinci fıkrasının (h) bendinde, portföy yöneticisi ile portföyün menfaatleri arasında çatışma olan durumlarda portföy lehine davranılması gerektiği düzenlenmiştir. Aynı maddenin (i) bendinde ise, portföy yöneticisinin müşterilerinin portföyünde yer alan varlıklar ve bu varlıkların işlem gördüğü piyasa hakkındaki bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yaralanarak, müşterilerin alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlamak amacıyla, müşterilerin gereksiz alım-satım yapmalarına ortam hazırlamayacakları ve bu fiilin üçüncü şahıslar tarafından gerçekleştirilmesine herhangi bir şekilde yardımcı olamayacakları hükme bağlanmıştır. Portföy yöneticisinin, müşterisinin çıkarlarını ilk sıraya koyarak, müşterinin çıkarlarına uygun hareket etmesi de portföy yöneticisinin özen ve sadakat borcunun bir görünümünü teşkil etmektedir.

³⁹ Medeni Kanun'un 2 nci maddesinde düzenlenen dürüstlük kuralı uyarınca, herkes haklarını kullanılırken ve borçlarını yerine getirirken dürüst davranılmalıdır. Dolayısıyla, ayrıca düzenlensin ya da düzenlenmesin, dürüstlük kuralı tüm hukuki ilişkilerde uyulması gereken temel kuraldır.

⁴⁰ Benzer şekilde, MiFID'in iş yapış kurallarının temelinde sadakat borcu yattığı, bu doğrultuda MiFID'in 18-24 hükümleri arasında yer alan düzenlemelerin de sadakat borcunu açıklayan/netleştiren ya da destekleyen nitelikteki hükümler olduğu belirtilmektedir (CHEREDNYNCHENKO, s.406).

c) Açıklama Yükümlülükleri

Sermaye piyasası mevzuatı düzenlemelerindeki temel yaklaşım, bilgi asimetrisinin giderilerek, yatırımcıların tam ve doğru bilgilere dayanarak yatırım kararları vermelerinin temin edilmesidir. Bu yaklaşım, yatırım hizmetlerinin alınmasına ilişkin düzenlemelerde de kendisini göstermekte olup, yatırım kuruluşu ile müşterisi arasındaki asimetrik bilgi sorununun giderilmesi adına yatırım kuruluşuna bazı açıklama yükümlülükleri yüklenmiştir. Bununla birlikte, MiFID’de olduğu gibi Yatırım Kuruluşları Tebliği’nde de yatırım kuruluşunun profesyonel müşterilere karşı açıklama yükümlülükleri hafifletilmiş ve açıklama yapma yükümlülüğü temelde “genel müşteri” bakımından, sözleşme öncesine ilişkin bir yükümlülük olarak düzenlenmiştir. Yatırım Kuruluşları Tebliği’nin 25 inci maddesine göre; yatırım kuruluşları, yatırım hizmet ve faaliyetleri kapsamında çerçeve sözleşme imzalamadan önce genel müşterilerine sermaye piyasası araçları ile yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin genel riskleri açıklamak, anılan risklere ilişki bildirim formunun⁴¹ bir örneğini vererek, okunup anlaşıldığına dair yazılı beyan almak zorundadırlar. Öte yandan, çerçeve sözleşmenin imzalanmasını takiben, “alım satıma aracılık” faaliyeti kapsamında genel müşterilere hizmet sunulmadan önce, genel risk bildirimine ek olarak işleme konu sermaye piyasası araçlarının risklerinin müşteriye açıklanması zorunluluğu düzenlenmiştir. Bu zorunluluğun kapsamı ise Yatırım Kuruluşları Tebliği’nin 25 inci maddesinin üçüncü fıkrasında sayma suretiyle belirlenmiş olup, işlemlere ilişkin her türlü komisyon, ücret, vergi tutar veya oranları, işleme konu sermaye piyasası aracının karşı taraf riski, likidite riski ve piyasa riskini içerecek şekilde risk profili gibi bir takım bilgiler ile işlemin yurt dışında yapılması halinde bazı ilave bildirim yükümlülükleri düzenlenmiştir.

d) Uygunluk Testi

Yatırım kuruluşları tarafından yatırım hizmetleri kapsamında müşterilere sunulan ürün ve hizmetlerin, müşterinin bilgi ve risk profiline uygun olup olmadığının tespiti amacıyla, yatırım kuruluşlarının genel müşterilerine “uygunluk testi” uygulaması öngörülmektedir. Böylelikle, müşterilere, yatırım kuruluşu tarafından müşterilerin ihtiyaçlarına, finansal beklentilerine uygun olmayan, risklerini anlamakta yetersiz oldukları ve bilgi ve tecrübeleriyle bağdaşmayan hizmetlerin sunulması nedeniyle zarara uğratılmalarının önlenmesi hedeflenmektedir.

Uygunluk testi, MiFID kurallarına paralel olarak, Yatırım Kuruluşları Tebliği’nin 33 üncü maddesinde düzenlenmiştir. Anılan maddede uygunluk testi, “*yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesi*” olarak tanımlanmıştır. Ayrıca, maddede yatırım kuruluşlarının alım satıma aracılık ve halka arza aracılık faaliyetleri kapsamında yalnızca genel müşterilere uygunluk testi yapmakla yükümlü oldukları düzenlenmiştir. Gerçekten de, profesyonel müşterilerin, talep ettikleri ürün ve hizmetler kendilerine sunulmadan önce, bu hizmetin kendilerine uygun olup olmadığına ilişkin yatırım kuruluşunun değerlendirmede bulunmasına ihtiyaç bulunmamaktadır.

Yatırım kuruluşunun, uygunluk testi kapsamında müşterilerinden asgari olarak alması gereken bilgilerin neler olduğu Tebliğ’in 33 üncü maddesinin üçüncü fıkrasında yer almakta olup, buna göre müşterinin yatırım amaçları, yatırım süresi ile risk ve getiri tercihleri ve müşterinin portföyünde veya hesabında gerçekleştirilecek işlemlere ilişkin riskleri anlayacak bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığı; müşterinin yaşı ve mesleği, eğitim durumu, geçmişte

⁴¹ “Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu”nun asgari içeriği, Yatırım Kuruluşları Tebliği EK-1’de belirlenmiştir.

gerçekleştirdiği sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerin türü, niteliği, hacmi, sıklığı hususlarında bilgi alınması gerekmektedir⁴².

Yatırım hizmetlerinden yararlanmak isteyen genel müşteriye uygunluk testinin yapılması kural olarak zorunlu olup, bu kuralın istisnaları Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 33/2 maddesinde düzenlenmiştir. Anılan maddede, yatırım kuruluşunun, ürün veya hizmetin müşterinin kendi talebi doğrultusunda sunulması ve yatırım kuruluşunun uygunluk testi yapmakla yükümlü bulunmadığı hususunda müşterinin bilgilendirilmesi şartlarıyla; yatırım fonu katılma payları ile Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören kamu borçlanma araçları müşteriye uygunluk testi yapılmaksızın sunulabilecektir⁴³.

MiFID ve diğer ülke düzenlemelerinde olduğu gibi, ülkemiz düzenlemesi ile de uygunluk testine bağlanan temel hukuki sonuç, yatırım kuruluşunun müşterisine uygunluk testi sonucuna uygun olmayan ürün ve hizmetleri sunmasının yasaklanmış olmasıdır. Nitekim, Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 33 üncü maddesinin dokuzuncu fıkrası uyarınca, yatırım kuruluşunun uygunluk testi sonucunda belirli bir ürün veya hizmetin müşteriye uygun olmadığı kanaatine ulaşması halinde öncelikle müşteriye yazılı olarak uyaracağı ve bu halde, yatırım kuruluşunun söz konusu ürün ya da hizmete yönelik olarak müşteriye bire bir genel yatırım tavsiyesinde bulunamayacağı hükme bağlanmıştır. Öte yandan, hangi ürün ya da hizmetlerin müşteriye uygun olduğunun yatırım kuruluşu tarafından tespit edilmesine imkân bulunmadığı veya bir ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olmadığına ilişkin uyarıda bulunulmuş olmasına rağmen, müşterinin ürün veya hizmeti almak istemesi halinde, yatırım kuruluşunun müşterinin bu talebi yönünde hizmet verip vermemek konusunda serbest olduğu hükme bağlanmıştır.

e) Yerindelik Testi

Uygunluk testi ile müşterilerin bilgi ve risk profillerine uygun yatırım ürünleri ve hizmetleri almasının sağlanması amaçlanmışken, yerindelik testi ile yatırım kuruluşlarının müşterilerine sunacakları yatırım hizmetleri nedeniyle sorumluluk üstlenmesi ve bu hizmetler sunulurken, müşterinin mali durumu ile bilgi ve tecrübesinin dikkate alınması hedeflenmektedir.

Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 40 ıncı maddesinde yerindelik testi, bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı kapsamında müşteriye sunulacak hizmet ile müşterinin yatırım amaçları, mali durumu ile bilgi ve tecrübesinin uyumlu olup olmadığının yetkili kuruluşlar tarafından değerlendirilmesi olarak tanımlanmıştır. Aynı madde uyarınca, “yerindelik testi” yapılması zorunluluğu, yalnızca bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmetleri bakımından öngörülmüş ve bu hizmetlerin yapılan yerindelik testinin sonucuna göre sağlanacağı düzenlenmiştir.

⁴² Öte yandan, Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 33/4 hükmü uyarınca, zorunlu unsurları Tebliğ'in 33/3 hükmünde belirlenmiş olan standart formların asgari içeriğinin Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (Birlik) tarafından belirlenerek Kurul onayına sunulacağı hükme bağlanmıştır. Bu doğrultuda, Kurul Karar Organı'nın 15.5.2014 tarih ve 15/474 sayılı kararıyla; uygunluk ve yerindelik testlerinin Birlik tarafından hazırlanan asgari içeriği onaylanmıştır. Ayrıca; testlerin asgari içeriğine uyulması, kendi içinde bütünlük arz etmesi ve makul gerekçelerin 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 yöntemle göre değerlendirmesine imkan tanınmasına karar verilmiştir.

⁴³ Kurul Karar Organı'nın 27.6.2014 tarih ve 20/661 sayılı kararı ile kabul edilen i-SPK.37.1 sayılı Kurul İlke Kararını oluşturan Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber'de (Rehber), Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 33/2 hükmünde yer alan “yatırım fonu katılma payları” somutlaştırılarak, Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nda işlem gören yatırım fonları ile para piyasası fonları (likit fonlar) ve kısa vadeli tahvil ve bono fonlarının bu kapsamda olduğu düzenlenmiştir (Rehber, s.3).

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 niteliği yerindelik testi kapsamında edinilecek bilgiler arasında yer almaktadır. Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 40 ıncı maddesi uyarınca bireysel portföy yöneticiliği ile yatırım danışmanlığı hizmeti alınmasına ilişkin olarak çerçeve sözleşme imzalanmadan önce yatırım kuruluşunun müşterilerine yerindelik testi uygulaması gerekmektedir. Uygunluk testinde olduğu gibi, yerindelik testi kapsamında müşteriden asgari olarak hangi bilgilerin alınması gerektiği belirlenmiştir. Buna göre, müşterinin yatırım amaçları, yatırım süresi, risk ve getiri tercihleri ile 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 benimsenmiştir⁴⁴.

Anılan düzenlemeler ile müşteriye yerindelik testi sonucu ile uyumlu olan sermaye piyasası araçlarının bireysel portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı hizmetine konu edilmesi hedeflenmiştir. Gerçekten de, Kurul'un i-SPK.37.1 sayılı İlke Kararı'nda bireysel portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı hizmetinin sunulmasında yerindelik testinin yapılması zorunluluğuna ilişkin düzenleme ile amaçlananın, testin sonucuna uygun sermaye piyasası araçlarını konu alan yatırım hizmetlerinin sunulmasının olduğu ifade edilmektedir⁴⁵.

II. YATIRIM HİZMETİ ALIMINDA YATIRIMCININ KORUNMASINA İLİŞKİN YENİ MODEL ARAYIŞLARI VE TÜKETİCİ HUKUKUNUN SERMAYE PİYASASI MEVZUATINA ETKİLERİ

A) Yatırım Hizmeti Düzenlemelerinin Gözden Geçirilmesinin Nedenleri ve Finansal Krizin Yatırım Hizmetleriyle Bağlantısı

Tüketim toplumunun, artan tüketim ihtiyaçlarının karşılanmasında, başta tüketici kredileri ile mortgage kredileri olmak üzere, tüketicilerin finansal hizmetlerden yararlanmaları giderek yaygınlaşmıştır⁴⁶. Benzer şekilde, bir yandan tüketim ihtiyaçlarının finansmanının temin edilmesi, diğer taraftan üretimin desteklenmesi amacıyla kişilerin tasarruflarını ekonomiye aktararak sermaye piyasalarında yatırım yapmaları da teşvik edilmeye başlanmıştır. Bu doğrultuda, zaman içerisinde finansal hizmetler çeşitlenmiş, yeni finansal ürünler ortaya çıkmış ve finansal hizmetler ve ürünler giderek karmaşık hale gelmiştir⁴⁷.

Diğer yandan, bu hizmetleri sunan finansal kuruluşların artan risk iştahı ve kar güdülleri nedeniyle, karmaşık nitelik taşıyan bir takım yatırım ürünlerinin toplumun tüm kesimlerine pazarlanması ile yatırım ürünleri ve hizmetleri gündelik hayatın önemli bir parçası haline gelmiştir⁴⁸. Özellikle şahısların emeklilik planları ve geleceğe yönelik tasarruflarının teşvik

⁴⁴ Bununla birlikte, Tebliğ'in 40/4 maddesi uyarınca, talebe dayalı olarak kabul edilenler hariç olmak üzere profesyonel müşterilerden; müşterinin mali durumunun yatırımın risklerini karşılayacak yeterlilikte olup olmadığına ilişkin olarak; gelir düzeyi ve yatırım amaçlı varlığı hakkında bilgi ile müşterinin portföyünde veya hesabında gerçekleştirilecek işlemlere ilişkin riskleri anlayacak bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığına ilişkin olarak; müşterinin yaşı ve mesleği, eğitim durumu, genel ya da profesyonel müşteri olduğu, geçmişte gerçekleştirdiği işlemlere konu olan sermaye piyasası araçları, söz konusu işlemlerin türü, niteliği, hacmi ve sıklığı konusunda bilgi alınmasının zorunlu olmadığı düzenlenmiştir.

⁴⁵ Rehber, s.6.

⁴⁶ Dünya Bankası'nın verilerine göre, 2007-2009 finansal krizine kadar her yıl yaklaşık 150 milyon yeni tüketici finansal hizmetlerden yararlanmaya başlamıştır (Rapor, s.1).

⁴⁷ BURKE, John J.A; "Re-Examining Investor Protection in Europe and the US" EILF Journal of Law & Economics, Vol. 1, 2009, s.20. Finansal inovasyon çerçevesinde ortaya çıkan yeni yatırım ürünlerinde birden fazla ürün bir araya getirilerek, heterojen ve opak nitelikte finansal ürünlerin yaratıldığı, böylece bu ürünlerin risklerinin katlanarak arttığı belirtilmektedir (LUMPKIN, s.16).

⁴⁸ CARTWRIGHT, s.3; BUCK-HEEB, s.176; CHEREDNYNCHENKO, s.403. CHEREDNYNCHENKO, konuyu Avrupa Birliği (AB) vatandaşları açısından incelemişse de, ülkemiz gibi AB'ne üye olmayan ülkeler

edilmesine bağı olarak⁴⁹, piyasa hakkında bilgisi ve tecrübesi olmayan şahısların da, finansal yenilikleri içeren ürünlere yönelmesi, bu kapsamda menkul kıymetleştirilmiş varlıklar⁵⁰ ya da “paketlenmiş” finansal ürünler (*packaged retail investment products, PRIP*)⁵¹ olarak ifade edilebilecek olan yatırım fonu gibi yatırım ürünlerinin sıradan yatırımcılara pazarlanması yaygınlık kazanmıştır⁵². Bununla birlikte, finansal kuruluşların görev ve sorumluluklarına ilişkin düzenlemelerin ortaya çıkan yeni sorunların ve çıkar çatışmalarının giderilmesinde yetersiz kalması neticesinde⁵³, yatırım hizmetleri sunanların, hali hazırda genel müşterinin değerlendirme kapasitesine göre karmaşık olan finansal ürünler hakkında yanlış veya eksik bilgi vermeleri, müşterilerini riskli finansal ürünlere yönlentmeleri ve/veya kar ve komisyon amaçlarıyla müşterilerin ihtiyaçlarıyla uyumlu olmayan yatırım ürünlerinin pazarlanması gibi uygulamalar artmıştır⁵⁴. Söz konusu olumsuz uygulamalar neticesinde, krizin ardından özellikle yatırım danışmanlığı hizmetine ilişkin olarak yatırımcılara sağlanan korumaların önemli eksiklikler içerdiği anlaşılmıştır⁵⁵. Bu kapsamda, yatırım ürünlerinin ve bunları sunan

bakımından da, finansal hizmetlerin bankacılık ve sigorta gibi hizmetleri de kapsadığı dikkate alındığında, geçerli olduğu söylenebilecektir.

⁴⁹ Kişilerin uzun vadeli plan yapabilmelerini ve gelecekte meydana gelebilecek olumsuzluklara karşı ekonomik anlamda korunmalarını temin edeceği düşüncesiyle, AB vatandaşları bakımından finansal hizmetlerin giderek önem kazandığı, toplumun bu hizmetlerden faydalanmalarının zorunluluk arz eder hale geldiği vurgulanmaktadır (CHEREDNYCHENKO, s.403; CHEREDNYCHENKO, Olha O; “*Fundamental Rights, European Private Law, and Financial Services*” Constitutionalization of European Private Law, Oxford 2014, (Financial Services), s.186; aynı yönde Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioral Economics Perspective, Final Report, 2010, http://ec.europa.eu/consumers/archive/strategy/docs/final_report_en.pdf, s.86. Bu kapsamda, günümüzde geçmişe göre çok daha geniş bir toplumsal kesimin tasarruflarını yatırıma yönlenttikleri, özellikle refah devleti (*welfare state*) modelinin giderek gerilemesiyle, bireylerin kredi ve yatırım hizmetlerine giderek artan düzeyde bağımlı hale geldikleri, bu çerçevede zaman içinde yatırım yapan kişilerin sosyal düzeylerine ilişkin bir değişimin meydana geldiği belirtilmektedir. Nitekim, geçmişten farklı olarak günümüzde, yalnızca ekonomik durumu ve eğitim düzeyi yüksek olan müşteriler değil, toplumun her kesiminden insan, ister emeklilik ister tasarruf amacıyla olsun, yatırım hizmetlerinden faydalanmaktadır (BUCK-HEEB, s.176).

⁵⁰ Finansal krizde, kredi verme uygulamaları ve bu kredilerin menkul kıymetleştirilerek tedavüle çıkartılarak küçük yatırımcıları satılması ile daha fazla kar ve getiri beklentisini sağlayan varlıklara olan talebin artmasıyla yatırımcıların riskli işlemlere/ürünlere yöneltilmesinin önemli rolü olduğu kabul edilmektedir. Yatırımcıların yüksek getiri beklentilerinin karşılanabilmesi amacıyla, bu hedefi sağlamaya elverişli (birçoğu kredilere dayanılarak ihraç edilenler olmak üzere) yeni finansal ürünler geliştirilmiş ve ürün yelpazesi genişletilmiş olup, bu ürünlerin çoğu zaman hedef kitlesi düşük gelirli kesimler olarak belirlenmiştir (LUMPKIN, s.3-4).

⁵¹ Konu hakkında bilgi için bkz. http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products/index_en.htm#maincontentSec5

⁵² CHEREDNYCHENKO, s.405.

⁵³ Verbraucherorienterte Finanzaufsicht, Institut für Verbraucherpolitik, 2010 http://www.vzbv.de/cps/rde/xbcr/vzbv/studie_finanzmarktaufsicht_25_05_2010.pdf, s.18; FSA Business Plan, s.6 http://www.fsa.gov.uk/pubs/plan/pb2010_11.pdf. Özellikle PRIP’lar yönünden, AB’de kriz dönemi itibariyle yürürlükte olan, genel yatırımcının korunmasına zemin oluşturabilecek nitelikte ya da bu piyasanın düzgün ve dengeli işleyişini temin edebilecek bir düzenlemenin bulunmadığı belirtilmektedir (CHEREDNYCHENKO, s.405).

⁵⁴ Nitekim, yapılan araştırmalar özellikle yatırım danışmanlığı hizmeti alan yatırımcılara kendilerine uygun olmayan ürünlerin pazarlanarak yatırımcıların sistematik olarak zarara uğratıldığını ortaya koymuştur. Bu kapsamda, daha az bilgili yatırımcıların yatırım danışmanları tarafından sunulan danışmanlığa daha çok güven duyduğu ve bu güvenin neticesinde kendilerine daha riskli varlıkların satıldığı ve daha çok işlem yapılmasına neden olduğu (*churning*) belirtilmiştir (INDERST/OTTAVIANI, s.494). Benzer şekilde, Almanya’da yatırımcıların ihtiyaçlarına uygun olmayan ve onları öngördüklerinden daha fazla risk altına sokan finansal araçların tavsiye edildiği hususundaki olumsuz uygulamalar hakkında bkz. Verbraucherschutz und Finanzmarktregulierung, s.9.

⁵⁵ BUCK-HEEB, s.176. Finansal Hizmetler Otoritesi tarafından İngiltere’de finansal hizmet piyasalarında yaygın olan komisyon ağırlıklı yatırım danışmanlığı nedeniyle tüketicilerin yıllık 223 milyon Sterlin zarara uğradığı tahmin edilmektedir (Verbraucherorienterte Finanzaufsicht, s.10). Almanya’da ise tüketicilere yanlış finansal ürün ve kötü yatırım danışmanlığı hizmeti sunulması nedeniyle oluşan zararın yıllık yaklaşık 20 milyon Euro olduğu belirtilmektedir (Verbraucherschutz und Finanzmarktregulierung, s.4). AB ülkelerinde, özellikle kriz sonrasında yanlış satış tekniklerine bağı yatırımcıların zararına neden birçok vakanın mahkemelere yansıdığı belirtilmekte

kuruluşların uygulamalarının zaman içinde oldukça karmaşık hale gelmesi karşısında, açıklama yükümlülükleri doğrultusunda ne kadar bilgi verilirse verilsin, bu bilgilerin yatırımcıları korumakta yeterli olmadığı ortaya çıkmıştır⁵⁶.

Yukarıda kısaca özetlenen nedenlerle, pek çok yatırımcı kendilerine sunulan, karmaşık yapıdaki ve kendi yatırım amaçlarına uygun olmayan riskli finansal ürünler nedeniyle finansal krizin neden olduğu ekonomik bunalım döneminde zarara uğramışlardır⁵⁷.

Piyasada meydana gelen olumsuzlukların giderilmesi ve piyasaya olan güvenin yeniden tesis edilmesi amacıyla, gerek ABD’de gerekse AB’de yoğun bir düzenleyici reform süreci başlamıştır. Bu düzenlemelerin ilk dalgası, finansal istikrara yönelik olmakla beraber, ikinci dalga hane halkı yatırımcısı (*household investor*), küçük yatırımcı ya da genel müşterinin (*retail client*) korunmasına ilişkin düzenlemelerdir⁵⁸. Özellikle kriz dönemleri neticesinde ortaya çıkan tecrübeler ile kişilerin finansal konulardaki davranışlarını nasıl yönlendirdiklerine ilişkin yapılan davranışsal araştırmalar ve tüketici çalışmalarının sonuçları çerçevesinde geliştirilen yeni yaklaşımlar doğrultusunda piyasa düzenleyici metinler gözden geçirilmektedir. Bu bağlamda, yatırımcıları çok büyük zararlara maruz bırakan krizin, gelecekte tekrarlanmamasını teminen yapılan yeni düzenlemelerde yatırımcıların korunmasında klasik yöntem ve araçların yeterli olup olmadığı sorgulanmıştır⁵⁹.

B) Finansal Krizin Ardından Yatırımcının Korunmasına İlişkin Olarak Gündeme Gelen Yeni Model Arayışları

1) Genel Olarak

Sermaye piyasası mevzuatının tarihsel gelişimine bakıldığında, ihraççıların ve sermaye piyasası kurumlarının olumsuz eylem ve işlemleri nedeniyle birçok finansal krizle karşılaşan

olup, söz konusu hususlarda verilen mahkeme kararları hakkında bkz. CHEREDNYNCHENKO, *Financial Services*, s.192.

⁵⁶ LUMPKIN, s.9. Davranışsal araştırmalar neticesinde, MiFID’in müşterin bilgilendirilmesine ilişkin yükümlülüklerinin, çoğu zaman müşteri tarafından yatırım karar verildikten sonra, ancak söz konusu yatırım işlemi yapılmadan önceki aşamaya ilişkin oldukları, ancak müşterilerin bir yatırım kararı verildikten sonra kendilerine sunulan bilgileri sistematik olarak görmezden gelme eğilimi olduğu, bu nedenle MiFID’de öngörülen türdeki uyarıların/bildirimlerin davranışsal olgular nedeniyle yatırım kararları üzerinde hiçbir etkisinin olmadığı belirtilmektedir (KLÖHN, Lars; “*Preventing Excessive Retail Investor Trading under MiFID: A Behavioural Law & Economics Perspective*” *European Business Organization Law Review*”, 10, 2009, s.446). Öte yandan, MiFID doğrultusunda, yatırım danışmanlarının sundukları hizmetlerle ilgili çıkar çatışmalarını açıkladıkları hallerde dahi, yatırımcıların, kendilerine sunulan hizmeti değerlendirirken bu hususu dikkate almadıkları ve özellikle yüz yüze verilen yatırım danışmanlıklarında bu durumun belirgin olduğu hk. bkz. INDERST/OTTAVIANI, s.502, 504; SPLINDLER, s.331.

⁵⁷ Mortgage borçlarının menkul kıymetleştirilmesi ve bu finansal ürünlerin paketlenerek hileli ve aldatıcı davranışlar neticesinde yatırımcılara satılmasının ardından, finansal kriz neticesinde finansal kuruluşların borçlarını ödeyememesine bağlı olarak yatırımcıların ellerindeki menkul kıymetler değersiz hale gelmiş ve yatırımcılar ciddi zararlara uğramışlardır (PRIDGEN, s.406-407). Bunların en tipik örneği, Lehman Brothers’ın iflası ile, Lehman sertifikaları almış olan binlerce küçük yatırımcının zarar etmesi ve hatta ekonomik olarak yıkımlarına neden olunmuş olmasıdır (SPLINDLER, s.315). Söz konusu finansal araçlara yatırım yapanların çoğunun, riske duyarlı yatırımcılar olduğu ve risksiz bir yatırım yaptıkları düşüncesiyle bu sertifikaları almış olduklarını, ancak gerçekte değeri başka payların endeksine göre belirlenen türev işlem niteliğindeki bir finansal aracın söz konusu olması nedeniyle, pek çok yatırımcının tüm tasarruflarını kaybetmelerinin gündeme geldiği belirtilmektedir (CHEREDNYNCHENKO, *Financial Services*, s.193).

⁵⁸ MOLONEY, Niamh; “*The Investor Model Underlying the EU’s Investor Protection Regime: Consumers or Investors*”, *European Business Organization Law Review*, 13, s.170. AB düzenlemelerinde yatırımcının korunmasıyla bağlantılı olarak gündeme gelen bir dizi değişiklik nedeniyle, Avrupa ülkelerindeki düzenleyicilerin küçük yatırımcının korunması konusundaki hassasiyetlerini göstermek üzere birbiri ile yarışa girdikleri hakkında bkz. MOLONEY, s.171; DAVIS, Phil; “*Protecting investors proves tricky*”, 20.5.2011 <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6c72f824-5194-11e0-888e-00144feab49a.html>; BURKE, s.33.

⁵⁹ SPLINDLER, s.315-316; BURKE, s.10-11.

yatırımcıların, bu krizler neticesinde piyasaya olan güvenlerinin yeniden sağlanması ve daha etkin korunmaları amacıyla sermaye piyasası mevzuatının geliştirildiğinin söylenmesi mümkündür⁶⁰. Bu doğrultuda, sermaye piyasası hukuku kurallarının ilk ortaya çıkışlarından bu yana geçirdiği önemli değişimlerin, yatırımcıların korunması anlayışına etkisine bakıldığında⁶¹, başta *caveat emptor* prensibi olarak adlandırılan ve yatırımcının yaptığı işlemlerin farkında olması ve kendi menfaatlerini kendisinin koruması gerektiğini kabul eden ilkenin, yerini *yatırımcının korunması* ilkesine bıraktığı⁶² ve 2007-2009 finansal krizi sonrasında ise bu tutumun bir adım ileri götürülerek “*finansal tüketicinin korunması*”⁶³ bağlamında ele alınmaya başlandığı söylenebilecektir⁶⁴.

Gerçekten de, yukarıda değinildiği üzere, 2007-2009 finansal krizi yatırımcının korunmasındaki çeşitli eksikliklerin ortaya çıkmasına ve yatırımcının korunmasına ilişkin tartışmaların alevlenmesine neden olmuştur⁶⁵. Finansal kriz sonrasında, yatırımcıların finansal ürünlere ve genel olarak finansal piyasalara olan güveni azalmış olup, sermaye piyasası hukukunda başlayan düzenleyici reform çalışmalarında finansal hizmet alan yatırımcıların korunması sorununun güncellik kazanması nedeniyle⁶⁶, özellikle yatırım hizmetleri alan yatırımcıların korunmasına ilişkin yeni düzenleyici model arayışları başlamıştır⁶⁷. Yatırım hizmetleri alan yatırımcının, bir başka ifadeyle yatırım kuruluşunun müşterisi konumunda olan yatırımcının daha iyi nasıl ve hangi modeller çerçevesinde korunması gerektiği hususunda yoğun tartışmalar yaşanmış ve bu hususta farklı yaklaşımlar ileri sürülmüştür.

2) Davranışsal Ekonomi Çerçevesinde Yatırımcının Korunması Yaklaşımı

Davranışsal ekonomi, son yıllarda pek çok akademik incelemeye konu edilmiş olup, finansal krizin ardından yatırımcıların korunmasında ortaya çıkan yeni model arayışlarında da

⁶⁰Bu doğrultuda, sermaye piyasası mevzuatının finansal krizler neticesinde yaşanan olumsuzluklara tepki sonucunda hazırlanan kurallar bütünü olduğu belirtilmektedir (ÇETİN, s.2).

⁶¹ Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nin sermaye piyasası mevzuatında 1960'lı yılların sonunda ve 1970'li yılların başında yaşanan düzenleme değişikliklerinin temelinde, yatırımcının korunmasına ilişkin teorilerdeki değişikliklerin yattığı ve 2009-2010 yıllarında ABD'de Dodd-Frank Kanunu ile yapılan değişikliğin de yine yatırımcının korunmasına ilişkin yaklaşım değişikliğinin bir sonucu olduğu hususunda bkz. PRIDGEN, Dee; “*Sea Changes in Consumer Financial Protection: Stronger Agency and Stronger Laws*”, Wyoming Law Review, Cilt 13, Sayı 2, 2013, s.406-407.

⁶² ÇETİN, s.2; MÖLLERS, s.58. Yatırımcının korunması ilkesinin; rasyonel, bilinçli ve düşünerek işlem yapan yatırımcının bazı bilgilere ihtiyaç duyduğu anlayışına dayandığı belirtilmektedir (BUCK-HEEB, s.70). Öte yandan, bir görüşe göre ise, yatırımcıların korunmasının ekonomik mantığı, yatırımcıların risk almalarının teşvik edilmesidir (BURKE, s.10).

⁶³ Hukuk politikası tartışmalarında “*yatırımcı*” kavramının yerini giderek “*tüketici*” kavramına bıraktığı hususunda bkz. MOLONEY, s.178. Öte yandan, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları 2014/10 sayılı Başbakanlık Genelgesi'nde de “*finansal tüketici*” ifadesi tercih edilmiştir.

⁶⁴ MOLONEY, s.189. Bu doğrultuda, finansal piyasalarda hane halkı refahını artırmak ve birikim yapmak amacıyla yatırım yapan kişilerin, küçük yatırımcı (retail investor) ve finansal ürün ve hizmetlerin tüketicileri olmak üzere, iki şekilde karakterize edilebileceği belirtilmektedir. Kriz öncesi AB'nin yatırımcının korunması düzenlemelerinde birinci aktör odak alınmışsa da, kriz sonrasında ikinci aktörün odak noktasını oluşturduğu ve düzenlemelerin bu yatırımcılar dikkate alınarak revize edildiği belirtilmektedir (MOLONEY, s.172). Yatırımcının korunması hukukunun tüketicinin korunması hukuku kapsamında ele alınması ile yatırım ürünlerinin tüketim ürünleri olarak ve müşterinin artık yatırımcı olarak değil, sözleşmenin zayıf tarafı olması nedeniyle özel olarak korunması gereken tüketici olarak görüldüğü belirtilmektedir (BUCK-HEEB, s.83).

⁶⁵ BUCK-HEEB, s.67, dn.1; OELKERS, Janine/WENDT, Domenik H. ; “*Höchststrichterliche Rechtsprechung zur Vermittlung von Bank- und Versicherungsprodukten - zur Zurechnung bei selbständigen Vermittlern*”, BKR 2014, s.96. Gerçekten de, finansal yaratıcılık, işlemlerin karmaşıklaşması ve yeni çıkar çatışmalarının ortaya çıkması gibi hususlar dikkate alındığında, yatırımcıların korunması amacıyla getirilen düzenlemeler ile yatırımcıları koruyucu mekanizmaların da bu gelişmeleri karşılayacak şekilde sürekli olarak gözden geçirilmesi gerekliliğini ortaya çıkartmaktadır (ÇETİN, Investor Protection, s.1).

⁶⁶ MOLONEY, s.170-171; CHEREDNYNCHENKO, s.405; Verbraucherorienterte Finanzaufsicht, s.2, 9.

⁶⁷ MOLONEY, s.172 vd.

önemli bir yer tutmaktadır⁶⁸. Nitekim, ekonomistler ve kanun koyucular tarafından yatırımcıların korunmasında benimsenen klasik anlayışa göre, gerekli bilgilerle donatılmış piyasa katılımcıları her zaman rasyonel kararlar verecek olduklarından, asimetrik bilgi sorununun giderilmesine yönelik açıklama yükümlülüklerinin getirilmesi ile yatırımcılar korunmuş olacaklardır⁶⁹. Buna karşılık, finansal kriz ile gün yüzüne çıkan bir takım problemler, bu klasik anlayışın eleştirilmesine ve geçerliliğinin sorgulanmasına neden olmuştur⁷⁰.

Geçekten de, klasik yatırımcıların korunması anlayışının aksine, yatırımcılara sağlanan bilginin her zaman yatırımcının rasyonel karar vermesini sağlamadığı ve yatırımcıların kararlarını verirken dikkate almaları gereken bilgiler hakkında yapılan açıklamaların, yatırımcıları “aşırı bilgi sorunu (*information overload*)” olarak adlandırılan bir sorunla karşı karşıya bıraktığı belirtilmektedir. Buna göre, yatırımcılar kendilerine sunulan bilgileri anlamak ve değerlendirmekte çoğu zaman yetersiz kalmaktadırlar⁷¹. Bu çerçevede, yatırımcıların gerekli bilgilere erişimlerinin olduğu hallerde dahi rasyonel kararlar veremedikleri ve yatırımcıların yatırım kararlarını vermeleri aşamasında başka bazı faktörlerin de rol oynadığı anlaşılmış ve davranışsal ekonomi alanında yapılan çeşitli araştırma ve deneylerde, yatırımcıların yatırım kararlarında belirleyici olan ve rasyonel karar vermelerini engelleyen psikolojik faktörler incelenmiştir⁷². Davranışsal ekonomi doğrultusunda oldukça çok sayıda psikolojik ve davranışsal olgunun yatırımcıların yatırım kararı vermelerinde rol oynadığı tespit edilmiş olup, bu çalışmada bunlardan yalnızca bir kısmına kısaca değinilmiştir. Buna göre; yatırımcıların yatırım kararları verilirken, rasyonel davranışlarının önüne geçen hususlar arasında, “sahiplik etkisi” (*endowment effect*) olarak belirtilen, yatırımcıların mevcut yatırımlarından çıkmalarının (örneğin sermaye piyasası aracını satarak) daha rasyonel olduğu hallerde dahi, yatırımcıların sahip oldukları varlıkları olduklarından daha değerli addederek satmaktan kaçındıkları anlaşılmıştır⁷³. Benzer şekilde, kişilerin “erteleme” (*procrastination*) eğilimlerinin olması nedeniyle, verdikleri kararları hemen uygulamak yerine, erteledikleri, bu durumun da rasyonel davranışın önünde bir engel olduğu ifade edilmektedir⁷⁴. Ayrıca, kriz zamanında ortaya çıkan bir başka faktör de, kişilerin aşırı özgüvenleri nedeniyle (*overconfidence*) rasyonel davranmadıklarıdır⁷⁵. Buna göre, küçük yatırımcılar ve hatta finansal kuruluşların

⁶⁸ KLÖHN, s.437; MICKLITZ, Hans/DAUSES, Manfred; EU Wirtschaftsrecht, 2014, Rdn.119. Davranışsal ekonomi, özellikle finans ve ekonomi alanında kabul görmüş olan prensiplerin, gerçek hayat ile ne ölçüde uyduğu ve ekonomik karar alma mekanizmalarının sosyal, bilişsel ve duygusal önyargılardan nasıl etkilendiğinin ortaya çıkartılmasına yönelik bir araştırma alanıdır. Davranışsal finans/ekonomi, neo-klasik ekonominin insanların rasyonel olduğu varsayımını eleştirmekte ve bilişsel psikolojiden faydalanarak insanların ekonomik kararlarını verirken nasıl bir mekanizma kullandıklarını analiz etmektedir. Bu öğretiye göre, *homo economicus* modeline dayanan klasik ekonomi teorisi insan davranışlarının aşırı basitleştirilmiş bir tasvirdir (Final Report, s.13).

⁶⁹ SPLINDER, s.316; BURKE, s.10; MÖLLERS, s.62. MiFID’in yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararları vereceği anlayışını benimsediği hakkında bkz. KLÖHN, s.438.

⁷⁰ SPLINDER, s.316; OELKERS/WENDT, s.89; SCHONBERG, Rebecca; “Introducing “Abusive”: A New and Improved Standard for Consumer Protection”, California Law Review, Vol.10, 2013, s.1424; FAURE, Michael/G/LUTH, Hanneke A. “Behavioral Economics in Unfair Contract Terms Cautions and Considerations”, Journal Of Consumer Policy, 2012, s.338. Nitekim, davranışsal ekonomi alanındaki bulgular, yatırımcıların her zaman rasyonel ve iradi şekilde karar veremediğini, çoğu zaman davranışlarını duygularının şekillendirdiğini ortaya koymuştur (BUCK-HEEB, s.86). Ayrıca, küçük yatırımcıların yanı sıra, finansal kuruluşların profesyonel çalışanlarının bile rasyonel karar vermekteki yetersizliğinin finansal krizin derinleşmesine yol açan unsurlar arasında olduğu dikkate alındığında, küçük yatırımcıların rasyonel karar vereceklerine ilişkin klasik anlayışın eleştirilmesinin kaçınılmaz hale geldiği belirtilmektedir (SPLINDER s.32). Profesyonel yatırımcıların dahi rasyonel karar vermek konusunda yetersiz oldukları hususundaki örnekler hakkında bkz. BURKE, s.6,10; MÖLLERS, s.60.

⁷¹ SPLINDLER, s.322; INDERST/OTTAVIANI, s.502; BURKE, s.10-11; MÖLLERS, s.67.

⁷² Final Report, s.5. Bu faktörler hakkında bilgi için bkz. FAURE/LUTH, s.344.

⁷³ SPLINDLER, s.323.

⁷⁴ SPLINDLER, s.323.

⁷⁵ Söz konusu hususta yapılan araştırmalar hakkında bkz. KLÖHN, s.441-442; Final Report, s.29.

yöneticilerinin de, finansal ürünlerin yapısını tam olarak anlamadıkları hallerde dahi, kendi risk hesaplarına yönelik aşırı bir güven duymuşlardır⁷⁶. Son olarak ise, yapılan pek çok deney ile ortaya konulmuş olan, “sürü psikolojisi” (*herding behaviour*) olarak adlandırılan eğilim neticesinde, yatırımcıların toplu akımlara uymayı tercih ettikleri ve bireysel olduğu kadar profesyonel yatırımcıların dahi, karar verme sürecini basitleştirmek adına başkalarının verdiği kararları takip etmeyi tercih ettikleri anlaşılmıştır⁷⁷.

Yukarıda yalnızca bir kısmına kısaca değinilen⁷⁸, yatırımcıların yatırım kararı almalarında rol oynayan bir takım davranışsal faktörlerin tespit edilmesinin ardından, finansal piyasaların düzenlenmesinde klasik yaklaşımların yeterli olup olmadığı ve davranışsal ekonominin bulgularının normatif etkilerinin neler olabileceği araştırılmaya başlanmıştır⁷⁹. Bu çerçevede, sermaye piyasaları açısından yatırımcının korunmasında, daha korumacı (*paternalistic*) bir yaklaşımın benimsenmesi ve kamu otoritelerinin piyasaya müdahalesinin yerinde olduğu tartışılan hususlar arasında yer almaktadır⁸⁰. Diğer yandan, kamu otoritesinin yatırım kararları verilirken ortaya çıkan rasyonel olmayan davranışları önlemesinin zorluğu karşısında, hukuk düzenlemeleri ile yatırımcılara ek bir takım hakların ve imkanların tanınmasının faydalı olabileceği ileri sürülmüştür⁸¹. Buna göre; sözleşmeden cayma ve fesih hakları ve özellikle yatırımcıların kendilerine yanlış ya da eksik bilgi verildiğini ve uğradıkları zararın tutarını ispatlamakta karşılaştıkları zorlukları önlemek adına, bu iddialarını ispatlamalarını kolaylaştırmaya yönelik olan, nedensellik bağına ilişkin karineler ve ispat yükünün ters çevrilmesi gibi düzenlemelerin, yatırım kuruluşlarının müşterilerinin rasyonel olmayan kararlar vermelerini önlemek adına daha iyi hizmet vermelerinde etken olabileceği iddia edilmektedir⁸².

3) Yatırımcının Korunmasının Finansal Tüketicinin Korunması Kapsamında Ele Alınması Yaklaşımı

Yatırımcının korunmasında, “tüketici” odaklı yaklaşıma ilişkin tartışmalar krizden önce başlamış olmakla birlikte⁸³, finansal krizin ardından bu husustaki literatür katlanarak artmıştır. Kriz öncesinde, hane halkının finansal hizmet ve ürünlerden faydalanmaları teşvik edilmiş ve bu kişilerin piyasadaki riskleri algılayabilen, değerlendirebilen, bağımsız ve bilgilendirilmiş şekilde karar alabilen ve işlemlerinin sorumluluğunu üstlenebilen kişiler oldukları değerlendirilmişse de, günümüzde bu düzenleyici yaklaşım değişmektedir⁸⁴. Zira, yatırım

⁷⁶ SPLINDLER, s.324.

⁷⁷ SPLINDLER, s. 324.

⁷⁸ Diğer davranışsal sorunlar hakkında bilgi için bkz. MÖLLERS, s.67-68.

⁷⁹ SPLINDLER, s.325,326; KLÖHN, s.440.

⁸⁰ KLÖHN, s.453-454; FAURE/LUTH, s.346. Bu kapsamda, düzenleyici otoritelerin sermaye piyasalarında sıkı bir kontrol uygulayarak, örneğin inovasyon ürünü olan finansal araçların piyasaya sürülmesi hususunda yetkilendirme ve derecelendirme kuruluşları gibi yatırım kararları üzerinde etkili olan özel kuruluşlar yerine, kamu otoritesinin müdahalesi bunlar arasında gösterilmektedir (SPLINDER, s.327).

⁸¹ SPLINDLER, s.328.

⁸² Örneğin, yatırım danışmanlığı sözleşmesinden müşteriye cayma hakkı verilmesi halinde, yatırım kuruluşunun iyi tavsiye verme hususundaki hassasiyetinin artmasını ve böylelikle daha iyi hizmet verilmesini sağlayacağı belirtilmektedir (INDERST/OTTAVIANI, s.507, dn. 18). Aynı yönde, SPLINDLER, s.328.

⁸³ Bu hususta krizden önceki düzenlemeler bakımından İngiliz ve İsveç düzenlemeleri dikkat çekicidir. İngiliz hukukunda Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu (Financial Services and Markets Act 2000, FSMA)’nın 2 nci maddesi uyarınca, sermaye piyasalarındaki yatırımcılar da dahil olmak üzere, tüketicilerin korunması Finansal Hizmetler Otoritesi’nin görevleri arasında sayılmış olup, anılan Kanun’un 5 nci maddesi uyarınca tüketicilerin korunması sermaye piyasalarında düzenleme yapılmasının temel amaçları arasında yer almaktadır. Benzer şekilde, İsveç’te de sermaye piyasalarında düzenleme yapılmasının temel olarak iki amacın belirlendiği, bunların finansal piyasaların düzgün işleyişinin temin edilmesi ve tüketicilerin menfaatlerinin korunması olduğu hususunda bkz. KEßLER/MICKLITZ, s.244; Verbraucherschutz und Finanzmarktregulierung, s.4 vd.

⁸⁴ MOLONEY, s.187-188. Her ne kadar, karmaşık yapıdaki finansal ürünlere karşı geliştirilen temel mekanizma şeffaflığın artırılması ve açıklama yükümlülükleriyle bilgi asimetrisinin giderilmesi de, günümüzde bazı

kuruluşlarına getirilen çıkar çatışmalarını açıklama, yatırımcıya gerekli bilgileri sunma gibi kuralların istenilen sonucu sağlamakta yeterli olmadığı⁸⁵, yatırımcıların önemli bir kısmının bu bilgileri dikkate alarak veya değerlendirerek işlem yapmadıkları anlaşılmıştır⁸⁶. Bu nedenle, yatırımcının/müşterinin korunmasında, açıklama yükümlülüklerinin yatırımcıları korumaya elverişli olmadığı, daha müdahaleci bir yaklaşımın ve düzenleme esaslı bir modelin benimsenerek yatırımcıların korunması için daha fazla önlem alınması gerektiği ileri sürülmüştür⁸⁷. Bu kapsamda, yatırımcıların korunmasına yönelik düzenlemeler gözden geçirilirken, yatırımcıların da tüketiciler gibi korunması gerektiği öne sürülmüştür⁸⁸. Bu bakış açısına göre, yatırım araçları da tüketim malları gibi, artık gündelik hayatın temel öğelerinden biridir⁸⁹. Bu nedenle, finansal hizmetlerin alımı nedeniyle, “yatırımcı”ların da esasen “tüketicisi” oldukları, söz konusu hizmetlerin yatırımcılar tarafından “tüketilmek amacıyla” alındığı⁹⁰ ve

hallerde tüketiciye sunulan bilgi ne kadar detaylı ve kapsamlı olursa olsun, bu açıklamaların bilgisiz yatırımcının doğru karar verebilmesini temin edemeyeceği ve bazı finansal ürünlerin bazı yatırımcı kesimlerine uygun olmadığı gerçeğini değiştirmediği, düzenlemelerde bu durumun gözetilmesi gerektiğinin anlaşıldığı belirtilmektedir (LUMPKIN, s.20-21).

⁸⁵ Bu hususla bağlantılı olarak, Almanya’da krizden önce yatırım hizmetlerine ilişkin düzenlemenin “kurum” bazında olduğu ve kurumsal bir anlayışla düzenlemelerin yapıldığı, bu nedenle tüketicilerin korunmaya duydukları ihtiyaçların yeterince gözetilmediği ve düzenlemelerin tüketici menfaatlerini temin etmekten uzak kaldığı belirtilmektedir (KEßLER/MICKLITZ, s.243). Bu çerçevede, krizin ardından pek çok akademik ve politika metninde, Almanya’nın tüketici odaklı bir finansal gözetim sistemine ihtiyaç duyduğunun ifade edildiği hakkında bkz. KEßLER/MICKLITZ, s.262

⁸⁶ Daha da önemlisi, yatırım kuruluşlarına getirilen çıkar çatışmalarını açıklama yükümlüğü karşısından, yatırım danışmanının söz konusu çıkar çatışmalarını açıklaması halinde taraflı danışmanlık vermek konusunda kendilerini güvencede hissettikleri, müşterilerin ise yatırım danışmanı tarafından sunulan tavsiyeye uymamaları halinde, bu davranışlarının yatırım danışmanı tarafından güvensizlik olarak algılanacağı düşüncesiyle, kendilerine sunulan tavsiyeye uymak konusunda daha istekli davrandıkları tespit edilmiştir. Bu doğrultuda, çıkar çatışmalarının açıklanmasının daha taraflı yatırım danışmanlığı hizmeti sunulmasına ve yatırımcıların bu tavsiyelere uymak konusunda daha kolay ikna olduklarına delalet ettiği belirtilmektedir. Bu ve benzeri araştırmalar hakkında bilgi için bkz. INDERST/OTTAVIANI, s.502 vd.; BURKE, s.8-9.

⁸⁷ INDERST/OTTAVIANI, s. 504; PRIDGEN, s.406. Bu doğrultuda, yatırımcının korunmasındaki eksikliklerin giderilmesine yönelik olarak düzenleyiciler harekete geçmiştir. Örneğin Almanya’da, finansal krizin ardından yatırımcılar açısından önemli riskler barındıran yatırım danışmanlığı hizmetine ilişkin düzenlemelerin yeterli korumayı sağlamadığı gözetilerek, bu hizmeti sunanların açıklama ve aydınlatma yükümlülükleri artırılarak, yatırımcıların zararına neden olan ve hatalı bilgiler içeren finansal danışmanlık/yatırım danışmanlığı konusunda, tüketicinin korunması bakış açısıyla düzenlemeler yapılması gündeme gelmiştir (BUCK-HEEB, s.68). Öte yandan, söz konusu husustaki düzenlemelerin eksiklikleri gözetilerek, yatırımcıların yatırım danışmanlığı hizmeti ile mağdur edildiği hallerle ilişkin ilginç mahkeme kararlarına da rastlamak mümkündür. Özellikle Alman Yüksek Mahkemesi’nin, yatırım kuruluşlarının yatırım danışmanlığı hizmeti sunarken, düzenlemeler gereği gerekli tüm işlemleri/açıklamaları ve bu bağlamda uygunluk ve yerindelik testlerini gereği gibi yaptıkları hallerde dahi, müşterilerin zarar iddiasıyla açtıkları bazı davalardaki kararlarda dikkat çekici hususlara yer verilmiştir. Bu doğrultuda, söz konusu yükümlülükler gereği yapılan bilgilendirmenin somut olay yönünden yeterli olmadığı, müşterinin, yatırım danışmanı tarafından önerilen sermaye piyasası aracına ilişkin kendi iradesiyle sağlıklı bir karar verebilmesi için, yatırım kuruluşunun bildiklerini bilmesi gerektiği, teorik olarak bir riskin varlığından bahsedilmesinin yeterli olmadığı, söz konusu risk unsurunun gerçek ve yakın bir tehlike olabileceği ve gerçekleşmesi halinde müşterinin yatırımının tamamını kaybedebileceği hususunun da açıklanması gerektiğine hükmedilmiştir. Söz konusu karar ile Deutsche Bank’ın 700.000 Dolar tutarında tazminat ödenmesine hükmedilmiştir (BHG 22.3.2011 - XI ZR 33/10) Anılan kararın ardından Alman Finansal Gözetim Otoritesi (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-BaFin) tarafından bilgi formlarında bulunması gereken hususlarda değişikliğe gidildiği hususunda bkz. GRUNDMAN, s.407). Alman mahkemelerinin bilgilendirme yükümlülüklerinin içeriğini belirleyen önemli bazı kararları için bkz. SPLINDLER, s. 320-312; MÖLLERS, s.66.

⁸⁸ ÇETİN, s.7. Finansal piyasaların düzgün işleyebilmesi için düzenleyici ve denetleyici kurum ve kuruluşlarca öncelikle tüketici menfaatlerinin gözetilmesinin gerektiğinin finansal kriz ile bağlantılı olarak ortaya çıkan sorunlar neticesinde anlaşıldığı belirtilmektedir. (KEßLER/MICKLITZ, s.241).

⁸⁹ BUCK-HEEB, s.176; CHEREDNYNCHENKO, s.403.

⁹⁰ ÇETİN, Investor Protection, s.4; MOLONEY, modern toplumda devletin refah artırıcı politikalar yerine, üretim ve tüketimi artırmak amacıyla hareket ederek, bireylerin finansal hizmetlerden yararlanmalarını teşvik ettiği, bu nedenle hane halkının refahının artırılabilmesi için yatırım hizmetlerinden faydalanılması gerektiği, günümüz

tüketicilerin korunmasını gerektiren potansiyel risklerin “yatırımcılar” ve yatırım ürünleri açısından da geçerli olduğu ileri sürülmektedir⁹¹. Gerçekten de, klasik yatırımcıların korunması anlayışının, bilinçli ve ortalama düzeyde bilgili bir yatırımcıyı esas aldığı, bu çerçevede örneğin izahnameyi ve izahnamede yer alan bilançoğu anlayabilen, grafik ve şekilleri yorumlayabilen bir kişinin model alındığı ve sermaye piyasası mevzuatı ile bu kişilerin yeterli ve gerekli şekilde bilgilendirilmelerine ve yatırım kuruluşlarının hileli ya da yanıltıcı eylemleriyle aldatılmalarının engellenmesine yönelik düzenlemeler yapıldığı belirtilmektedir⁹². Buna karşılık, günümüzde yatırım işlemleri yalnızca bu kişiler tarafından değil, daha az ilgili ve bu konular hakkında daha az bilgisi olan kişiler tarafından da yapılmaktadır. Bu nedenle, söz konusu kişilerin sermaye piyasası mevzuatında öngörülen korumalarla korunmasının yeterli olmadığı ve tüketicinin korunması hukukundan yararlanması gerektiği öne sürülmüştür⁹³.

Yatırımcıların “tüketici” olup olmadıkları sorunu, teorik ve kavramsal temellere dayanmakla birlikte, nihai olarak bir hukuk politikası tercihinin dayanağıdır⁹⁴. Bu doğrultuda, yatırımcıların tüketici olduklarının kabulü halinde, tüketici hukukunda geliştirilmiş olan koruma mekanizmalarından yararlandırılmaları gündeme gelecek ve yatırımcılara uygulanan korumanın niteliğinin, klasik yatırımcının korunması anlayışından farklılaşması sonucunu doğuracaktır⁹⁵. Aşağıda, güncel hukuk düzenlemelerine yön veren bir tartışma olan yatırımcıların tüketici olup olmadıkları konusundaki tercih ne olursa olsun, günümüzde gerek uluslararası kuruluşlarca hazırlanan metinlerde, gerek literatürde, finansal hizmet alan kişiler için “finansal tüketici” kavramı kullanılmakta olup, bu kişilerin klasik yatırımcının korunması anlayışıyla korunmasının yeterli olmadığı gözetilerek, daha iyi korunmalarını sağlayacak kurallar geliştirilmektedir.

C) Yatırımcının Korunmasında Tüketici Hukukunun Uygulanabilirliği Sorunu

1) Tüketici Kavramı ve Tüketicinin Korunması

19. yüzyılda değişen sosyal ve ekonomik koşulların beraberinde getirdiği pek çok hukuki sorununun giderilmesi çabasında, borçlar hukukunun temel ilkeleri olan sözleşme özgürlüğü ve ahde vefa ilkelerinin sorgulanması gündeme gelmiştir⁹⁶. Bu doğrultuda, 1970’li yıllarda “tüketim toplumu”nun ortaya çıkmasıyla, yeni bir sözleşen kategorisi olarak “tüketici” gündeme gelmiştir⁹⁷. Tüketicinin bir mal ya da hizmet edinmek amacıyla sözleşmesel ilişkiye

yatırımcısının kar elde etmek amacıyla risk alan ya da birikim yapmak üzere spekülatif şekilde hareket eden kişiler olmaktan ziyade, refahlarının artırılabilmesinin temel koşulu olan finansal ürünlerin alıcısı konumundaki kişiler olduklarını belirtmektedir (MOLONEY, s.173-174, 193).

⁹¹ MOLONEY, s.173; LUMPKIN, s.18; SCHONBERG, s.1428. Benzer şekilde, yatırımcının korunması amacıyla öngörülen açıklama yükümlülüklerinin, yatırımcılara sunulan bilgilerin kalitesini artırdığı ancak yine de bu bilgilerin yatırımcı tarafından anlaşılabilmesini sağlayamadığı, özellikle bilgisiz yatırımcının kendilerine sunulan uzun metinlerde yer alan bilgileri değerlendirmek konusunda yetersiz oldukları belirtilmektedir (LUMPKIN, s.18). Bu kapsamda, özerk ve kendi kararlarını kendi alabilen yatırımcı modelinin yerini, finansal ürün ve hizmetlerin savunmasız tüketicisine bıraktığı kabul edilmektedir (MOLONEY, s.178).

⁹² BUCK-HEEB, s.89-90. MOLONEY de, yatırımcıların korunması düzenlemelerinin temel sorununun, hangi yatırımcı modelinin esas alınması gerektiği noktasında toplandığı ve literatürün farklı kategorilere tabi hane halkı yatırımcılarının ihtiyaç duydukları korumanın sağlanmasını teminen, bu kategoriler arasında nasıl bir ayırıma gidilmesi gerektiği ve hangi yatırımcı profilinin esas alınması gerektiği konusunda epey zorlanıldığını belirtmektedir. Bu tartışmanın başlıca sebebi, kategorizasyonda özverili/dikkatli tasarruf sahibinin mi yoksa risk alan cesur yatırımcının mı esas alınması gerektiğidir (MOLONEY, s.172-173).

⁹³ Bilgi için bkz. BUCK-HEEB, s.89-90.

⁹⁴ BUCK-HEEB, s.95.

⁹⁵ WAGNER, s.649; BUCK-HEEB, s.83. Bu hususta benimsenecek yaklaşımın, sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinin yorumunu de etkileyeceği belirtilmektedir (BUCK-HEEB, s.83).

⁹⁶ ATAMER, Yeşim; “*Tüketici Hukukunun Gelişimi: Dünü, Bugünü ve Yarını*”, Tüketicinin Korunması Semineri (2-4 Kasım 2006) Ankara 2007, s.21.

⁹⁷ ATAMER, s.24.

girdiği taraflara göre çoğu zaman ekonomik bakımdan güçsüz ve bilgisiz olması, ancak 19. yüzyılın medeni ve borçlar kanunlarının, eşit pazarlık gücüne sahip tarafların sözleşmenin koşullarını müzakere ederek kendileri için en uygun olan sözleşmeyi yaratacakları anlayışına dayanması nedeniyle, sözleşmelerin zayıf tarafını korumak konusunda yetersiz olmaları nedeniyle, özel bir tüketici mevzuatı gelişmiştir⁹⁸. Böylelikle, tüketicilerin taraf oldukları sözleşmeler alanının emredici hukuk kuralları ile düzenlenmesi suretiyle tüketicilerin korunmasını amaçlayan bir hukuk dalı doğmuştur⁹⁹.

Tüketicilerin bilgi ve ekonomik düzey açısından birbirlerinde çok farklı olmaları mümkün olmakla birlikte, genel olarak hukuk metinlerinde işlevsel bir tüketici tanımı benimsenmiş¹⁰⁰ ve genel olarak bir mal veya hizmeti ticari veya mesleki olmayan amaçlarla edinen, kullanan veya yararlanan kişiler¹⁰¹ “tüketici” olarak tanımlanmıştır¹⁰².

Tüketici hukukunda, tüketicilerin korunması amacıyla farklı mekanizmalar geliştirilmiş olup, bu mekanizmaların temeli, tüketicilerin, sözleşmesel ilişkiye girdikleri taraflara göre daha zayıf oldukları anlayışına dayanmaktadır. Bu nedenle, tüketici hukukunun amacı, tüketicilerin herhangi bir yanıltma, aldatma ya da hileli bir davranış olmaksızın mal ya da hizmet sunanlarca bilgilendirilmeleri, agresif pazarlama tekniklerinden korunmaları ve bir tüketim kararı vermeden önce düşünebilmeleri ve gerekirse piyasa araştırması yapılmasının ardından karar verebilmelerinin sağlanmasıdır¹⁰³. Bu bağlamda, tüketici hukuku mal veya hizmet sağlayan teşebbüs ile tüketicinin, gerek sosyal ve ekonomik açıdan, gerekse kurulmak istenen sözleşmeye dair sahip olunan bilgiler açısından eşit olmalarının yarattığı sakıncaların giderilmesine yöneliktir¹⁰⁴. Buna göre, tüketicilerin sözleşmesel ilişkiler kapsamında¹⁰⁵ korunmasında genel işlem/haksız sözleşme şartlarına karşı korunmaları, bilgilendirilme yükümlülükleri ve sözleşmenin kurulmasının ardından, belli bir süre içerisinde sözleşmeden cayma haklarına ilişkin hukuki mekanizmalar bulunmaktadır.

2) Yatırımcının Tüketici Olarak Nitelendirilip Nitelendirilemeyeceği Sorunu

Yatırımcının, “tüketici” olup olmadığı sorunu, yatırımcının sermaye piyasasındaki rollerinden “müşteri” rolüyle bağlantılı olarak incelenmekte ve müşterinin yatırım hizmeti alırken, yatırım kuruluşuna karşı olan hukuki statüsünün belirlenmesine hizmet etmektedir¹⁰⁶.

Öğretide, bir mal ya da hizmeti, tüketmek amacıyla, ticari veya mesleki olmayan amaçlarla edinen kişilerin kapsamına, yatırım kuruluşlarından hizmet alan kişilerin de girip

⁹⁸ ATAMER, s.25; ZEVKLİLER, Aydın/AYDOĞDU, Murat; Tüketicinin Korunması Hukuku, Ankara 2004, s.40.

⁹⁹ ATAMER, s.21 vd.

¹⁰⁰ BUCK-HEEB, s.72; MICKLITZ/DAUSES, Rdn.109; WAGNER, s.649. Tüketici kavramının işlevsel olarak tanımlanması neticesinde, tüketicinin işlem tecrübesi, hukuki bilgisi ve sosyal ya da ekonomik açıdan güçlü ya da zayıf olması, tüketici kavramı üzerinde bir rol oynamamakta olup, işlevsel tanım dahilinde tüketicinin yalnızca ticari ya da mesleki olmayan amaçlarla mal ya da hizmet alan kişi olması üzerinde durulmaktadır (BUCK-HEEB, s.73).

¹⁰¹ Bazı ülkelerin düzenlemelerinden, yalnızca gerçek kişilerin tüketici tanımı kapsamına girmesi benimsenmiştir. Örneğin Almanya’da BGB §13 uyarınca tüketiciler gerçek kişilerdir. Buna karşın, bazı ülkelerde ise, ülkemizde olduğu gibi tüzel kişilerin de “tüketici” olabilecekleri kabul edilmiştir.

¹⁰² AB’nin farklı Direktiflerinde ve Avrupa Adalet Divanı kararlarında tüketicilere ilişkin verilen tanımlar için bkz. MICKLITZ/DAUSES, Rdn.104-121; WAGNER, Klaus R; “Sind Kapitalanleger Verbraucher? Zum Verhältnis von Kapitalanlagerecht und Verbraucherrecht”, BKR 2003, s.652. “Tüketici” modelinin tanımında esas alman kişilerin hangi özelliklere sahip kişiler oldukları hususunda bkz. CHEREDNYNCHENKO, Financial Services, s.194.

¹⁰³ BUCK-HEEB, s.72.

¹⁰⁴ BUCK-HEEB, s.72.

¹⁰⁵ Tüketicilerin yanıltıcı reklamlardan, pazarlamadan korunması sözleşmesel ilişkinin kurulmasında önce başlayan ve devam eden hususlardır.

¹⁰⁶ Bu belirleme ise, yatırımcının ihtiyaç duyduğu korumanın düzeyinin tespiti, açıklama ve aydınlatma yükümlülüklerinin ağırlığı ve yoğunluğu üzerinde etkilidir (WAGNER, s.649).

girmedığı hususundaki tartışmalarda, öncelikle “tüketici” ve “yatırımcı”nın farklı rolleri üzerinde durulmaktadır¹⁰⁷. Buna göre, yatırımcıların, yatırım kuruluşlarından bir mal ya da hizmeti “tüketmek” amacıyla değil, gelecekte kar elde etmek beklentisiyle hizmet aldıkları ve yatırım hizmetleri çerçevesinde yatırım yaparak ekonomik sürecin tüketim değil, üretim aşamasında rol aldıkları ileri sürülmüştür¹⁰⁸. Diğer yandan, yatırımcıların kazanç elde etmek amacıyla sermaye piyasalarında yaptıkları işlemlerin riske ve tesadüfe dayalı olduğu ve bu işlemlerin söz konusu nitelikleri nedeniyle, yatırımcının tüketiciler kadar korunmaya ihtiyaç duymadıkları ileri sürülmektedir¹⁰⁹. Öte yandan, literatürde yatırımcı ve tüketicinin işlevsel olarak farklı oldukları ve yatırımcının korunması ile tüketicinin korunmasının amaçlarının da farklı olduğu yönünde de görüşler bulunmaktadır¹¹⁰. Son olarak, “yatırımcı”nın “tüketici” olarak nitelendirilmesinin ve tüketici hukukunun sermaye piyasası hukukuna sızmaya başlamasının olumsuz etkileri olacağı ve piyasa katılımcılarının sorumluluklarını azaltacağı ileri sürülmektedir¹¹¹.

Yatırım hizmeti alımında yatırımcının/müşterinin tüketici konumunda bulunmadığı yönündeki görüşlere karşılık, günümüzde baskın görüş, yatırım hizmeti alan yatırımcının, bu hizmeti “tüketim” amacıyla aldığı ve bu bağlamda tüketici olarak değerlendirilebileceğidir¹¹². Bu görüşe göre, modern toplumsal hayatta finansal hizmetlerden faydalanılması günlük ve olağan işlemler halini almış olup, yatırımcıların bu işlemlerin risklerini ve olası sonuçlarını anlamak konusundaki yetersizliklerinin yatırım kuruluşları tarafından suiistimal edilmesinin¹¹³ gündemde olduğu ileri sürülerek, esasen yatırımcı ile tüketici arasındaki işlevsel farkın belirleyiciliğinin kalmadığı¹¹⁴ ve “yatırımcı”ların da özellikle yatırım hizmeti almaları aşamasında “tüketici” kavramına giren kişilerle aynı oldukları ve benzer risklerle karşı karşıya olmaları nedeniyle tüketicinin korunmasına benzer hukuki mekanizmalardan yatırımcıların da yararlandırılmaları gerektiği kabul edilmektedir¹¹⁵. Bu çerçevede, yabancı

¹⁰⁷ CARTWRIGHT, s.6; WAGNER, s.649.

¹⁰⁸ CARTWRITH, s.6; ÇETİN, s.6. Bununla birlikte, günümüzde Avrupa’da hane halka yatırımcısının sermaye artırımları ile bağlı olarak paylara ve tahvillere yatırım yapmaktan ziyade, paketlenmiş finansal ürünler, bağlı sigorta poliçeleri (*unit-linked insurance*) gibi finansal ürünleri tercih ettikleri, bu nedenle doğrudan üretimde değil hane halkının tüketicim ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik işlemler yaptıkları ve klasik yatırımcının spekülasyon yapma ve kar elde etme inisiyatiflerinin bu tip işlemlerde bulunmadığı belirtilmektedir (MOLONEY, s.174).

¹⁰⁹ ASSMANN, Heinz D./SCHÜTZE, Rolf A. Handbuch des Kapitalanlagerechts, München, 2007, Rdn. 7; WAGNER, s.649.

¹¹⁰ BUCK-HEEB, s.75.

¹¹¹ BUCK-HEEB, s.90 vd.

¹¹² Her ne kadar yatırımcı riske ve şansa dayalı spekülatif işlemler yapıyorsa da, en nihayetinde kendi özel tüketimi için bu işlemi yaptığı belirtilmektedir (WAGNER, s.651).

¹¹³ Gerçekten de, finansal ürünler arasında yer alan pay ve tahvillerin en basit ve en düşük riskli ürünler olduğu kabul edilse bile, sıradan yatırımcının bunların taşıdığı riski, bu araçlara ilişkin gelir ve getiri beklentisini hesaplamak konusunda yeterli matematiksel bilgiye sahip olmadığı ve bu tür ürünlerin bile çoğu zaman sıradan yatırımcının bilgi düzeyinin üzerinde yer aldığı, değeri başka bir dayanak varlığın değerine göre belirlenen türev ürünler gibi ürünlerin ise taşıdıkları risklerin ve yapılarının bu yatırımcılar tarafından anlaşılmadığı belirtilmektedir (BURKE, s.5). Özellikle yatırım kuruluşlarının, sorumsuz davranarak, ilgili yatırımcıya uygun olmayan finansal hizmetleri yatırımcıya pazarladığı ve finansal krizin ardından, bu uygulamaların önlenmesinin öneminin ortaya çıktığı hususunda bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX:52009DC0204>

¹¹⁴ Yatırımcı kavramının tüketici kavramından farklı olduğunun ileri sürülmesinin dar bir yorum anlayışının sonucu olduğu hususunda CARTWRIGHT, s.6. Özellikle yatırım ürünleri bakımından alternatiflerin artması, karmaşık yapıdaki finansal ürünlerin ortaya çıkması, yanıltıcı reklamlar ile güçlü/saldırgan satış tekniklerinin kullanılması gibi hususlar yönünden, finansal piyasalarda yatırım yapan yatırımcının, mal piyasalarında işlem yapan tüketicilere benzediği ifade edilmektedir (ÇETİN, s.8).

¹¹⁵ CARTWRIGHT, s.6. Bu kapsamda, yatırımcılara özel olarak sağlanan korumaların dışında veya böyle bir koruma bulunmadığı hallerde yatırımcının da tüketicinin korunmasına ilişkin mevzuat hükümlerinden faydalanabilmesi gerektiği ileri sürülmektedir (ÇETİN, s.9).

literatürde öne sürülen görüşler arasında, yatırımcıların korunmasının tüketicilerin korunmasının özel bir görünümünü teşkil ettiği görüşü ile yatırımcının korunması hukukunun tüketicinin korunması hukuku ile büyük ölçüde kesiştiği¹¹⁶ ve “yatırım”ın en nihayetinde “ertelenmiş tüketim” olgusunu içerdiği savunulmaktadır¹¹⁷.

Bununla birlikte, bu bakış açısı bazı noktalarda eleştirilmektedir. Buna göre, her ne kadar yatırımcının da tüketicinin de korunmasının temelinde, bilgi asimetrisine ilişkin sorunların yer alması ve tüketici hukukunda olduğu gibi sermaye piyasası mevzuatı da bilgi asimetrisini gidermeye yönelik düzenlemelerin bulunması nedeniyle, bu iki alan keşişe de, amaçları yönünden bu iki hukuk dalının farklı oldukları ifade edilmektedir¹¹⁸. Öncelikle, sermaye piyasası mevzuatında, yatırımcı kategorileri arasında ayırmaya gidilerek, tüm yatırımcıların aynı düzeyde korunması benimsenmemiştir¹¹⁹. Buna göre, yatırımcının korunmasında, yatırımcının “yatırım işlemleri” karşısındaki rolüne göre değil, yatırımcıların bilgi seviyelerine göre bir koruma anlayışı hakimdir¹²⁰. Oysa, tüketicinin korunması anlayışında, tüketicilerin mesleki ve ticari olmayan roller üstlendiği tüm “tüketici işlemlerinde” aynı şekilde korunmaları sağlanmaktadır.

İkinci olarak, yatırımcı kategorileri arasında kendisine en yüksek düzeyde korunma sağlanan “genel müşteri”nin dahi¹²¹, tüketiciden farklı olarak, üzerinde yeterince düşünmeden ya da rasyonel olmayan yatırım kararlarına karşı korunmasının söz konusu olmadığı ileri sürülmektedir¹²². Nitekim, tüketiciler ile onlara hizmet/mal sunan teşebbüsler arasındaki yapısal eşitsizlik, tüketici hukukunda tüketiciye tanınan cayma hakları ile giderilmektedir¹²³. Böylelikle, ahde vefa ilkesine tüketici işlemleri yönünden bazı istisnalar getirilerek, tüketicilerin rasyonel karar vermeleri için kendilerine gerekli bilgilerin verilmesinin ardından kurulan sözleşmesel ilişkilerde dahi, tüketicinin sözleşmenin kurulmasından sonra, piyasa araştırması yapmasına ve hizmet sağlayıcı/satıcının yönlendirmesinden uzak şekilde verdiği karar hakkında düşünmesine imkan tanınarak, tüketicilere cayma hakkı tanınmaktadır¹²⁴. Böylece, tüketici hukukunda tüketiciler yalnızca bilgi asimetrisi sorunu karşısında değil, kendi verdikleri kararlar karşısında da korunmaktadırlar¹²⁵. Bununla birlikte, bir anlamda risk ve tesadüfe dayalı yatırım işlemlerinde, yatırımcıların düşünülmeden verilen ya da rasyonel olmayan kararlarından korunması söz konusu değildir¹²⁶. Bu gerekçelerle, “yatırımcı” ile “tüketici”lerin farklı oldukları ve bunlara aynı şekilde yaklaşamayacağı ileri sürülmektedir¹²⁷. Son olarak, “yatırımcı”nın “tüketici” olarak algılanmasının ve tüketici hukukunun sermaye

¹¹⁶ Bu görüşteki yazarlar için bkz. BUCK-HEEB, s.82, dn. 101 ve 102.

¹¹⁷ ÇETİN, s.6 dn.17’deki yazarlar.

¹¹⁸ BUCK-HEEB, s.75.

¹¹⁹ MICKLITZ/DAUSES, Rdn. 108.

¹²⁰ BUCK-HEEB, s.75.

¹²¹ Bu kavram, MiFID de “*retail investor/client*”, Alman Sermaye Piyasası Kanunu (Wertpapierhandelsgesetz, WpHG)’nun müşteri sınıflandırmasını düzenleyen §31a hükmünde ise “*Privatkunden (özel müşteri)*” olarak geçmektedir.

¹²² BUCK-HEEB, s.75.

¹²³ BUCK-HEEB, s.73, 80.

¹²⁴ CARTWRIGHT, s.14; BUCK-HEEB, s.73.

¹²⁵ BUCK-HEEB, s.73.

¹²⁶ BUCK-HEEB, s.73, 75. Bu kapsamda, tüketici hukukunun vazgeçilmez bir parçasını oluşturan cayma ya da sözleşmeden dönme hakkının, sermaye piyasası mevzuatına kural olarak yabancı olduğu ileri sürülmektedir (BUCK-HEEB, s.80).

¹²⁷ Öte yandan, tüketicilerin, ticari ya da mesleki olmayan amaçlarla yaptıkları işlemlerde korunmalarına karşın, sermaye piyasası mevzuatında doğrudan işlemin niteliğine göre değil, işlemi gerçekleştirenin bilgi düzeyine göre (profesyonel yatırımcı olup olmadığı) koruma anlayışı benimsenmekte olduğundan, tüketici ile yatırımcının aynı şekilde ele alınamayacağı ileri sürülmektedir (BUCK-HEEB, s.75-76).

piyasası hukukuna sızmaya başlamasının piyasa katılımcılarının sorumluluklarını azaltacağı ileri sürülmektedir¹²⁸.

Öte yandan, yatırımcı ile tüketici arasındaki yapısal farklar, bunların korunmasına ilişkin dogmatik hukuk yaklaşımlarına dayanan tartışmalar ne olursa olsun, günümüzde yatırımcı ile tüketici kavramlarının eş anlı ve birbirleri yerine kullanıldığı¹²⁹ ve krizden önce başlamış olmakla birlikte, kriz sonrası düzenlemelerde artan şekilde yatırımcının korunmasının tüketicilerin korunmasına yaklaştırılmak istenildiği¹³⁰ ifade edilebilecektir. Buna göre, yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemeler, giderek tüketicilerin korunmasına ilişkin düzenlemelerden etkilenmektedir.

D) Uluslararası Metinler ile Geliştirilen Finansal Tüketicinin Korunmasına İlişkin İlkeler

Teorik alandaki tartışmalar tarafından yön verilmiş olan yatırımcının tüketici olup olmadığı sorununa ilişkin olarak, politika düzenleyici metinlerde artık “finansal tüketici” ifadesinin kullanılmaya başlandığı ve yatırım hizmetleri yönünden müşterinin/yatırımcının korunmasının artık bu bağlamda ele alındığı söylenebilecektir. Bu doğrultuda, finansal kriz, finansal sektörün istikrarı için finansal tüketicinin de önemli bir unsur olarak sistemi etkilediğini ve bu açıdan ele alınması gerekliliğini bir kez daha gündeme getirmiş, günümüzde küreselleşmenin etkisiyle piyasaların birbirlerine bağlılığının ve geçişkenliğinin artması, finansal tüketicinin korunmasına yönelik çabalara uluslararası bir nitelik kazandırmıştır¹³¹. Bu hususta pek çok çalışma yapılmış olmakla beraber, en güncel ve en geniş kapsamlı olanlar ve ülkemiz açısından önem arz eden metinler, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) bünyesinde oluşturulan Finansal Tüketicinin Korunması Görev Gücü tarafından hazırlanan ve 2011 yılı Ekim ayında yayımlanan ve G-20 tarafından benimsenen “*Finansal Tüketicinin Korunmasına Yönelik Üst Düzey İlkeler*” ile Dünya Bankası tarafından yayınlanan “*Finansal Tüketicinin Korunmasında İyi Uygulamalar*”¹³² başlıklı Rapor’dur. Anılan İlkeler ve Rapor’da ifade edilen iyi uygulamalar, “*finansal tüketicinin korunması*” hususunda kabul gören temel uluslararası referanslar olup, aşağıda yatırım hizmeti alan genel müşteriyi, tüketici olarak addeden bu metinler hakkında kısa bilgilere yer verilmektedir.

1) Finansal Tüketicinin Korunmasına Yönelik G-20 İlkeleri

Şubat 2011’de gerçekleştirilen G-20 toplantısında, finansal hizmetler alanında tüketicilerin korunmasına ilişkin ortak ilkelerin belirlenmesi için OECD, Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board, FSB) ve ilgili diğer uluslararası kuruluşlara çağrıda bulunulmuştur. Bu doğrultuda, OECD tarafından geliştirilen ilkeler, G-20’nin Ekim 2011’deki toplantısında kabul edilmiş ve “*Finansal Tüketicinin Korunmasına Yönelik Üst Düzey İlkeler*” yayımlanmıştır. Kasım 2011’de, söz konusu ilkelerin ilgili ülkelerde uygulamaya geçirilmesi

¹²⁸ BUCK-HEEB, s.69.

¹²⁹ BUCK-HEEB, s.74.

¹³⁰ BUCK-HEEB, s.82-83. Hukuk politikası tartışmalarında “yatırımcı” kavramının yerini giderek “tüketici” kavramına bıraktığı hususunda bkz. MOLONEY, s.178.

¹³¹ Uluslararası toplum, G-20 Üst Seviye Prensiplerin yayımlanmasıyla birlikte, son zamanlarda finansal tüketicinin korunmasına daha fazla odaklanmaktadır. Öte yandan, düzenleyici organ ve otoritelerin, mevcut politikaların, kanunların ve yönetmeliklerin, kurumlar ve inisiyatiflerin ölçülmesi ve değerlendirilmesinde esas alınabilecek bir piyasa davranış kılavuzuna duyulan ivedi gereksinimin hissedildiği, herkesçe tanınmış ve kabul edilmiş kılavuzların bulunmaması nedeniyle, düzenleyicilerin genelde tüketicinin korunmasını sağlamaya yönelik pek çok sorundan sadece birkaç tanesi üzerinde odaklanmaya sevk edilmiş oldukları ve bu durumun başka alanlardaki boşlukların kapatılmamasına neden olduğu belirtilmektedir (Rapor, s.1; Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı s.19).

¹³² http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Good_Practices_for_Financial_CP.pdf [http://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/2108/Finansal Tuketici Koruma Icin Iyi Uygulamalar.pdf](http://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/2108/Finansal_Tuketici_Koruma_Icin_Iyi_Uygulamalar.pdf)

için gerekli işlemlerin yapılması kararlaştırılmış ve OECD, FSB ve diğer ilgili kuruluşların ilkelerin uygulanmasına ilişkin gelişmeleri raporlaması ve gerek görülüyorsa yeni ilkelerin belirlenmesi konusunda çağrıda bulunulmuştur. Nisan 2012’de ekonomi bakanlarının katılımıyla gerçekleştirilen zirvede ise, mevcut ilkelerin en etkili şekilde uygulanmasını temin edecek hususların ortaya konulmasına ilişkin çalışma yürütülmesi talep edilmiştir. Mevcut durumda, OECD tarafından ilkeler ayrıntılandırılmakta ve etkin şekilde uygulanabilmeleri için gerekli görülen hususlar raporlanmaktadır¹³³.

Finansal Tüketicinin Korunmasına Yönelik Üst Düzey İlkelerde yer alan başlıca hususlara ilişkin konu başlıklarını belirtmek gerekirse, finansal tüketicinin korunabilmesi için ülkeler tarafından yapılması gereken düzenlemeler, düzenleyici ve denetleyici çerçevenin geliştirilmesi, gözetim kuruluşlarının rollerinin artırılması, tüketicilere eşit ve adil şekilde davranılması, finansal hizmetlere ilişkin aydınlatma/açıklama ve şeffaflığa ilişkin kuralların gözden geçirilmesi, finansal eğitim ve farkındalığı artırmak, hizmet sağlayıcıları ve yetkililerinin mesleki sorumluluk anlayışıyla hareket etmeleri, tüketici varlıklarının hile ve suistimale karşı korunması, tüketici bilgilerinin ve bunların gizliliğinin korunması, şikâyetlerin işleme konulması ve çözümü ile rekabete ilişkin konulardır. OECD ilkeleri ve bu ilkelerin etkin uygulamaları için geliştirilen öneriler oldukça kapsamlı olup, bu husustaki çalışmalar halen devam etmektedir. Bununla birlikte, özellikle ülkemiz uygulaması bakımından faydalı olabilecek ilkelere ilişkin dikkat çekici hususlara kısaca değinilmektedir.

OECD ilkelerinde yer alan “*gözetim kuruluşlarının rolü*” başlıklı ilkede, finansal tüketicilerin korunması ile açık bir şekilde görevli olan ve bu amacı gerçekleştirmek için gerekli yetkilere, kaynaklara, bağımsızlığa sahip olan ve işlemleri nedeniyle hesap sorulabilir bir veya birden fazla kurum/kuruluşun bulunması gerektiği belirtilmektedir¹³⁴. “*Açıklama/aydınlatma ve şeffaflık*” ilkesinde ise, finansal hizmet sağlayıcılarının, sundukları ürünlerle ilgili hakları, riskleri ve şartları içeren temel bilgiler ve ürün ile ilgili ortaya çıkan menfaat çatışmalarını tüketicilere açıklamaları ile ilgili hususlara değinilmektedir. Buna göre, finansal hizmet sunan ile tüketici arasındaki ilişkide, bilgilendirme yükümlülüğünün tüm aşamalarda devam etmesi (işlemin yapılmasından önce ve sonra), tüketiciye sunulan dokümantasyonların net, dürüst, anlaşılabilir ve yanıltıcı olmaması gerektiği, standartlaştırılmış formlar ile sözleşme öncesi bilgilendirmenin sağlanması (form) ve aynı nitelikteki ürünler ve hizmetler hakkındaki bilgilerin karşılaştırılabilir şekilde tüketiciye sunulması gerektiği ifade edilmektedir. OECD ilkeleri arasında önemle üzerinde durulan konulardan bir diğeri de, finansal eğitim ile farkındalığın artırılmasına yönelik olup, finansal okuryazarlığın yanı sıra, tüketici hakları ve sorumluluklarının neler olduğunun tüketiciler tarafından bilinmesi, bu hususlardaki bilgilerin kolay erişilebilir olması ve uyuşmazlık halinde tüketicilerin nereye başvurabilecekleri ve hangi mekanizmalardan yararlanabilecekleri hakkında bilgi sahibi olmaları için gerekli tedbirlerin alınması gerektiği belirtilmektedir. Finansal tüketicinin korunmasında önem arz eden bir başka OECD ilkesi ise hizmet sağlayıcıları ve yetkililerinin mesleki sorumluluk anlayışıyla hareket etmeleri ve müşterinin/tüketicinin menfaatlerine göre hareket ederek finansal tüketicinin korunmasından sorumlu olmalarına ilişkindir. Finansal hizmet sunarken, tüketicilerin finansal durumu, ihtiyaçları göz önüne alınarak ürün, tavsiye ya da hizmet sunulması gerektiği, müşterilerle birebir ilişkide olan çalışanların gerekli eğitimleri almış ve donanımlı kişiler olmaları gerektiği belirtilmektedir. Yine bu kapsamda, yatırım kuruluşlarının, çıkar

¹³³Anılan rapor hk. bkz. (https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/Summary_Report_Effective_Approaches_to_Support_Implementation_of_G20_High-Level_Principles_on_FCP.pdf, son erişim tarihi 26.8.2014)

¹³⁴ Yapılan araştırmalarda, finansal tüketiciler de dahil olmak üzere, tüketicilerin korunması hususunda tek bir kurum/kuruluşun yetkili, görevli ve sorumlu olmasının, bu yetkinin sektörlere göre farklı kurumlara dağılmasına göre daha etkin olduğunu, tek kurumun çatısı altında, farklı alanlardaki tüketici sorunlarıyla ilgilenen departmanların olmasının uygun olacağını belirtilmektedir (Verbraucherorienterte Finanzaufsicht, s.42).

çatışmalarının önlenmesi ve tüketicilere adil davranılmasını özendirecek ve sorumlu bir işletme politikasının benimsenmesini sağlayacak şekilde ücretlendirme politikaları belirlemeleri gerektiği, düzenlemeler ile bunun sağlanması gerektiği ifade edilmektedir.

Son olarak, şikâyetlerin işleme konulması ve çözümü konusunda, erişilebilir, ekonomik, bağımsız, adil, hızlı ve etkin işleyen bir sistem kurulması gerektiği ve öncelikle yatırım kuruluşlarının kendi bünyelerinde oluşturdukları birimlerde bu meselelerin çözümlenmesi, burada bir çözüm sağlanamadığı hallerde ise tahkim gibi bağımsız bir uyuşmazlık çözüm mekanizması çerçevesinde uyuşmazlıkların hızlı, ucuz ve etkin bir şekilde çözülmesi ve şikâyetler neticesinde verilen kararların, diğer finansal tüketicilerin de bu konularda bilgilendirilmesi ve haklarını öğrenebilmelerini teminen zaman zaman toplu halde kamuya duyurulması gerektiği belirtilmektedir.

2) Finansal Tüketicinin Korunmasına İlişkin Dünya Bankası Raporu

Finansal Tüketicinin Korunmasında İyi Uygulamalar başlıklı Dünya Bankası Raporu (Rapor), finansal hizmet alanların korunmalarına ilişkin ihtiyaçlar üzerinde yapılan uzun ve detaylı bir araştırma ve inceleme neticesinde geliştirilen iyi uygulamalara ilişkin önerilerin ifade edildiği ve 2012 Haziran'da nihai halini alan kapsamlı bir incelemedir¹³⁵. Rapor'da öncelikle finansal tüketicilerin korunmasına ilişkin uluslararası çalışmalar ve gelişim süreçlerine yer verilmekte, ardından genel itibarıyla, tüm finansal hizmetler yönünden İyi Uygulamalara ilişkin ortak 39 genel esasa, ardından bankacılık, sermaye piyasası, sigortacılık faaliyetleri ve banka haricinde kredi sağlayan kurumların faaliyetleri olmak üzere, dört farklı temel finansal hizmet yönünden ayrı ayrı değerlendirmelere ve önerilere yer verilmektedir. Hemen belirtelim ki, Rapor'da belirtilen iyi uygulamaların tüm ülkelerin yerine getirmesi gereken asgari standartlar olarak algılanmaması gerektiği, Rapor'da özetlenen iyi uygulama ilkelerinin finansal tüketicilere sağlanan korumanın güçlendirilmesi amacıyla düzenleyicilere değişik alternatifler sunmayı hedeflediği belirtilmektedir¹³⁶. Rapor'da, sermaye piyasalarındaki yatırımcıların/tüketicilerin korunmasına ilişkin olarak yedi temel uygulama önerisi getirilmektedir. Buna göre; yatırımcıların korunması müesseseleri, açıklama/aydınlatma yükümlülükleri ve satış teknikleri, müşteri hesabının idaresi ve korunması, gizliliğin ve bilgilerin korunması, uyuşmazlık çözüm mekanizmaları, yatırım kuruluşlarının iflası, tüketicilerin güçlendirilmesi/yetkilendirilmesi (*consumer empowerment*) ve finansal okuryazarlık konu başlıklarının altında tespitlere ve önerilere yer verilmiştir¹³⁷.

Rapor'da yer alan önerilerin içeriklerine bakıldığında, yatırımcının korunmasına ilişkin müesseseler hususunda; yatırım kuruluşlarının etkili denetimi ve gözetimi, yatırımcının korunmasına ilişkin kuralların olması gerektiği gibi uygulanabilmesini sağlayacak etkin bir yargısal sistem ile tüketici örgütleri gibi gönüllü örgütlerin yatırımcının korunmasını artıran faaliyetlerde bulunmasına ilişkin tavsiyeler dikkat çekmektedir. Rapor'da değinilen önemli bir husus ise, açıklama/aydınlatma ve satış tekniklerine ilişkin olarak, yatırım aracı alanların, gerek sözleşme öncesi, gerek satış sırasında gerekse satıştan sonraki aşamalarda, işlemin riskleri ve sonuçları hakkında finansal tüketicileri bilgilendirmeleri ve kullanılan ifadeler için sorumluluk üstlenmesi gerektiğidir. Ayrıca, yatırım kuruluşunun finansal tüketiciye maliyetler hakkında

¹³⁵ Finansal Tüketici Koruması İçin İyi Uygulamalar'ın birinci versiyonu, Finansal Tüketici Koruması Konusunda Üst Seviye Prensiplerin yayımlanmasından daha önce çıkartılmıştı. Ancak İyi Uygulamalar, Üst Seviye Prensipleri tamamlamakta ve Prensipler içerisindeki kavramların uygulanmasının yolları hakkında pratik öneriler getirmektedir (Rapor, s.1).

¹³⁶ Rapor, s.3-4. Rapor'un gelişmekte olan ekonomiler başta olmak üzere, sermaye piyasalarında tüketicinin korunması için iyi uygulamalar kılavuzu olarak düşünülmesi gerektiğini ve bu hususta tüketicinin korunması ile alakalı ve dikkatli bir şekilde açıklanmış birçok konunun geniş bir tüketicinin korunması anlayışı ile kaleme alındığı hakkında bkz. (ÇETİN, s.11).

¹³⁷ Rapor, s.33-44; ÇETİN, s.11.

bilgi vermesi ve ileride yatırımcının bir şikâyetinin gündeme gelmesi halinde bu şikâyetin prosedürü hususunda bilgilendirmesi, yatırım kuruluşlarının yalnızca yönetim kadrolarında bulunan kişiler için değil, müşteriler ile işlem yapan tüm görevlilerinin mesleki yeterliliklerine ilişkin kurallar öngörülmesi, satış tekniklerinin yatırımcı üzerinde baskı kuran, yanıltıcı ya da eksik bilgi verecek şekilde uygulanmaması ve bunlara aykırı satış tekniklerinin kullanılması nedeniyle yaptırım öngören düzenlemelerin yapılması, son olarak reklam ve satışlara ilişkin materyallerin anlaşılabilir olması ve yanıltıcı nitelik taşımaması, yatırım hizmetinin veya sunulan yatırım aracının niteliğine uygun açıklama ve aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmesinin önemi vurgulanmaktadır¹³⁸.

Nihayet, Rapor'da yer alan bir başka önemli öneri ise, uyuşmazlık çözümüne ilişkin mekanizmalar hakkındadır. Özellikle, "küçük yatırımcı" ya da yatırım hizmetlerinde "genel müşteri" olarak belirtilen şahısların büyük bir kısmının yatırıma yönelttikleri tutarların fazla yüksek olmaması, ayrıca haklarını aramak ve hukuki işlemler hakkında yeterli düzeyde bilgi sahibi olmamaları gibi nedenlerle, mahkemelerde dava açarak haklarını ileri sürmedikleri belirtilerek, öncelikle yatırım kuruluşlarının kendi bünyelerinde bir uyuşmazlık çözüm birimi kurmaları gerektiği, ikinci olarak ise resmi bir uyuşmazlık çözüm mercisinde bu uyuşmazlıkların çözülmesi ve hatta bunların sonuçlarının kamuya duyurulması önerilmektedir¹³⁹.

E) Yatırımcının Korunmasında Tüketici Hukuku Odaklı Yaklaşımın Yatırım Hizmetleri Düzenlemelerine Yansması

Krizin ardından, finansal hizmetlere ilişkin düzenlemeler dünyanın her yerinde gözden geçirilmeye başlanmıştır¹⁴⁰. Konuya ilişkin ABD'de yapılan düzenlemeler Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Kanunu kapsamında ortaya çıkan oldukça geniş, uzun ve kapsamlı düzenleme reformu ile getirilmiştir. Anılan Kanun ile diğer hususların yanı sıra, finansal tüketiciler de dahil olmak üzere, tüm tüketici işlemlerinde tüketicinin korunmasına yönelik federal düzeyde Tüketicinin Finansal Korunması Bürosu (Büro) adı verilen yeni bir kurum ihdas edilmiştir. Bu kurumun amacı, daha önce ABD'de tüketicinin korunması amacını odak olarak alan bir kurumun olmaması, tüketicilerin farklı işlemler yönünden farklı kurum ve kuruluşlar tarafından yalnızca kısmen korunmasına karşın¹⁴¹, tüketici alanının genişlemesi ve işlemlerin karmaşıklaşması nedeniyle, bu kurumların sağladığı korumaların yetersiz kalması ve tüketicilerin bütüncül bir bakış içerisinde korunması gereğini karşılamamasının neden olduğu sakıncaların önüne geçilmesidir¹⁴². Bu çerçevede, davranışsal ekonominin de katkıları dikkate alınarak, finansal sektörün daha sıkı kurullarla regüle edilmesinin tüketicinin korunmasında daha etkin olacağı anlayışı temelinde kurulan Büro, yatırım hizmeti alan tüketicilerin "finansal hizmetlerde" adil olmayan, yanıltıcı ve suiistimale yönelik uygulamalardan korunması görevini üstlenmiştir¹⁴³. Böylelikle, Büro'nun "tüketici finansal sektörü"nü düzenlemesi ve bu kapsamda yatırım kuruluşları da dahil olmak üzere, finansal sektörde faaliyet gösteren tüm kuruluşların muhataplarının, bu kuruluşların sundukları hizmetler nedeniyle hukuken aynı şekilde korunması sağlanmıştır¹⁴⁴.

¹³⁸ Aydınlatma/açıklama ve satış teknikleri yönünden yatırımcının/tüketicinin korunmasına ilişkin getirilen öneriler için bkz. Rapor, s.35-38.

¹³⁹ Rapor, s.41.

¹⁴⁰ INDERST/OTTAVIANI, s.494.

¹⁴¹ ABD'de, Federal Reserve Board, Office of Thrift Supervision ve National Credit Union Administration gibi, özellikle bankacılık alanlarında tüketicinin korunması alanında faaliyetleri olan kurumlar ile bankalık alanında yetkisi olmayan ve banka dışında kalan finansal hizmet kuruluşlarının regüle edilmesi ve tüketicilerin korunmasına yönelik Federal Trade Commission'nın faaliyet gösterdiği hususunda bkz. PRIDGEN, s.408-409.

¹⁴² PRIDGEN, s.406.

¹⁴³ PRIDGEN, s.407; SCHONBERG, s.1405 vd.

¹⁴⁴ Büro'nun "tüketici finansal hizmetleri" esas aldığı ve bu alanı düzenlemek ve denetlemek konusundaki yetkileri hakkında detaylı bilgi için bkz. PRIDGEN, s.410 vd. Öte yandan, Dodd-Frank kapsamında yatırım danışmanları

AB düzenlemeleri açısından konuya bakıldığında¹⁴⁵, kriz sonrası muhtelif düzenleme reformlarının yatırım hizmetleri bakımından en önemlisi şüphesiz 2014/65/EU sayılı Finansal Araç Piyasaları Direktifi (Markets in Financial Instruments Directive- MiFID II) ile 600/2014 sayılı Finansal Araç Piyasaları Regülasyonu (Markets in Financial Instruments Regulation – MiFIR)’nun AB Parlamentosu ve Konseyi tarafından kabul edilmiş olmasıdır¹⁴⁶. Yukarıda da belirtildiği üzere, MiFID’in temelinde, AB’de finansal hizmetlerin ortak pazarda sunulabilmesini ve finansal piyasaların istikrar ve verimlilik içerisinde işleyişine ilişkin düzenleme yapılması yatmakta olup, bu hedefe göre yatırımcının korunması daha geri planda kalmış ve düzenlemeler bu temel hedef çerçevesinde oluşturulmuştur¹⁴⁷. Bununla birlikte, bu alandaki AB politikası, “genel müşteri (*retail client*)”nin korunmasına yönelik düzenlemeler yapmış olmakla birlikte, tüketici ile tüketicilere yönelik finansal ürünlerin düzenlenmesine ilişkin bir yaklaşım sergilememiştir¹⁴⁸. Böylelikle, kendi kararlarını kendi veren ve seçimlerini kendi yapan yatırımcı (*autonomous investor*) modeli esas alınmış ve yatırım kuruluşlarından hizmet alan yatırımcıların/müşterilerin korunmasında bu doğrultuda hükümler sevk edilmiştir¹⁴⁹. MiFID düzenlemelerinin yatırımcıyı koruma yaklaşımı, sürecin işleyişine ilişkin uygunluk kuralları, açıklama yükümlülükleri ve yatırım danışmanlığı ve yatırım hizmetlerinin sunulmasında ilke bazlı yaklaşıma dayanmış ve yatırım kararlarına ya da sunulan ürünlere (ex ante) müdahale edilmesi benimsenmemiştir¹⁵⁰.

Ancak finansal kriz öncesinde, özellikle paketlenmiş finansal ürünlerin sistemik olarak yanlış pazarlama teknikleriyle satılmasına bağlı olarak bu modelin bazı sorunlara neden olduğu ortaya çıkmıştır¹⁵¹. Örneğin, İngiltere ve Almanya’da Lehman’ın borç sertifikaları ve varlıklarına dayalı ürünlerin, yatırımcılara satılmasında ve pazarlanmasında ortaya çıkan yanlış tavsiye ve pazarlama yaklaşımları nedeniyle, pek çok dava açılmış ve yapılan araştırmalarda yatırımcılara tavsiye edilen finansal ürünlerin yalnızca %43’ünün MiFID’in uygunluk testlerinin gereklerini karşıladığı ve özellikle yatırım riskine ilişkin konular hakkında yatırımcılara yanlış tavsiyelerde bulunduğu, potansiyel menfaat çatışmaları ve yatırım kuruluşlarının elde ettiği komisyonlar hakkında yatırımcı bilgilendirmelerinin çok düşük

ile müşteri temsilcileri (*broker/dealer*) tarafından sunulan danışmanlık hizmetleri ve bunlardan kaynaklanan sorumluluk farklılıklar giderilerek, yatırım danışmanlığı hususunda daha katı bir rejim benimsenmiştir. Bu hususta bkz. BLACK, Barbara; “*How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”, 2010, University of Cincinnati Public Law Research Paper, No.10-24, s.60.

¹⁴⁵ İngiltere’de de tüketicilerin korunmasına yönelik pek çok reform yapılmış olup, bu bağlamda finansal hizmetler alanındaki idari yapılanmada da değişikliğe gidilmiştir. Söz konusu reformlar kapsamında, Finansal Hizmetler Otoritesi’nin (Financial Services Authority-FSA) yerine finansal tüketicilerin korunmasına yönelik yetkilerle donatılan Finansal Yönetim Otoritesi (Financial Conduct Authority-FCA) kurulmuştur. Konuya ilişkin bkz. INDERST/OTTAVIANI, s.494.

¹⁴⁶ Söz konusu düzenlemeler 12.6.2014 tarihinde yayımlanmış olup, MiFID II’nin 93 üncü maddesinde üye ülkelerin 3.1.2016 tarihine kadar Direktif’e uyum için gerekli olan düzenlemeleri yapmaları gerektiği ve 3.1.2017’de bu düzenlemelerin uygulanmaya başlayacağı düzenlenmiş olup, MiFIR’in 55 inci maddesinde ise, Regülasyon’un yayımından itibaren 20 gün sonra yürürlüğe gireceği ve 3.1.2017 tarihinden itibaren uygulanacağı hükme bağlanmıştır. Öte yandan, kriz sonrasında AB’de yatırımcıların korunmasına ilişkin konularda gündeme gelen diğer düzenleme değişiklikleri hakkında bilgi için bkz. MOLONEY, s.170-171.

¹⁴⁷ CHEREDNYNCHENKO, s.404, 422.

¹⁴⁸ MOLONEY, s.175. Başta AB politikasının genel olarak finansal piyasaların düzenlenmesine odaklanmış olduğu, ancak günümüzde AB’nin politikasının genel müşterinin (tüketici) korunmasına yöneldiği hususunda bkz. CHEREDNYNCHENKO, s.404.

¹⁴⁹ MOLONEY, s.175. Düzenlemelerin temelinde, yatırımcıların sermaye piyasalarında yatırım yaparken gerekli bilgilere ve tecrübeye sahip oldukları, olmadıklarında ise profesyonellerden bu konuda danışmanlık/hizmet alacakları düşüncesinin olduğu ve bu konudaki Alman Yüksek Mahkeme kararlı hakkında bkz. WAGNER, s.653-654.

¹⁵⁰ MOLONEY, s.176.

¹⁵¹ MOLONEY, s.176.

seviyede olduğu tespit edilmiştir¹⁵². AB piyasalarında ağırlıklı olarak karmaşık nitelik taşıyan yapılandırılmış finansal ürünlerin hane halkına pazarlanması, adeta bir “finansal süpermarket” anlayışı içerisinde yatırım ürünlerinin sunulması, yatırım danışmanlığı işletme modellerinin komisyona dayalı olması ve bu ürünlerden doğan çıkar çatışmalarını gidermek konusunda MiFID’in süreci yönlendirmeye ilişkin uygunluk testlerinin¹⁵³ çoğu zaman yetersiz kalmasına neden olmuştur¹⁵⁴.

Bu sorunların giderilmesi için, yatırım hizmetlerinde daha müdahaleci ve korumacı bir yaklaşımın gerekliliği ortaya çıkmış ve “genel yatırımcı/müşteri”nin “tüketicileştirilmesi” de (*consumeration of retail investor*) bu kapsamda ele alınmaya başlanmıştır¹⁵⁵. Bu çerçevede, asimetrik bilgi sorununun giderilmesini hedefleyen ve doğru bilgilendirme çerçevesinde verilen kararların sorumluluğunu yatırımcıya yükleyen yatırımcının korunması anlayışının, kriz sonrası yapılması gündeme gelen düzenleme reformlarında geri planda bırakılarak, yatırım kuruluşunun sorumluluklarının artırılması ve kamu otoritesinin ex ante ve ex post şekilde ürün müdahalesini içeren bir yaklaşım gündeme gelmiştir¹⁵⁶.

Bu bağlamda, MiFID II’de yatırım hizmetlerinin sunulmasında tüketici odaklı düzenlemeler arasında, özellikle ürün yapılandırmalarına yönelik müdahale ile ürün dağıtımına/pazarlanmasına yönelik ex ante müdahale anlayışı dikkat çekicidir¹⁵⁷. Buna göre, yatırım kuruluşları bir ürünün müşterilere pazarlanmasından önce bu ürünün onaylanmasına ilişkin bir süreç belirlemesi, söz konusu ürünün hangi müşteri profiline pazarlanmasının hedeflendiğini ve anılan ürünün söz konusu müşteri profiliyle uyumlu olup olmadığının değerlendirilmesi, bu değerlendirmenin belirli zaman aralıklarıyla (yeni risklerin ortaya çıkıp çıkmadığı hususu dikkate alınarak) gözden geçirilmesi gerekmektedir¹⁵⁸. Öte yandan, MiFID II ile ürün bazlı bir müdahaleyle kendi kararlarını kendi veren yatırımcı modeline getirilen sınırlamaların yanı sıra, risk içeren bir takım işlemlerin yalnızca bu risklerin anlaşıldığının ispatlanabildiği hallerde yapılabilmesi benimsenmiştir. Bu kapsamda, MiFID II ile her ne kadar alım satım aracılığı faaliyeti kural olarak yerindelik incelemesine tabi değilse de, kredi ya da ödünç alınmak suretiyle gerçekleştirilecek bazı işlemlerin bu kurala tabi olmadığı ve bu bağlamda yerindelik incelemesi yapılması gerektiği düzenlenmiştir¹⁵⁹.

Diğer yandan, MiFID II’nin müdahaleci ve kontrolcü anlayışıyla bağlantılı olarak, yatırım danışmanlığı faaliyetinin sunulmasında müşterilerin mağduriyetlerinin önüne geçilmek amacıyla bazı stratejilerin uygulanması benimsenmiştir¹⁶⁰. Örneğin yatırım danışmanlığı

¹⁵² MOLONEY, s.176.

¹⁵³ Yapılandırılmış finansal ürünler ile kast edilenin, konut finansmanından (mortgage) kaynaklanan alacaklara dayalı olarak veya bu alacakların teminatı altında ihraç edilen finansal araçlar ile ipotek teminatl menkul kıymetler olduğu hakkında bkz. MÖLLERS, s.64.

¹⁵⁴ MOLONEY, s.177.

¹⁵⁵ MOLONEY, s.177.

¹⁵⁶ MOLONEY, s.184; CAHN, Andreas/MÜCHLER, Henny; “*Produktinterventionen nach MiFID II und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen*”, BKR 2013, s.45.

¹⁵⁷ MOLONEY, s.177.

¹⁵⁸ Anılan husus, MiFID II’nin “*Organizasyonel Yükümlülükler*” başlıklı 16 ncı maddesinin üçüncü fıkrasında düzenlenmektedir.

¹⁵⁹ MiFID II, md.25/4. Benzer şekilde, MiFID, md.25/4-a(i)’de, karmaşık nitelik taşıyan yapılandırılmış fon (*structured UCITS*) işlemlerinin alım satım aracılığında dahi, “yerindelik” incelemesine tabi tutulması benimsenmiştir.

¹⁶⁰ MOLONEY, s.179; OELKERS/WENDT, s.96. MiFID II’de, çıkar çatışmalarının önlenmesine ve açıklanmasına ilişkin olarak da MiFID’e göre daha detaylı bir düzenleme yapılmış olup, yatırım kuruluşunun üçüncü kişilerden elde edeceği ücretler ya da maddi ya da gayri maddi nitelikteki menfaatler kabul ederek çıkar çatışmasına mahal verememesi ve yatırım kuruluşunun kendi ücretlendirme politikasının çıkar çatışmasını önleyecek şekilde belirlenmesi hususunda üye ülkelerin düzenleme yapması gerektiği belirtilmektedir. MiFID II md.23.

hizmetinin sunulmasında, sunulan yatırım danışmanlığının “bağımsız” bir danışmanlık niteliğinde olup olmadığı, “geniş” ya da “sınırlı” bir piyasa analizinden hangisi esas alınarak hazırlandığı hususunda bir etiketlendirme yapılarak bu hizmetin müşteriye sunulacağı düzenlenmiştir¹⁶¹. Buna göre, yatırım danışmanlığının “bağımsız” olarak nitelendirilebilmesi için iki unsurun bulunması gerekmektedir. Bunlardan birincisi, yatırım danışmanının yalnızca yatırım danışmanlığı sunan kuruluşla hukuki ya da ekonomik açıdan herhangi bir şekilde ilişkili olan ihraççılar tarafından ihraç edilen finansal ürünlerin değil, farklı finansal araçların türlerine ve ihraççılara ilişkin yeterli genişlikteki finansal ürünler incelenerek yatırım tavsiyesinin hazırlanmış olmasıdır. Yatırım danışmanlığının “bağımsız” olarak sınıflandırılması için bulunması gereken ikinci şart ise, müşterilere sunulan yatırım danışmanlığı faaliyetine bağlı olarak yatırım kuruluşunun üçüncü bir kişi ya da kuruluştan komisyon, maddi ya da gayri maddi bir menfaat elde etmemesidir¹⁶². Anılan hükümler ile MiFID düzenlemelerinden farklı olarak, açıklama yükümlülükleriyle giderilmek istenen sakıncaların, ürünlerin dağıtılmasına/pazarlanmasına ilişkin müdahaleci bir yaklaşımla karşılanmaya çalışıldığı ve böylece yatırımcının korunmasının önemli ölçüde tüketicinin korunmasına yaklaştırıldığı ve kendi yatırım kararlarını kendisi veren yatırımcı bakış açısının geride bırakılarak, potansiyel olarak zararlı olabilecek ürünlere/hizmetlere karşı savunmasız addedilen tüketicilerin korunmasına benzetildiği ifade edilebilecektir¹⁶³.

Son olarak, finansal kriz sırasında ortaya çıkan sakıncalar dikkate alınarak, yatırım hizmetlerinin sunulmasına ilişkin yine tüketicinin korunmasını andıran bir düzenleme ise, MiFID II ile ex ante olarak öngörülen finansal ürünlere müdahaleye ek olarak MiFIR ile öngörülen ex post nitelikteki ürün bazlı müdahale yaklaşımıdır¹⁶⁴. Buna göre, bir finansal aracın satılmasının ya da bir finansal hizmetin sunulmasının yatırımcıların korunmasına ilişkin önemli sakıncalar doğurduğu ya da piyasaların düzgün işleyişini veya istikrarını tehdit ettiğinin tespiti halinde, ulusal otoritelerin bu ürünleri yasaklayabileceği ya da geçici olarak satılmasını durdurabileceği düzenlenmiştir¹⁶⁵.

¹⁶¹ Esasen bu düzenlemenin kaynağının İngiltere olduğu belirtilmektedir. Nitekim, İngiltere’de çok yaygın olan, komisyon bazlı yatırım danışmanlığında müşterinin menfaatlerinin ikincil planda kaldığı ve müşterilerin zarara uğratıldığı gerekçesiyle, uzun zaman eleştirilmiş olup, FSA, eleştirilere karşı harekete geçerek Mart 2010 tarihinde “bağımsız yatırım danışmanlığı” ve “sınırlı yatırım danışmanlığı” olmak üzere, yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde ayırma gitmiş ve daha sıkı kurallar getiren bir düzenleme yapılmıştır. Buna göre, yatırım kuruluşları 31.12.2012’den itibaren yatırım danışmanlığı hizmetlerini bu ayırma tabi olarak sunmaktadırlar (Verbraucherorienterte Finanzaufsicht, s.10). FSA’in yayınladığı bilgilendirme için bkz. <http://www.fca.org.uk/static/pubs/guidance/fg12-15.pdf> (Son erişim tarihi 26.8.2014)

¹⁶² Yalnızca hizmetin kaliteli olarak sunulmasını sağlayabilecek ve yatırım kuruluşunun müşterinin menfaatlerini gözeterek hareket etme yükümlülüğünü ihlal etmesine neden olabilecek nitelikte olmayan düşük tutardaki menfaatlerin, müşteriye açıklanmak kaydıyla, bu nitelikte olmadığı düzenlenmiştir. MiFID II, md.24/7-b. Benzer şekilde, portföy yöneticiliği faaliyetinde de, yatırım kuruluşunun herhangi bir üçüncü kişiden ücret, komisyon ya da maddi veya manevi menfaat sağlamasının yasak olduğu düzenlenmiş, ancak yukarıda belirtilen nitelikteki menfaatler bu kapsamın dışında tutulmuştur (MiFID II, md.24/8) Öte yandan, yatırım kuruluşunun sunduğu danışmanlık neticesinde ihraççıdan ya da ürün sunanlardan ücret, komisyon, maddi veya madeni herhangi bir menfaat elde etmesi durumunda, durumun gereklerine göre bunların en yakın zamanda müşteriye aktarılmasına ilişkin mekanizmalar kurması gerektiği hususunda bkz. MiFID II, md.24/10.

¹⁶³ MOLONEY, s.180-181.

¹⁶⁴ MOLONEY, s.181. Söz konusu düzenleme “Regülasyon/Tüzük” formunda olup, Direktif’ten farklı olarak, bu düzenleme iç hukuka aktarılması gerekmez, doğrudan uygulanacak bir düzenleme nitindedir. Neden bu şekilde bir düzenlemeye ihtiyaç duyulduğu hakkında bilgi için bkz. CAHN, s.45-46.

¹⁶⁵ MiFIR, md.42. Söz konusu şartların hangi hallerde gündeme gelebileceği hususunda bkz. CAHN, s.47-49. Ulusal otoritelerin yetkili mercileri tarafından böyle bir kararın verilmesi halinde, kural olarak bu kararın uygulanmasından 1 ay öncesinde, yetkili otoritenin diğer ülkelerin yetkili otoritelerine ve ESMA’ya bildirimde bulunması gerektiği, yetkili otorite tarafından ivedi olarak harekete geçilmesini gerektiren hallerde ise, en az 24 saat öncesinden bildirimde bulunulması gerektiği hususu hakkında bkz. MiFIR, md.42/4-5.

Her ne kadar, anılan düzenlemeler bazı açılardan eleştirilse de¹⁶⁶, krizden sonra ortaya çıkan bulguların yatırımcının korunmasında yeni bir modelin benimsenmesinin gerekliliğini ortaya çıkarttığı kabul edilmektedir¹⁶⁷. Yatırımcıların korunmasında, daha koruyucu bir yaklaşım benimsenmesinin ve özellikle MiFID II ve MiFIR’de öngörülen mekanizmaların eksik ve olumsuz yanlarının da olabileceği, ancak bu aşamada hata riskinin alınmaya değer olabileceği ifade edilmektedir¹⁶⁸.

Son olarak, AB’de finansal krizin ardından başlayan tüketicilerin korunması odaklı reform dalgalarında yer tutan tartışma konularından biri de, “paketlenmiş yatırım hizmetleri ürünleri-PRIP” olarak ifade edebileceğimiz genel olarak yatırım fonları ve hayat sigortası poliçelerine ilişkin finansal ürünler hakkındaki düzenleme çalışmalarıdır¹⁶⁹. Finansal krizde, yatırım hizmetlerine ilişkin düzenlemelerin, söz konusu yatırım ürününün sunulmuş şekline ve hukuki yapısına bağlı olarak farklılık gösterdiği ve ancak bazı ürünlerin ve bu ürünlerin dağıtımına ilişkin hususlar hakkında AB’de düzenleme bulunmadığı anlaşılmıştır¹⁷⁰. Bu doğrultuda, mevcut düzenlemelerin AB’de küçük yatırımcıların paketlenmiş ürünlere karşı korunmasında yeterli bir koruma sağlamadığı gözetilerek, düzenleme çalışmaları başlamıştır¹⁷¹. Bu çalışmalar, hali hazırda taslak niteliğinde olmakla birlikte, konuya ilişkin son aşamaya geldiği söylenebilecektir. Bu çerçevede, genel eğilim UCITS’lere ilişkin bilgi formları ve MiFID’de yer alan kuralların, özellikle iş yapış kuralları, tavsiye ve finansal ürünlerin pazarlanması gibi hususlardaki kuralların, MiFID kapsamında olmayan paketlenmiş ürünler bakımından da geçerli olması sağlanarak, finansal hizmetlerin hangi kanallar aracılığıyla ya da hangi görünümle satıldığına bakılmaksızın, finansal hizmetleri aynı standartlara tabi tutmak yönündedir¹⁷².

Kriz sonrası AB düzenlemelerinin, ortak noktası, yatırım kuruluşlarının sorumluluklarının ve yükümlülüklerinin ağırlaştırılması ve ex ante ve ex post olarak ürün müdahalesinde bulunulmasıdır. Böylelikle, klasik yatırımcıların korunmasının temelini teşkil eden açıklama/aydınlatma yükümlülüklerinin beklenen faydaları sağlamakta yetersiz kaldığı dikkate alınarak¹⁷³, getirilen düzenlemeler ile açıklama yükümlülüklerinin sonucu olarak

¹⁶⁶ Yukarıda da değinildiği üzere, tüketicinin korunması ile yatırımcının korunmasının ortak noktalarının olmasına rağmen, amaçlarının farklı olduğu, tüketicilerin kendi kararlarına karşı dahi koruma altına alınmış olmalarına karşın, yatırımcılar kendi kararlarını kendi veren ve riskli işlemler yapmaları ya da rasyonel olmayan işlemler yapmalarının serbest olması gerektiği ileri sürülmüştür. Bu çerçevede, yatırımcıların aşırı korumacı bir yaklaşımla (paternalism) korunmasından kaçınılması gerektiği belirtilmektedir (BUCK-HEEB, s.67).

¹⁶⁷ MOLONEY, s.189. Finansal hizmetlere ilişkin olarak tüketici odaklı yaklaşımın olumlu ve olumsuz yönleri hakkında bilgi için bkz.195-199.

¹⁶⁸ MOLONEY, s.189.

¹⁶⁹Bu hususta bkz. Commission Communiqué on PRIP, (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-666_en.htm?locale=fr);CHEREDNYNCHENKO, s.406 Avrupa ülkelerinde, hayat sigortasına ilişkin poliçelerin yatırım aracı olarak fonksiyonları ve AB’nin bu hususta tüketicilerin korunmasına yönelik düzenleme çalışmaları hakkında bilgi için bkz. OELKERS/WENDT, s.91, 97.

¹⁷⁰ Benzer şekilde, kriz döneminde AB’de düzenleme eksikliği bulunan ve yatırımcıların mağduriyetlerine yol açan bir alanın da alternatif yatırım fonlarına ilişkin olduğu anlaşılmış olup, bu hususa ilişkin olarak gayrimenkul yatırım fonları, koruma amaçlı fonlar, girişim sermayesi yatırım fonları dahil olmak üzere AB alternatif yatırım fonlarının yönetimine ilişkin hususlarda 2011/61/EU sayılı Alternatif Yatırım Fonu Yöneticilerine ilişkin AB Direktifi 8.6.2011 tarihinde yayımlanmış ve üye ülkelerin 22.6.2013’e kadar bu Direktifi iç hukuklarına aktaracakları hükme bağlanmıştır.

¹⁷¹ Bu düzenlemelerin tüketicinin korunması ve sermaye piyasalarının işleyişinin iyileştirilmesi amacı dahilinde hazırlandığı hususunda; JUHNKE, Adrian/SEITZ, Jochen/SEIBOLD, Sven; “PIBs, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs-Initiative”, BKR 2013, 1, s.1.

¹⁷² Bu husustaki eleştirilerek bkz. CHEREDNYNCHENKO, s.423; MOLONEY, s.170.

¹⁷³ Benzer şekilde, finansal eğitim ve farkındalığın artırılması hususları, krizden önce üzerinde yoğun olarak durulmuş olan konular olmakla birlikte, krizden sonra bu hususun ancak uzun vadede yatırımcıların korunmasına

yatırımcının daha fazla sorumluluk altına sokulması değil, yatırımcıları zarara uğratabilecek hizmetlerin kendilerine sunulmasını önlemeye yönelik, müdahaleci bir yaklaşım benimsenmiştir¹⁷⁴.

III. TÜKETİCİ HUKUKUNUN SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA UYGULANABİLİRLİĞİ SORUNU

A) Genel Olarak

Sözleşme hukukunun 21. yüzyılda geçirdiği değişim sürecinde, borçlar hukuku kurallarının sözleşmelerin zayıf tarafını koruma konusundaki yetersizlikleri gözetilerek, farklı sözleşen kategorileri arasında ayrıma gidilmiş, belirli kategorideki sözleşenlerin müşterek ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik özel düzenlemeler öngörülmüştür. Tüketici hukuku ile tüketicinin taraf olduğu sözleşmelerde korunmasının sağlanması, bunun en önemli tezahürü niteliğindedir. Sermaye piyasası aktörleri arasında yer alan yatırımcıların, sermaye piyasasında işlem yapmak üzere yatırım kuruluşları ile giriştikleri hukuki ilişkiler yönünden korunmaları ise sermaye piyasası mevzuatı ile sağlanmaktadır. Bununla birlikte, çalışmamızın II. Bölümünde detaylı olarak açıklandığı üzere, yatırımcıların “müşteri” sıfatıyla yatırım kuruluşları ile girdikleri hukuki ilişkilerde “finansal tüketici” olarak ele alınmaları ve finansal tüketicinin korunmasında sermaye piyasası düzenlemelerinin tüketici hukukunun koruma araçlarına benzer araçlardan faydalanılması hususu son zamanların güncel konuları arasında yer almaktadır¹⁷⁵.

Uluslararası gelişmelere paralel olarak, ülkemizde de yatırımcıların sermaye piyasası alanında karşılaştığı risklerin azaltılması ile hak ve yararlarının daha iyi korunabilmesi amacıyla “müşteriler”in, “finansal tüketici” olarak değerlendirilmesi ve müşterinin/yatırımcının korunması açısından sermaye piyasası mevzuatı ile tüketici hukuku arasında bir etkileşimin meydana geldiği söylenebilecektir. Esasen, sermaye piyasasında yatırım yapan “müşteriler”e sağlanan korumaların dışında veya böyle bir korumanın bulunmadığı hallerde, müşterinin de tüketicinin korunmasına ilişkin mevzuat hükümlerinden faydalanabileceği kabul edilmektedir¹⁷⁶. Bununla birlikte, mevcut durumda TKHK’nun yeni kanun niteliğinde olması ve kapsamının geniş belirlenerek diğer kanunlarda düzenlenen ilişkilerin de bazı yönleri itibarıyla bu Kanun’a tabi tutulmuş olması karşısında, sermaye piyasası mevzuatı ile tüketici hukuku arasındaki etkileşimin hangi alanlarda kendini gösterdiği ve tüketici hukukunda yer alan düzenlemelerin yatırım hizmetleri ilişkilerine ve piyasaya olan etkisinin nasıl olacağı henüz netleşmemiştir.

B) TKHK ve SPKn’nun Amaç ve Konu Yönünden Karşılaştırılması

Anayasanın “*Tüketicilerin korunması*” başlıklı 172 nci maddesi “*Devlet, tüketicileri koruyucu ve aydınlatıcı tedbirler alır, tüketicilerin kendilerini koruyucu girişimlerini teşvik eder*” hükmü çerçevesinde, anayasal güvence altında olan “*tüketicilerin korunması*” hususunda devlet görevlendirilmiştir. Bu çerçevede, 23.2.1995 tarihli ve 4077 sayılı mülga TKHK ile ülkemizde ilk defa tüketicilerin borçlar hukuku kurallarından bağımsız ve özel olarak korunmasını öngören bir düzenleme yapılmıştır. Mülga 4077 sayılı TKHK, 28.11.2013 tarih ve 28835 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak, 28.5.2014 tarihinde yürürlüğe giren 6502 sayılı TKHK ile yürürlükten kaldırılmıştır. Tüketicilerin korunmasına yönelik söz konusu Kanun

etkili olabileceği ve finansal eğitimin artırılmasının yatırımcıların korunmasında yalnızca destekleyici bir rol oynayacağı anlaşılmıştır (MOLONEY, s.184).

¹⁷⁴ MOLONEY, s.184.

¹⁷⁵ Bu çerçevede, özellikle yatırım kuruluşlarının karlılıkları haksız şekilde sınırlandırılmaksızın yatırımcıların/tüketicilerin en iyi nasıl korunması gerektiği hususunda düzenleyicilerin karar vermekte oldukça zorlandıkları belirtilmektedir (LUMPKIN, s.11).

¹⁷⁶ ÇETİN, s.9.

değişikliğinin temel sebebi, gerek mülga Kanun'un AB düzenlemelerindeki gelişmelere uyumunun sağlanması, gerekse mülga Kanun'dan sonra yürürlüğe giren yeni Türk Borçlar Kanunu (TBK) ve Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nun getirdiği düzenlemeler dahilinde tüketici hukukunun gözden geçirilmesidir¹⁷⁷.

4077 sayılı mülga TKHK'na benzer şekilde, 6502 sayılı TKHK'nun 1 inci maddesinde Kanun'un amacı; *"kamu yararına uygun olarak tüketicinin sağlık ve güvenliği ile ekonomik çıkarlarını koruyucu, zararlarını tazmin edici, çevresel tehlikelerden korunmasını sağlayıcı, tüketiciyi aydınlatıcı ve bilinçlendirici önlemleri almak, tüketicilerin kendilerini koruyucu girişimlerini özendirme ve bu konulardaki politikaların oluşturulmasında gönüllü örgütlenmeleri teşvik etmeye ilişkin hususları düzenlemek"* olarak belirlenmiştir. 6502 sayılı Kanun'da söz konusu amacı gerçekleştirmek üzere, tüketicilerin etkin şekilde korunmasını sağlayacak kapsamlı düzenlemelere yer verilmiştir. Kanun'un gerekçesinde, tüketiciyi korumak için kullanılması gereken araçların her somut tüketici işlemi yönünden farklılaştığı, ancak tüketicinin korunması zorunluluğunun, esas itibarıyla tüketicinin ilgili hukuki işlemi kendisi için en uygun içerik ile kurmak için ihtiyaç duyduğu bilgiye sahip olmamasından kaynaklandığı ifade edilmektedir¹⁷⁸. Buna göre; tüketici işlemlerinde, taraflar arasındaki bilgi asimetrisinin giderilmesi için hukuki önlemlerin alınması gerektiği kabul edilmekte olup, TKHK'da sözleşme öncesinde tüketicinin bilgilendirilmesine yönelik çeşitli düzenlemelere yer verilmiştir¹⁷⁹. Bu kapsamda, anılan düzenlemeler uyarınca tüketiciye mal ya da hizmet sağlayan tarafa yükümlülükler yüklenmiş ve bu yükümlülükler aykırılıkların hukuki sonuçları ve tüketicilerin bu ihlaller nedeniyle olan hakları düzenlenmiştir. Bu bağlamda; bazı sözleşmelere yazılı şekil şartı getirilmiş, şekle aykırılık kesin hükümsüzlük yaptırımına tabi tutulmuş, bilgilendirme yükümlülüklerinin eksik olarak ifa edilmesi halinde, tüketicinin bilgilendirilmediği konularda sözleşmeyi düzenleyen aleyhine bazı haklardan faydalanabileceği düzenlenmiş ve ayrıca, TKHK'da bazı sözleşmeler bakımından özel düzenlemeler sevk edilerek tarafların hak ve yükümlülükleri belirlenmiştir¹⁸⁰.

TKHK ve bu Kanun'a bağlı ikincil mevzuat ile taksitle satış, tüketici kredisi, konut finansmanı, abonelik sözleşmeleri başta olmak üzere, birçok sözleşmeye ilişkin kapsamlı ve emredici düzenlemeler getirilmekle beraber, bu düzenlemelerin tek hedefi, tüketicilerin daha iyi korunmalarının sağlanmasıdır.

6362 sayılı SPKn'nun 1 inci maddesinde *"Bu Kanunun amacı; sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir"* hükmüne yer verilmiştir. Buna göre, SPKn'nun sermaye piyasasının işleyişi ve gelişiminin sağlanması ile yatırımcıların korunması olmak üzere, başlıca iki amacı bulunmakta olup, bu amaçlar sermaye piyasası alanında yapılan düzenleme ve denetleme faaliyetleriyle gerçekleştirilmektedir¹⁸¹.

¹⁷⁷ Bu hususta bkz. Genel Gerekçe, s.5-7. (<http://www.sayilikanun.com/6502-sayili-tuketiginin-korunmasi-hakkinda-kanunun-gerekcesi/>, Son erişim tarihi 31.8.2014)

¹⁷⁸ Genel Gerekçe, s.8.

¹⁷⁹ Tüketicinin somut olarak hangi konularda, ne zaman ve nasıl bilgilendirileceği hususlarının Bakanlık tarafından çıkarılacak yönetmeliklerle düzenlenmesi benimsenmiş olup, TKHK'nun gerekçesinde, bu durumun Kanun'un gereksiz yere ayrıntılara boğulmasının engellenmesi ve AB hukukunun konuya ilişkin düzenlemelerinin geçirdiği sık devinim neticesinde, AB müktesebatına uyumun gerektiğinde yönetmeliklerin Bakanlık tarafından değiştirilmesi suretiyle en kısa zamanda temin edilmesinin sağlanması olduğu belirtilmiştir (Gerekçe, s.8).

¹⁸⁰ Nitekim, TKHK'da taksitle satış, tüketici kredileri, konut finansmanı, ön ödemeli konut satışı sözleşmeleri gibi hususlarda özel düzenlemeler bulunmaktadır.

¹⁸¹ Öte yandan, Kanun'un 1 inci maddesinin gerekçesinde, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla piyasanın düzenlenmesi ve denetlenmesinin Kanun'un temel vizyonu olduğu ifade edilmektedir.

Bununla birlikte, Kanun ve Kanun'a dayanılarak çıkartılan sermaye piyasası mevzuatı, gerek piyasanın düzgün işleyişini sağlamak gerekse yatırımcıları korumak amacıyla yalnızca sermaye piyasası alanındaki özel hukuk ilişkilerini değil, aynı zamanda sermaye piyasalarına özgü suç ve kabahatleri ve bunlara ilişkin yaptırım ve tedbirleri de düzenlemektedir. Benzer şekilde, SPKn yatırımcıların hak ve menfaatlerinin azami ölçüde korunması hedefinden yola çıkmakla birlikte, *piyasa düzenleyici bir metin*¹⁸² niteliğinde olup, güvenli, istikrarlı ve adil bir sermaye piyasası için bu piyasada faaliyet gösteren tüm aktörlerin meşru çıkarlarının gözetilmesine ilişkin düzenlemeler içermektedir. Nitekim, sermaye piyasası mevzuatının temel olarak piyasa aksaklıklarını gidermeye yönelik bir kurallar bütünü¹⁸³ olduğu dikkate alındığında, piyasa aktörleri olan; halka açık ortaklıklar, sermaye piyasası kurumları ve yatırımcılar/müşteriler arasındaki ilişkilerin sermaye piyasası alanının kendine özgü özellikleri doğrultusunda düzenlenmesi zorunluluğu bulunmaktadır.

TKHK ile getirilen düzenlemeler ile tüketicilerin en etkin şekilde korunması hedeflenmiş olup, TKHK'da tüketicilerin girdikleri sözleşmenin zayıf tarafı konumunda oldukları gözetilerek, tüketicilerin karşı karşıya oldukları mal ya da hizmet sağlayıcısı ile aralarında olan yapısal eşitsizliği gidermeye yönelik düzenlemelere yer verilmiştir. Bu düzenlemelerdeki temel kaygı, tüketici işlemlerinde tüketicilerin menfaatlerinin gözetilmesi ve başta sözleşmesel ilişkiler yönünden güvenceli bir hukuki konuma kavuşmalarının sağlanmasıdır. Öte yandan, TKHK sözleşmenin güçsüz tarafını teşkil eden tüketicinin, sözleşmenin karşı tarafı ile arasında bir uyumsuzluğun çıkması halinde tüketicilerin haklarını aramalarını kolaylaştırıcı bir takım düzenlemelere yer vererek, tüketicinin satıcıya/sağlayıcıya karşı olan hukuki durumunu güçlendirmektedir.

Buna karşın, SPKn'nun temelde piyasa düzenleyici bir metin olması nedeniyle, yalnızca yatırımcıların korunması değil, ayrıca ve eş zamanlı olarak sermaye piyasalarının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir şekilde işleyişinin sağlanması hedeflenmektedir. Bu nedenle, SPKn ve buna dayalı çıkarılan ikincil düzenlemeler ile, yatırımcı ve/veya müşterilerin korunması sağlanırken, aynı zamanda piyasa bileşenleri olarak yatırımcılara/müşterilere hizmet sağlayan kuruluşlar ve ihraççıların da gözetilmesi bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır. SPKn'nun gerekçesinde açıkça ifade edildiği üzere, piyasa düzenleyici bir metin olan SPKn'nun, düzenlediği piyasanın bileşenlerini gereği gibi dikkate almaması halinde, piyasa aksaklığı/başarısızlığı (*market failure*) gündeme gelebilecek olup, bu durum ise tüm piyasa aktörlerinin zararına neden olacaktır. Bu doğrultuda, sermaye piyasası mevzuatında piyasa bileşenlerinin gereği gibi gözetilmemesi halinde, piyasanın etkinliğinin azalacağı ve bu durumun, başta piyasaya olan güvenin sarsılması olmak üzere, birçok olumsuz sonuca yol açacağı kesindir. Sermaye piyasası mevzuatına özgü olan piyasa odaklı bakış açısının hukuka ve düzenlemelere etkisi, bu alanı diğer hukuk alanlarından ayıran başlıca olgudur. Zira, piyasa bileşenlerinin bütüncül bir bakış açısıyla ele alınarak, piyasa aksaklıklarının giderilmesi sermaye piyasasında düzenleme yapılmasının temel hedefi olduğu gibi, anılan hedefin gerçekleştirilmesi oldukça hassas bir dengenin sağlanması koşuluna bağlıdır.

Öte yandan, tüketici hukuku ile sermaye piyasası mevzuatının korumayı hedeflediği kişiler/süjeler de farklılık arz etmektedir. Nitekim, tüketicinin korunması sözleşmenin zayıf tarafının korunması ve adil bir sözleşmenin kurulabilmesini sağlamak temeli üzerine kurulmuşsa da, sermaye piyasası hukukunda, yatırımcıların girdikleri hukuki ilişkilerin zayıf taraf olmaları nedeniyle mi korundukları yoksa piyasanın doğru işleyişinin sağlanabilmesi ve

¹⁸² Söz konusu ifade ve konu hakkında daha detaylı bilgi için bkz. Kanun'un Genel Gerekçesi, (<http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1>).

¹⁸³ LUTH, s.338; CARTWRIGHT, s.8.

etkin bir piyasanın sağlanabilmesi için yatırımcıların piyasadaki işlevlerine dayalı olarak mı korundukları tartışmalıdır¹⁸⁴.

TKHK’da “tüketici” kavramı odak noktası olarak alınmış ve tüm “tüketici işlemleri”nde tüketicilerin korunması sağlanmıştır. TKHK’nun 3/1-k hükmünde tüketici; “*ticari veya mesleki olmayan amaçlarla hareket eden gerçek veya tüzel kişi*” olarak tanımlanmış olup, anılan tanımlamada tüketicinin rolü/işlevi üzerinde durulmuş ve bu rol, kişinin ilgili işleme yönelik bilgisi, tecrübesi, sosyal ya da ekonomik konumu gibi hususlardan bağımsız şekilde belirlenmiştir¹⁸⁵.

Piyasa düzenleyici metin niteliğinde olan sermaye piyasası mevzuatında ise, piyasanın işleyişi ve gelişmesini temin edecek düzenlemeler ile “yatırımcı”nın hak ve menfaatlerinin korunmasına ilişkin düzenlemelerin bir arada değerlendirildiği söylenebilecektir. Ayrıca, çalışmamızın I. Bölümünde de belirtildiği üzere, sermaye piyasası mevzuatında “yatırımcı”ların birden fazla rolü/işlevi bulunmakta olup, yatırımcılar bu işlevleriyle bağlantılı olarak farklı hukuki mekanizmalarla korunmaktadır. Bu çerçevede, tüketici hukukunda farklı olarak, sermaye piyasası mevzuatında yatırımcı tanımı yapılırken, yatırımcının tek bir işlevinin/rolünün dikkate alınması mümkün bulunmamaktadır

Sermaye piyasası mevzuatında yatırımcılar, genel olarak ilgili kişilerin ekonomik düzeyleri ve buna bağlantılı olarak sermaye piyasası alanındaki işlemler yönünden sahip olmaları beklenen tecrübe ve bilgiye göre bir farklılaşmayı ifade edecek şekilde tanımlanmış ve yararlanacakları korumalar da bu sınıflandırmalarla bağlantılı olarak kurgulanmıştır. Bu doğrultuda yatırımcının, yatırım kuruluşundan hizmet alan kişi olması halinde de, “müşteri” olarak nitelendirilmiş ve “genel” ya da “profesyonel” müşteri olması yönünden bir ayrıma gidilerek, yatırımcının/müşterinin tabi olduğu kategoriye göre yararlanacağı koruyucu hükümler farklılaştırılmıştır¹⁸⁶.

Görüldüğü üzere, TKHK’da tüketicilerin “işlevleri” dikkate alınarak tek bir tanım yapılması esası benimsenmiş ve geniş bir şekilde belirlenen bu tanımın kapsamına girecek kişilerin tümünün aynı ve eşit derecede korunmasına yönelik hükümler ihdas edilmiştir. Tüketici hukukunda tüketicilerin ekonomik ve sosyal açıdan aralarında herhangi bir ayırım gözetilmeksizin korunmasına karşın, sermaye piyasasında durum farklılık arz etmektedir. Nitekim, sermaye piyasasında yatırımcıların işlevlerinden ziyade ekonomik konumları ve buna bağlı olarak işlem tecrübeleri ve bilgileri dikkate alınarak yatırımcının korunması benimsenmiştir. Böylelikle, tüketici hukukunun aksine, sermaye piyasası mevzuatında, tüm yatırımcıların aynı hükümlerle ve eşit şekilde korunması esası benimsenmemiştir. Aksine, sermaye piyasalarının kendine özgü nitelikleri gereği, genel müşteri ya da küçük yatırımcı olarak nitelendirilebilecek yatırımcıların kapsamlı şekilde bilgilendirilerek, kendilerine uygun olmayan yatırım araçlarına yatırım yapmalarının önlenmesi hedeflenmişken, diğer yandan gerek ekonomik durumları itibarıyla gerek sermaye piyasası alanında gerekli bilgi ve donanıma

¹⁸⁴BUCK-HEEB, s.69. Diğer yandan, tüketicinin piyasadaki talebi karşılayan aktör olması sebebiyle, finansal sistemin doğrudan bir unsuru olduğu ve piyasanın işleyişine ilişkin kurallar ile tüketicinin korunmasına ilişkin kuralların bir madalyonun iki yüzü olduğu ve eşit derecede önemli olduğu belirtilmektedir (Verbraucherschutz und Finanzmarktregulierung, s.4; KEßLER/MICKLITZ, s.241).

¹⁸⁵ BUCK-HEEB, s.73.

¹⁸⁶ Yatırım hizmetleri yönünden olan ikili kategorizasyon ve sonuçları hakkında bkz. I. Bölüm. Öte yandan, “piyasa katılımcısı” olan yatırımcılar da farklı gruplandırmalar dahilinde tanımlanmaktadır. Satış Tebliği’nde “profesyonel” ve “genel müşteri”lere atfı yapılarak “*bireysel*”, “*kurumsal*” ve “*nitelikli*” yatırımcılar tanımlanmıştır. Buna göre, Satış Tebliği’nin 3 üncü maddesinde bireysel yatırımcı “*kurumsal yatırımcı*” ve “*kurumsal yatırımcı*” dışında kalan gerçek ve tüzel kişiler”, kurumsal yatırımcı “*Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler dışındaki profesyonel müşteriler*” ve nitelikli yatırımcı “*Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşteriler*” olarak tanımlanmıştır

sahip kişilere bilgi verilmesine yönelik gereksiz masraflara ve zaman kaybına yol açılmaması için, bunlar bakımından daha düşük bir seviyede koruma esası benimsenmiştir¹⁸⁷.

Sonuç olarak, tüketici hukukunda tüketicinin ticari ve mesleki olmayan amaçlarla hareket eden kişi olması yeterli görülmüş ve tüketicinin bu rolü itibariyle korunması gerekliliği üzerinden hareket edilerek, sözleşme türlerine göre farklılık arz etmekle birlikte, tüm tüketicilerin aynı haklardan yararlandırılmaları benimsenmiştir. Ancak sermaye piyasası mevzuatında yatırımcının korunması esas olmakla birlikte, bu korumanın tüm “yatırımcılar” yönünden eşit seviyede olması yerine, durumun gereklerine göre, yatırımcıların farklı hükümlerle farklı düzeylerde korunması ilkesi benimsenmiştir. Son olarak, tüketici hukukunda, mal veya hizmetin ticari veya mesleki olmayan amaçlarla edinilmesi korumaya tabi iken, sermaye piyasası mevzuatında, ticari veya mesleki amaçlarla hareket edilip edilmemesinin kural olarak bir önemi yoktur¹⁸⁸.

C) Yatırım Hizmeti Alınmasında TKHK'nun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu

1) Genel Olarak

Yukarıda kısaca özetlenen farklara rağmen, tüketici hukuku ve sermaye piyasası mevzuatının yatırımcının korunmasına yönelik düzenlemeleri arasında önemli benzerliklerin ve ortak noktaların bulunduğu söylenebilecek olup, özellikle 2008 finansal krizinin ardından tüketici hukukunun yatırım hizmetleri alanında sermaye piyasası mevzuatı ile etkileşimi başlamıştır. Bu çerçevede, ülkemiz mevzuatı açısından, tüketici hukukunu düzenleyen başlıca metin olan TKHK ile buna dayanılarak çıkartılan ikincil düzenlemeler ile SPKn ile bu Kanun'a dayanılarak çıkartılan ikincil düzenlemelerin kesişme ve/veya çatışma alanlarının tespit edilmesi gerekmektedir¹⁸⁹.

Gerçekten de, TKHK'nun “Kapsam” başlıklı 2 nci maddesi uyarınca, müşterilerin sermaye piyasasında yatırım yapma amacıyla yatırım kuruluşlarından yatırım hizmeti almaları faaliyetlerinin, tüketici hukukunun düzenleme alanına girdiği anlaşılmaktadır. Nitekim, anılan maddede Kanun'un kapsamı, her türlü tüketici işlemi ile tüketiciye yönelik uygulamalar olarak belirlenmiş ve Kanun'un 3 üncü maddesinin (I) bendinde “*tüketici işlemi*”, mal veya hizmet piyasalarında kamu tüzel kişileri de dâhil olmak üzere ticari veya mesleki amaçlarla hareket eden veya onun adına ya da hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişiler ile tüketiciler arasında kurulan, eser, taşıma, simsarlık, sigorta, vekâlet, bankacılık ve benzeri sözleşmeler de dâhil olmak üzere her türlü sözleşme ve hukuki işlem olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede, “müşterilerin” yatırım kuruluşundan yatırım hizmeti alması, örneğin yatırım kuruluşunun müşterisine aracılık, bireysel portföy yöneticiliği ya da yatırım danışmanlığı hizmeti vermesi veya yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak yan hizmetlerden olan kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması, servet yönetimi ve finansal planlama yapılması gibi hizmetlerin “tüketici işlemi” niteliğinde olduğu anlaşılmaktadır. Zira, TKHK'da tüketici işleminin kapsamına “*her türlü sözleşme ve hukuki işlem*” alınmış olup, SPKn'nun düzenleme alanına giren hususların ya da yatırım hizmetlerinin alınmasına yönelik yapılan çerçeve ya da

¹⁸⁷ Sermaye piyasalarında, müşterinin profesyonellik düzeyine göre, kademeli bir koruma anlayışı benimsendiği hakkında MICKLITZ/DAUSES, Rdn.108.

¹⁸⁸ Meğerki ticari veya mesleki amaçla hareket eden kişiler yatırım hizmetleri bakımından “profesyonel müşteri” ya da sermaye piyasası işlemleri yönünden “kurumsal” ya da “nitelikli müşteri” olsun.

¹⁸⁹ Özellikle, 6502 sayılı TKHK'nun 28.11.2013 tarih ve 28835 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak 28.5.2014 tarihinde yürürlüğe girmiş olması nedeniyle, 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı SPKn'na göre “sonraki kanun” niteliğinde olması nedeniyle, bu iki Kanun'da çatışan hükümlerin bulunması halinde hangi Kanun'un uygulanacağı ve daha önemlisi, SPKn'na uyarınca çıkartılan ikincil düzenlemeler ile TKHK'nun veya TKHK'na dayanılarak çıkartılan ikincil düzenlemelerin çatışması halinde hangi hükümlerin uygulanacağı önemli bir sorundur.

münferit sözleşmelerin bu kapsamın dışında tutulduğuna ilişkin anılan Kanun'da bir düzenleme bulunmamaktadır. Öte yandan, kanun koyucunun açık iradesi, TKHK'nun yalnızca doğrudan TKHK'da düzenlenen sözleşmeler bakımından değil, tüm tüketici işlemleri için uygulanmasıdır. Nitekim, TKHK'nun 68 inci maddesinin ikinci fıkrasında yer alan, *“Taraflardan birini tüketicinin oluşturduğu işlemler ile ilgili diğer kanunlarda düzenleme olması, bu işlemin tüketici işlemi sayılmasını ve bu Kanunun görev ve yetkiye ilişkin hükümlerinin uygulanmasını engellemez.”* düzenlemesi ile de bu husus net bir şekilde ifade edilmiş olmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalara ek olarak, bir işlemin tüketici işlemi olabilmesi için mal veya hizmet piyasalarında ticari veya mesleki amaçlarla hareket eden kişiler ile “tüketici”ler arasında kurulmuş bir sözleşme ya da hukuki işlemin bulunması gerektiğinin de vurgulanması gerekmektedir. TKHK'da tüketici, ticari veya mesleki olmayan amaçlarla hareket eden gerçek veya tüzel kişi olarak tanımlanmış olduğundan, yatırım hizmetlerinin alınmasına ilişkin yatırım kuruluşu ile sözleşmesel ilişkiye giren tarafın, somut olayda ticari veya mesleki amaçlarla hareket edip etmediği önem taşımaktadır. Bununla birlikte, her ne kadar tüzel kişilerin de, mesleki ve ticari olmayan amaçlarla hareket etmeleri halinde “tüketici” sayılacakları düzenlenmişse de, TTK'nın 19 uncu maddesi uyarınca tüzel kişiler arasında yer alan ticaret şirketlerinin tüm işlerinin ticari nitelikte olduğunun kabul edilmiş olması nedeniyle, ticaret şirketleri “tüketici” kapsamına girmemektedir¹⁹⁰.

Tüm bu açıklamalar doğrultusunda, yatırım hizmeti alınmasına ilişkin sözleşmelerin de tüketici işlemi kapsamında yer aldığı, bu durumun sermaye piyasası mevzuatı ile tüketici hukukunun belli konularda bir arada uygulanmasını gündeme getirdiği düşünülmektedir. TKHK, tüm mal ve hizmet piyasalarındaki tüketici ilişkilerini düzenleyen bir kanun olup, bu niteliği itibarıyla SPKn'na göre genel niteliktedir. Bu nedenle, sonraki tarihli TKHK ile SPKn'nun çatışmasının gündeme geleceği hallerde, özel kanun olduğu gerekçesiyle SPKn uygulama alanı bulabilecektir. Bununla birlikte, SPKn'na dayanılarak çıkartılan Tebliğlerin, TKHK ile çatışan hükümlerinin bulunması halinde, normlar hiyerarşisi gereği kanun hükümlerinin, *“idarenin isimsiz düzenleyici işlemleri”* arasında yer alan Tebliğlerin üzerinde olduğu gözetilerek, öncelikle TKHK hükümlerinin uygulanmasının gerektiği söylenebilecektir. Öte yandan, Kurulumuz Tebliğlerinde hüküm bulunmayan ya da TKHK ve buna bağlı ikincil mevzuatın konuya ilişkin daha detaylı hükümler öngördüğü hallerde, özel hüküm bulunmadığı gerekçesiyle genel kanun niteliğinde olan TKHK'da yer alan hükümler uygulama alanı bulabilecektir.

2) TKHK'nun Sermaye Piyasası İlişkilerinde Uygulama Alanı Bulabilecek Hükümleri

a) Tüketici Sözleşmelerine İlişkin Temel İlkelere ve Haksız Şartlara İlişkin Olarak

Yatırım Kuruluşları Tebliğ ve Yatırım Hizmetleri Tebliğ düzenlemeleri ile, müşteriler ile yatırım kuruluşları arasında kurulacak çerçeve sözleşmelere ilişkin düzenlemeler yapılmış ve bu sözleşmelerde bulunması gereken asgari hükümlere ilişkin Kurul tarafından belirlemelere yer verilmiştir. Bununla birlikte, TKHK'da tüketicilerin taraf oldukları sözleşmeler bakımından geçerli bazı temel ilkelere yer verilmiş olup, yatırım kuruluşları ile müşteriler arasındaki sözleşmelerde de bu ilkelere riayet edilmesi gereği gündeme gelebilecektir. Bu kapsamda, TKHK'da yazılı olarak düzenlenmesi öngörülen sözleşmeler ile bilgilendirmelerin en az on iki punto büyüklüğünde, anlaşılabilir bir dilde, açık, sade ve okunabilir bir şekilde düzenleneceği

¹⁹⁰ ZEVKLİLER/AYDOĞDU, s, 81, 84. Ancak, dernekler, vakıflar, meslek odaları gibi tüzel kişilerin işlemleri tüketici işlemi kabul edilebilecektir.

ve bunların bir nüshasının kâğıt üzerinde veya kalıcı veri saklayıcısı ile tüketiciye verileceği hükme bağlanmıştır. Bu çerçevede, Kurul düzenlemelerinin yanı sıra TKHK düzenlemelerine tabi olan sözleşmeler bakımından, örneğin kredili alım işlemlerinde ortaya çıkabilecek olan “tüketici kredisi sözleşmesi” bakımından bu kurala uyulması gerekeceği söylenebilecektir. Diğer yandan, TKHK’nun 4 üncü maddesinde, sözleşmede öngörülen koşulların, sözleşme süresi içinde tüketici aleyhine değiştirilemeyeceği, tüketiciden; kendisine sunulan mal veya hizmet kapsamında haklı olarak yapılmasını beklediği ve sözleşmeyi düzenleyen yasal yükümlülükleri arasında yer alan edimler ile sözleşmeyi düzenleyen kendi menfaati doğrultusunda yapmış olduğu masraflar için ek bir bedel talep edilemeyeceği, tüketici işlemlerinde, tüketicinin edimlerine karşılık alınan şahsi teminatlar, her ne isim altında olursa olsun adi kefalet sayılacağı, temerrüt hâli de dâhil olmak üzere, tüketici işlemlerinde bileşik faiz uygulanmayacağına ilişkin hükümlerin, yatırım hizmeti ilişkilerinde de uygulanacağı düşünülmektedir.

Diğer yandan, TKHK’nun tüketicinin haksız şartlara karşı korunmasına ilişkin kuralları yatırım hizmetlerinin alınmasında akdedilecek sözleşmeler bakımından uygulama alanı bulacak olan düzenlemelerin başında yer almaktadır¹⁹¹. TKHK’nun 5 inci maddesinde, öğretilen ve TBK’da genel işlem koşulları olarak ifade edilen sözleşme hükümleri, “haksız şart” olarak nitelendirilerek tanımlanmıştır¹⁹² ve bu hükümlere sözleşmelerde yer verilmesinin hukuki sonuçları düzenlenmiştir.

Yatırım Kuruluşları Tebliği’nin 26 ncı maddesinin beşinci fıkrasında, yatırım kuruluşları ile müşteriler arasında yapılacak çerçeve sözleşmelerde, müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilmeyeceği düzenlenmiştir. Bununla birlikte, söz konusu hükümlere sözleşmelerde yer verilmesi halinde bunun özel hukuk anlamında yaptırımının ne olacağı belirsizdir. Oysa TKHK’da, haksız şartlara yer verilmesinin sonuçları da dahil, bu hususta detaylı düzenlemeler yapılmıştır. Bu nedenle, sermaye piyasasına göre daha kapsamlı bir düzenleme içeren genel kanun niteliğindeki TKHK hükümleri, yatırımcılar ile yatırım kuruluşları arasında imzalanan sözleşmelerde yer alan hükümler hakkında da uygulanacaktır. Böylece, yatırımcıyla müzakere edilmeden sözleşmeye dâhil edilen ve tarafların sözleşmeden doğan hak ve yükümlülüklerinde dürüstlük kuralına aykırı düşecek biçimde yatırımcı aleyhine dengesizliğe neden olan sözleşme şartları “haksız şart” olarak nitelendirilecek ve TKHK’nın 5/2 hükmü gereğince bu şartlar kesin hükümsüzlük yaptırımına tabi olacaktır. Diğer yandan, TKHK’nun 5/3 maddesi uyarınca, sözleşmede yer alan bir hükmün açık ve anlaşılır olmaması veya birden çok anlama gelmesi hâlinde; bu hüküm, müşteri lehine yorumlanacaktır.

b) Ayıplı Hizmet Sağlanmasına İlişkin Olarak

TKHK’nun 3/1-d maddesinde hizmet; “*Bir ücret veya menfaat karşılığında yapılan ya da yapılması taahhüt edilen mal sağlama dışındaki her türlü tüketici işleminin konusu*” olarak tanımlanmıştır. Yatırımcılar, müşteri sıfatıyla yatırım kuruluşları ile “yatırım hizmeti” almak

¹⁹¹ TKHK’nun 5 inci maddesinin beşinci fıkrasında “*Faaliyetlerini, kanun veya yetkili makamlar tarafından verilen izinle yürütmekte olan kişi veya kuruluşların hazırladıkları sözleşmelere de niteliklerine bakılmaksızın bu madde hükümleri uygulanır.*” düzenlemesi yer almakta olup, yatırım kuruluşlarının da Kurulumuzca verilen izinle faaliyet yürütmekte oldukları dikkate alındığında, yatırım kuruluşları tarafından hazırlanan sözleşme hükümlerinin de TKHK’nun 5 inci maddesi hükümlerine tabi olduğu açıktır.

¹⁹² TKHK’nun 5 inci maddesinde “haksız şart”; tüketiciyle müzakere edilmeden sözleşmeye dâhil edilen ve tarafların sözleşmeden doğan hak ve yükümlülüklerinde dürüstlük kuralına aykırı düşecek biçimde tüketici aleyhine dengesizliğe neden olan sözleşme şartları olarak tanımlanmıştır. TBK’nun 20 nci maddesinde ise “genel işlem koşulları”, bir sözleşme yapılırken düzenleyen, ileride çok sayıda benzer sözleşmede kullanmak amacıyla, önceden, tek başına hazırlayarak karşı tarafa sunduğu sözleşme hükümleri olarak ifade edilmektedir.

amacıyla sözleşmesel ilişkiye girmektedirler. Bu çerçevede, yatırım kuruluşları tarafından yatırımcılara genel olarak “hizmet” sağlandığı için, yatırım hizmetlerinin ifasına ilişkin olarak Kurulumuz düzenlemelerinde hüküm bulunmayan hallerde TKHK hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

Bu hususta, TKHK'nun yatırım hizmetlerinin alınmasına ilişkin ilişkilerde uygulanması gündeme gelebilecek maddeler arasında, TKHK'nın 6 ncı maddesinde ikinci fıkrasındaki “*Hizmet sağlamaktan haklı bir sebep olmaksızın kaçınılamaz*” hükmü yer almaktadır. Buna göre, yatırım kuruluşlarının “haklı sebep” bulunmaksızın müşterilerine yatırım hizmeti sunmaktan kaçınamayacakları söylenebilecektir.

Diğer yandan, müşterilerin TKHK'da “*ayıplı hizmet*”e ilişkin kurallar uyarınca yatırım kuruluşlarına karşı hak iddia etmelerinin de gündeme gelmesi hukuken mümkün görünmektedir. TKHK'nun 13/1 maddesinde “ayıplı hizmet”, sözleşmede belirlenen süre içinde başlamaması veya taraflarca kararlaştırılmış olan ve objektif olarak sahip olması gereken özellikleri taşımaması nedeniyle sözleşmeye aykırı olan hizmet olarak tanımlanmıştır. Tüketiciye ayıplı hizmet sunulması halinde, TKHK'nun 15/1 hükmünde tüketiciye bir takım seçimlik haklar verilmiştir. Bunlar; hizmetin yeniden görülmesi, hizmet sonucu ortaya çıkan eserin ücretsiz onarımı, ayıp oranında bedelden indirim veya sözleşmeden dönmedir. TKHK'nun 15/1 maddesinde tüketiciye tanınan seçimlik hakların, yatırım hizmeti alan müşteri tarafından kullanılması halinde, yatırım hizmetlerinin kendine özgü özelliklerinin dikkate alınması gerektiği açıktır.

c) Tüketici Kredisi Sözleşmesine İlişkin Hükümlerin Kredili İşlemler Yönünden Uygulanmasına İlişkin Olarak

Çalışmamızın I. Bölümünde değinildiği üzere, yatırım hizmetleri esas hizmetler ve yan hizmetler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Kredili sermaye piyasası aracı alımı işlemi de yan hizmetler arasında sayılan bir faaliyettir. Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 72 ncı maddesinde, sermaye piyasası araçlarının kredili alımı, açığa satışı ve ödünç alma ve verme işlemlerine ilişkin ilke ve esasların Kurul tarafından ayrıca belirleneceği hükme bağlanmıştır. Henüz 6362 sayılı SPKn uyarınca yapılan ikincil düzenleme çalışmaları tamamlanmadığından, mülga 2499 sayılı SPKn döneminde yürürlüğe konulan ve ardından çeşitli tarihlere değişiklik yapılan Seri:V, No: 65 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ halen yürürlüktedir¹⁹³. Anılan Tebliğ uyarınca, kredili sermaye piyasası aracı alımı işlemi; aracı kurumdan kredi kullanılması suretiyle müşteri tarafından sermaye piyasası aracı alınmasıdır¹⁹⁴. Ayrıca, müşterinin ödemekle yükümlü olduğu tutarın tamamının veya bir kısmının takas günü itibarıyla aracı kuruma tevdi edilmemesi veya söz konusu tutarın takas tarihi itibarıyla müşterinin aracı kurum nezdindeki hesabında bulunmaması durumunda da söz konusu işlemin kredili sermaye piyasa aracı alımı olduğu düzenlenmiştir. Tebliğ ile diğer hususların yanı sıra, kredili işlemlerle ilgili detaylı düzenlemelere yer verilmiş olup, Tebliğ'in 11 inci maddesinde sermaye piyasası araçlarının kredili olarak alınması işlemi için çerçeve sözleşme imzalanması zorunluluğu düzenlenmiştir.

Kredili işlemde müşteri aracı kurumdan kredi kullanmak suretiyle sermaye piyasası aracı alımı gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle, kullanılan kredinin “*tüketici kredisi*” niteliği taşıdığı sonucuna varılmaktadır. Nitekim, TKHK'nun 22 ncı maddesine ise “*tüketici kredisi sözleşmesi*”, kredi verenin tüketiciye faiz veya benzeri bir menfaat karşılığında ödemenin

¹⁹³ 6362 sayılı SPKn'nun “Düzenleyici işlemler” başlıklı Geçici 1 inci maddesi uyarınca, anılan Tebliğ'in SPKn'na aykırı olmayan hükümleri halen yürürlüktedir.

¹⁹⁴ Öte yandan, Tebliğ Taslağının 15 inci, maddesinde de aynı tanıma yer verilmiştir. Tebliğ Taslağı için bkz. (<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=458&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf&submenuheader=null>, Son erişim tarihi 31.8.2014).

ertelenmesi, ödünç veya benzeri finansman şekilleri aracılığıyla kredi verdiği veya kredi vermeyi taahhüt ettiği sözleşme olarak tanımlanmıştır¹⁹⁵. Tüketici kredilerine ilişkin TKHK'da sözleşme öncesi bilgilendirme, tüketicinin sözleşmeden cayma hakkı, faiz oranlarının sabit belirlenmesine ilişkin düzenlemeler ile tüketicinin korunması sağlanmıştır. Bu çerçevede, TKHK'nun 23 üncü maddesi uyarınca kredi verenin ve varsa kredi aracısının, tüketiciye, teklif ettikleri kredi sözleşmesinin koşullarını içeren sözleşme öncesi bilgi formunu, sözleşmenin kurulmasından makul bir süre önce vermesinin zorunlu olduğu hükme bağlanmış olup, bu sürenin ne olacağına ilişkin Kanun'da düzenleme bulunmamaktadır. Söz konusu hükmün, kredili sermaye piyasası alımı için çerçeve sözleşme imzalanmasından önce de uygulanması gerekeceği söylenebilecektir. Öte yandan, TKHK'nun 24 üncü maddesinde tüketicinin on dört gün içerisinde herhangi bir gerekçe göstermeksizin tüketici kredisi sözleşmesinden cayabileceği ve hatta tüketicinin krediden faydalandığı hâllerde, tüketicinin, anaparayı ve kredinin kullanıldığı tarihten anaparanın geri ödendiği tarihe kadar olan sürede tahakkuk eden faizi en geç cayma bildirimini kredi verene göndermesinden sonra otuz gün içinde geri ödeyebileceği düzenlenmiştir¹⁹⁶.

Görüldüğü üzere, TKHK'nun tüketici kredisine ilişkin düzenlemeleri, kredili sermaye piyasası aracı alımına ilişkin müşteriler ile yatırım kuruluşları arasındaki sözleşmesel ilişkide uygulama alanı bulabilecektir¹⁹⁷. Anılan hükümlerin, sermaye piyasası mevzuatında kredili işlemler için düzenlenmiş olanın üzerinde bir koruma içerdiği, gerek sözleşme öncesi bilgilendirme gerekse sözleşmeden cayma haklarıyla müşterinin yatırım kuruluşu karşısındaki durumunun güçlendirildiği açıktır. Bununla birlikte, kredili olarak sermaye piyasası işlemi gerçekleştirildikten sonra müşterinin sözleşmeden cayma hakkını kullanılması halinde bazı sakıncaların gündeme gelebileceği düşünülmektedir. Nitekim, kredili işlemler neticesinde müşteri tarafından sermaye piyasası aracı alınmasına rağmen, daha sonra müşteri tarafından bu sözleşmeden cayılması halinde, yatırım kuruluşu ile müşteri arasındaki ilişkinin tasfiyesi sorunu gündeme gelecektir. Özellikle yüksek tutardaki işlemlerin olması ya da birçok müşterinin bu hakkı aynı zamanda kullanmak istemesi halinde, yatırım kuruluşu açısından belirsiz ve riskli bir durumun meydana gelmesi olasıdır. Gerçekten de, özellikle TKHK'nun 24/2 hükmü uyarınca tüketicinin otuz gün içerisinde iadeyi gerçekleştirebileceğinin hükme bağlanmış olması karşısında, yüksek tutarlı işlemler yönünden yatırım kuruluşlarının mali durumları açısından bir takım olumsuzluklar yaşanabilecektir. Diğer yandan, kredili olarak gerçekleştirilen işlemlerin büyüklüğüne bağlı olarak, sözleşmeden cayılmasının piyasa üzerinde de olumsuz etkilere neden olabilmesi mümkün görünmektedir. Bu kapsamda, yatırım kuruluşu ile müşteri arasındaki ilişkinin tasfiye edilmesinin, kredili işleme konu olan sermaye piyasası aracı bakımından da istenmeyen etkilerinin olabileceği ve cayma hakkının kötüye kullanılarak, piyasa bozucu amaçlarla kullanılabilmesinin de göz önünde bulundurulması gerektiği söylenebilecektir.

¹⁹⁵ Tüketici kredisine ilişkin TKHK'da bir takım düzenlemeler yapılmış ve konuya ilişkin olarak TKHK'nun 33 üncü maddesinin son fıkrasında GTB tarafından yönetmelikle düzenleme yapılacağı hükme bağlanmıştır.

¹⁹⁶ Ayrıca, maddede böyle bir durumda tüketiciden, yalnızca hesaplanan akdî faizin ve varsa bir kamu kurum veya kuruluşuna veya üçüncü kişilere ödenmiş olan masrafların talep edilebileceği ve bunların dışında herhangi bir bedelin, ceza şartın talep edilemeyeceği düzenlenmiştir.

¹⁹⁷ Yabancı literatürde, yatırımcının riskli, kar amaçlı ve spekülâtif işlemlerinin finanse edilmesi durumunun tüketici kredisine kapsamına girmeyeceği, tüketici kredisinin tüketicinin günlük hayat için ihtiyaç duyduğu varlıkların finanse edilmesi halinde ortaya çıkacağı ve tüketicinin yalnızca bu durumda tüketici kredileri için getirilmiş olan yüksek korumalardan yararlanabileceği belirtilmektedir (ASSMANN/SCHÜTZE, Rdn. 6; benzer hususta WAGNER, s.653, 655).

d) Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmelere İlişkin Olarak

TKHK'nun 48 inci maddesinde mesafeli sözleşmelere ilişkin yapılan genel düzenlemenin ardından, 49 uncu maddesinde, finansal hizmetlere ilişkin mesafeli sözleşmeler hakkında ayrıca düzenleme yapılmıştır. Anılan maddede, finansal hizmetler “*her türlü banka hizmeti, kredi, sigorta, bireysel emeklilik, yatırım ve ödeme ile ilgili hizmetler*” olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede, yatırım hizmetlerinin finansal hizmetler arasında yer aldığı açıktır. Finansal hizmetlere ilişkin mesafeli sözleşme ise, TKHK'nun 48 inci maddesi uyarınca “*finansal hizmetlerin uzaktan pazarlanmasına yönelik olarak oluşturulmuş bir sistem çerçevesinde, sağlayıcı ile tüketici arasında uzaktan iletişim araçlarının kullanılması suretiyle kurulan sözleşme*” olup, sözleşme tarafları hazır bulunmaksızın, internet ya da telefon gibi yollarla yatırım hizmeti sözleşmesinin kurulması hallerinde ortada finansal hizmetlere ilişkin mesafeli sözleşmenin olduğundan bahsedilebilecektir. TKHK'da finansal hizmetlere ilişkin mesafeli sözleşmeler bakımından, sözleşmenin yazılı olarak (kalıcı veri saklayıcısı aracılığıyla) tüketiciye iletilmesi, tüketicinin sözleşme süresi boyunca sözleşmeden yazılı bir nüsha (kağıt üzerinde) verilmesini isteme gibi hakları yanında, tüketicinin on dört gün içinde herhangi bir gerekçe göstermeksizin ve cezai şart ödemeksizin cayma hakkına sahip olduğu düzenlenmiştir. Bununla birlikte, TKHK'nun 49/7 hükmü ile kapsam dışı sözleşmeler ve cayma hakkının da yer aldığı bir takım hususlar hakkında yönetmelik çıkartılacağı belirtilmiş olup, bu kapsamda Bakanlık tarafından Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği Taslağı (Taslak) çıkartılmıştır.

Taslak'ta temel olarak tüketicinin sözleşme öncesi bilgilendirilmesine ve sözleşmenin kurulması halinde sözleşmeden caymasına ilişkin detaylı düzenlemelere yer verilmiştir. Hemen belirtelim ki, yatırım hizmetlerine ilişkin sözleşmesel ilişkiye girilmesinden önce müşteriye sağlanacak bilgilere ilişkin olarak Kurulumuzun Yatırım Hizmetleri Tebliği ile Yatırım Kuruluşları Tebliği'nde detaylı ve yatırım hizmetlerinin türleri de dikkate alınarak özel belirlemeler yapılmıştır¹⁹⁸. Bu nedenle, yatırım kuruluşlarının müşterileri bilgilendirmek amacıyla açıklamak zorunda olduğu ve çalışmamızın I. Bölümünde değinmeye çalıştığımız hususlar arasında yer almayan hususlar bakımından Taslak uygulanabilecektir. Nitekim, müşterilerin yatırım hizmetlerine ilişkin bilgilendirilmesi hususunda yatırım hizmetlerinin tür ve özelliklerine göre ayrı ayrı yapılan düzenlemeler, bu alanda “özel düzenleme” olarak kabul edilecek olup, yalnızca özel düzenlemede yer almayan hususlar nedeniyle genel düzenleme niteliğinde olan Taslak hükümleri uygulanabilecektir.

Diğer yandan, Taslak ile tüketicilerin finansal hizmetlere ilişkin mesafeli sözleşmeden caymalarına ilişkin TKHK'nun 49 uncu maddesinde yer alan düzenlemeyi detaylandıran ve bazı istisnalar öngören bir düzenleme yapılmıştır. Bu kapsamda, her ne kadar yatırım hizmetlerine ilişkin mesafeli sözleşmeler TKHK ve Taslak düzenlemelerine tabiyse de, Taslak'ta yatırım hizmetleri kapsamında yer alan bir takım hususlarda cayma hakkının kullanılmasına istisna getirilmiştir. Buna göre, Taslağın 12 nci maddesi uyarınca, maddede sayılanlarla sınırlı olmamak üzere, bedeli finansal piyasadaki dalgalanmalara bağlı olarak, sağlayıcının kontrolü dışında değişen ve bu değişimin cayma hakkı süresi içinde gerçekleşebildiği finansal hizmetlere ilişkin sözleşmelerde tüketicinin cayma hakkı bulunmamaktadır. Söz konusu maddede sayılan ve yatırım hizmetleri kapsamında müşteriye sunulan hizmetler arasında yer alanlar şunlardır;

¹⁹⁸ Bu noktada belirtelim ki, Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 26 ncı maddesinde yatırım kuruluşlarının müşterileriyle işlem yapmaya başlamadan önce, sunulacak faaliyet ve hizmete ilişkin yazılı bir çerçeve sözleşme imzalama yükümlülükleri düzenlenmiştir. Benzer şekilde, farklı hizmetlere ilişkin olarak da Yatırım Hizmetleri Tebliği'nde yazılı sözleşme imzalama zorunluluğu düzenlenmektedir.

“ ...

3) Devredilebilir menkul kıymetler,

4) Yatırım ortaklığı payları,

5) Finansal varlıklara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ve eşdeğer nakdi uzlaşmaya dayalı finansal araçlar,

6) Vadeli faiz oranı anlaşmaları,

7) Faiz, döviz ve hisse senedi swapları,

8) Özellikle döviz ve faiz opsiyonları olmak üzere opsiyon işlemleri ve eşdeğer nakdi uzlaşmaya dayalı finansal araçlar.”

Taslağın 12 nci maddesinde belirlenen cayma hakkına ilişkin istisna öngören düzenleme nedeniyle, müşterilerin yatırım kuruluşları ile girdikleri mesafeli sözleşmelerden cayma hakkı bulunmayacaktır. Bununla birlikte, SPKn’da ve ilgili mevzuatta düzenlenen sermaye piyasası araçlarının sınırlı sayıda olmaması ve mevcut sermaye piyasası araçlarının tümünün Taslak’ta sayılmamış olması nedeniyle, cayma hakkının bazı mesafeli yatırım hizmeti sözleşmeleri bakımından uygulanabileceği anlaşılmaktadır.

e) Uyuşmazlıkların Giderilmesine İlişkin Olarak

Tüketici hakem heyeti ile tüketici mahkemeleri, tüketicilerin korunmasını öngören düzenlemelerin gereği gibi uygulanmasını ve aykırılıkların mahkemeler kanalıyla giderilerek, tüketicinin mal ya da hizmet sağlayana karşı korunmasını teminat altına alan en önemli düzenlemedir. Nitekim, gerek 4077 sayılı TKHK zamanında gerekse mevcut TKHK hükümleri uyarınca, tüketici işlemlerinde küçük tutarlı işlemler bakımından tüketicilerin yargılamaya göre daha hızlı ve etkin işleyen hakem heyetine başvurma imkanları, daha yüksek tutarlı tüketici işlemleri yönünden “tüketici mahkemeleri”nin görevli olması ve tüketicilerin bu mahkemelerde dava açarken harçtan muaf olmaları ile yargılamanın 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu (HMK)’nun basit yargılama usulü hükümlerine göre yapılmasına ilişkin düzenlemeler ile, tüketicinin tüketici hukuku ile kendisine sağlanan korumalardan en etkin ve hızlı şekilde yararlanması ve yargılama faaliyetinin içerdiği bazı külfetlerin (harçtan muaf olarak dava açma, tüketicinin ikamet ettiği yerde davanın açılabilmesi gibi) tüketiciler hakkında gündeme gelmemesi sağlanmaktadır.

TKHK’nun uyuşmazlıkların çözümlenmesine ilişkin düzenlemesinin, yalnızca anılan Kanun’da özel olarak düzenlenen tüketici işlemleri hakkında değil, “tüketici işlemi” kavramı içerisinde yer alan tüm işlemler hakkında geçerli olacağı ve tüm bu işlemler bakımından tüketici hukukunda özel olarak düzenlenen uyuşmazlık çözüm yolundan yararlanılabileceği anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, TKHK’nun 66 ncı maddesi kapsamında kurulan tüketici hakem heyetinin görevinin tüketici işlemleri ile tüketiciye yönelik uygulamalardan doğabilecek uyuşmazlıklara çözüm bulmak olduğu¹⁹⁹ ve TKHK’nun 68 inci maddesinde belirlenen üst sınırların altında kalan işlemler nedeniyle²⁰⁰ tüketicilerin herhangi bir ücret ödemeksizin hakem

¹⁹⁹ Mülga 4077 sayılı TKHK’nun 22/1 maddesinde hakem heyetlerinin “tüketiciler ile satıcılar arasında çıkan uyuşmazlıklara çözüm bulmak amacıyla” kuruldukları hükme bağlanmış olup, tüketiciler ile “sağlayıcı”lar arasındaki uyuşmazlıkların hakem heyetinin görevi kapsamında düzenlenmemiş olduğu anlaşılmaktadır. Ancak, yürürlükteki TKHK’da bu yaklaşımdan vazgeçilerek tüm tüketici işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların, TKHK’nın 68 inci maddesinde belirtilen tutarların üzerinde olmaması kaydıyla, hakem heyetleri tarafından incelenmesi benimsenmiştir.

²⁰⁰ TKHK’nun 68/1 maddesi uyarınca, “Değeri iki bin Türk Lirasının altında bulunan uyuşmazlıklarda ilçe tüketici hakem heyetlerine, üç bin Türk Lirasının altında bulunan uyuşmazlıklarda il tüketici hakem heyetlerine, büyükşehir statüsünde bulunan illerde ise iki bin Türk Lirası ile üç bin Türk Lirası arasındaki uyuşmazlıklarda il

heyetine başvurabileceği düzenlenmiştir. Öte yandan, TKHK'nun 68 inci maddesinde belirtilen 3.000 TL'lik üst sınırın üzerindeki uyuşmazlıklar bakımından tüketici mahkemelerinin görevli olduğu düzenlenmiştir. TKHK'nun 73 üncü maddesi uyarınca, “tüketici işlemleri ile tüketiciye yönelik uygulamalardan doğabilecek uyuşmazlıklara ilişkin davalarda tüketici mahkemeleri görevlidir”. Görüldüğü üzere, anılan maddede tüketici mahkemelerinin görevleri yalnızca TKHK'da düzenlenen tüketici işlemleri ile sınırlandırılmamıştır²⁰¹. Bu nedenle, “tüketici işlemi” kapsamında değerlendirilebilecek olan müşterinin yatırım kuruluşu ile arasındaki ilişkilerden doğan uyuşmazlıklar hakkında da tüketici mahkemelerinin görevli olduğunun söylenmesi mümkün görünmektedir.

Müşterilerin, yatırım kuruluşları ile arasında doğan uyuşmazlıklar nedeniyle tüketici mahkemelerinin görevli olmasının en önemli hukuki sonuçları arasında, TKHK'nun 73/2 hükmü uyarınca müşterinin/davacının, 492 sayılı Harçlar Kanunu'nda düzenlenen harçlardan muaf olarak dava açabilmesidir. Ayrıca, TKHK'nın 73/4 düzenlemesine göre, tüketici mahkemelerinde görülecek olan davalarda yargılama usulü HMK'da kısa, basit ve çabuk sonlandırılmasında özel fayda görülen işler bakımından öngörülen basit yargılama usulüne tabi olarak çözümlenecektir. Öte yandan, TKHK'da tüketici işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklar bakımından yetkili mahkeme yönünden de tüketicinin dava açmasını kolaylaştıran bir düzenleme yapılarak, tüketicinin yerleşim yerinin bulunduğu yerdeki tüketici mahkemesinde de dava açılabilmesi TKHK'nın 73/5 maddesi ile hükme bağlanmıştır²⁰².

3) Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı

637 sayılı KHK ile finansal istikrar ile ilgili olarak kurumlar arasında politikaların ve uygulamaların koordinasyonunu sağlamak üzere Kurulumuzun da aralarında bulunduğu ekonomi ile bağlantılı kamu otoritelerinin katılımıyla “Finansal İstikrar Komitesi” kurulmuş ve bu komite tarafından hazırlanan 2014-2017 "Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları"²⁰³ (Eylem Planı) 2014/10 sayılı Başbakanlık Genelgesinin ekinde 5.6.2014 tarih ve 29021 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış ve ilgili kurumların internet sitelerinde kamuya duyurulmuştur²⁰⁴. Söz konusu Eylem Planı incelendiğinde diğer hususların yanı sıra finansal tüketicinin korunmasına yönelik etkin tedbirlerin alınmasının amaçlandığı ve bu çerçevede korumaya yönelik düzenleme/denetim kapsamının iyileştirilmesi, sorumlu kuruluşların idari kapasitesinin artırılması, finansal kuruluşların faaliyetlerinde tüketici hakları açısından sorumlu davranmalarının sağlanması, finansal tüketicilere ilişkin bilgilerin güvenli kullanımına ilişkin politika ve uygulamaların iyileştirilmesi, finansal tüketicilerin finansal ürün ve hizmetlere ilişkin bilinçli tercih yapmaları, hak arama yollarını bilmelerinin sağlanması ve finansal tüketicilerin haklarının ihlaline ilişkin

tüketici hakem heyetlerine başvuru zorunludur. Bu değerlerin üzerindeki uyuşmazlıklar için tüketici hakem heyetlerine başvuru yapılamaz.”

²⁰¹ Oysa mülga 4077 sayılı TKHK'nun 23/1 maddesinde, yalnızca 4077 sayılı Kanun'un uygulaması nedeniyle doğacak uyuşmazlıkların tüketici mahkemelerinde görüleceği düzenlenmişti. Gerçekten de, anılan düzenlemeye göre; “Bu Kanunun uygulanmasıyla ilgili olarak çıkacak her türlü ihtilaflara tüketici mahkemelerinde bakılır.”

²⁰² Uyuşmazlıkların hangi yerdeki mahkemelerde çözümleneceğine ilişkin temel yetki kuralı HMK'nın 6 ncı maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre, genel yetkili mahkeme davalı gerçek veya tüzel kişinin davanın açıldığı tarihteki yerleşim yeri mahkemesidir. Ancak, örneğin HMK'nın 14/1 hükmünde, bir şubenin işlemlerinden doğan davalarda, o şubenin bulunduğu yer mahkemesinin de yetkili olacağı düzenlenmiştir. Anılan yetki kurallarına ek olarak, tüketiciler bakımından TKHK'nın 73/5 maddesi ile tüketicinin, doğrudan kendi yerleşim yerinde dava açmasına da imkanı tanınmıştır.

²⁰³ Anılan Eylem Planı'nda, üç konunun iç içe geçtiği ve ülkenin öncelikleri dikkate alınarak sadece Finansal Eğitim Eylem Planı ile Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planının hazırlandığı belirtilmiştir.

²⁰⁴ Bu doğrultuda, Eylem Planı'nın Kurul'un internet sitesinde yayımlandığı hususunda bkz. <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=1076&ext=pdf&ext=.pdf>

şikâyetlerin çözümlenmesinde etkinliğin artırılmasına yönelik olarak Kurulumuzun da aralarında bulunduğu kamu otoritelerine çeşitli görevler verilmiştir.

Eylem Planı'nda, "finansal tüketici" kavramından hareket edilerek, söz konusu kişilerin korunmasına ilişkin yaşanan sorunlar ve bu sorunların 2014-2017 dönem aralığında giderilmesine yönelik ilke, esaslar, görev paylaşımına yer verilmektedir. Eylem Planında ülkemizde, finansal tüketicinin korunmasına yönelik sorumluluk bankacılık, sermaye piyasaları, sigorta ve sigortayla bağlantılı hizmetler ve ödeme sistemleri çerçevesinde fonksiyonel bir dağılım göstermekte olduğu ve finansal tüketicinin korunmasına yönelik münhasır bir idari yapılanmanın bulunmadığı belirtilerek, finansal tüketicinin korunması konusunda yetki ve sorumluluğa sahip kuruluşlar arasında koordinasyon ve işbirliğinin geliştirilmesine, bu kuruluşlar tarafından tüketicinin korunması için ayrılan beşeri, fiziki ve mali kaynakların artırılması gerektiğinden bahisle, Eylem Planı'nda yer alan hususların hangi kuruluşlarca yerine getirileceği belirlenmiştir. Bu çerçevede, Eylem Planı ile Kurul'un "*finansal eğitim*" konusunda, "*finansal tüketicinin korunması*" konusunda ise BDDK sorumlu/koordinatör kuruluş olarak faaliyet gösterecektir.

Finansal tüketicinin korunması amacıyla Eylem Planı ile sağlanmak istenen hususlara bakıldığında, finansal tüketicinin korunmasına ilişkin düzenleme ve denetim kapsamının iyileştirilmesinin yer aldığı görülmektedir. Buna göre, Kurul'un da aralarında bulunduğu kamu kurumlarınca, ilgili alanlarda düzenlemelere ilişkin bir revizyonun yapılması öngörülmektedir. Benzer şekilde, ülkemizde tüketici şikâyetlerinin değerlendirilmesi hususunda görevli tek bir idari kuruluşun olmamasının yarattığı sakıncalar gözetilerek, finansal tüketicinin haklarının korunmasından sorumlu kuruluşların idari kapasitesinin artırılması, gerek görülmesi durumunda finansal tüketicinin korunmasından sorumlu birimlerin ihdas edilmesi hususu Eylem Planı'nda yer almaktadır. Finansal kuruluşların faaliyetlerinde tüketici hakları açısından sorumlu davranmalarının sağlanması, finansal tüketici çıkarlarının korunmasının finansal kuruluşların kurumsal yönetimi ile iç sistemlerinin birer parçası haline getirilerek, finansal kuruluşlarca tüketici şikâyetlerinin yoğunlaştığı alanlardaki stratejilerinin gözden geçirilmesinin ve istihdam politikalarının bu çerçevede geliştirilmesinin sağlanması da Eylem Planı'nda yer verilen ve yatırım hizmetleri alanında müşterilerin korunmasına doğrudan hizmet edecek olan bir ilkedir. Finansal tüketicilerin finansal ürün ve hizmetlere ilişkin bilinçli tercih yapmalarının ve hak arama yollarını bilmelerinin sağlanması ile finansal tüketicilerin haklarının ihlaline ilişkin şikâyetlerin çözümlenmesinde etkinliğin artırılması amacıyla finansal kuruluşlar bünyesinde finansal tüketicilerin şikâyet ve itirazlarının araştırılması, sonuçlandırılması, izlenmesi ile raporlanmasını sağlayacak ve finansal tüketiciler tarafından kolayca erişilebilecek sistemler kurulması, bunlara ilişkin prosedürler ve net süreler belirlenmesi, söz konusu sistemlerden sorumlu üst yöneticiler belirlenmesi ile uyuşmazlıkların çözümüne yönelik kolay erişilebilir, adil, hesap verebilir, etkin mekanizmalar oluşturulması ve son olarak Finansal Eğitim Eylem Planı kapsamında diğer hususların yanı sıra, tüketici mahkemelerinde görevli personelin finans alanında ihtisaslaşmasının sağlanması yer almaktadır.

Yukarıda yer verilen hususlardan görüleceği üzere, uluslararası düzeyde kabul gören, OECD tarafından hazırlanan "*Finansal Tüketicinin Korunmasına Yönelik Üst Düzey İlkeler*"de belirlenen ilkelerin ülkemizde uygulamaya geçirilebilmesini teminen hazırlanan Eylem Planı'nda, Kurul'un görev ve sorumluluk alanını ilgilendiren önemli konulara yer verilmiştir.

D) TKHK'nun Yatırım Hizmetleri Alımında Uygulanmasının Değerlendirilmesi

Yukarıda, TKHK'da yer alan hangi hükümlerin yatırım hizmetlerinin alınmasına ilişkin müşteri ile yatırım kuruluşu arasındaki ilişkilerde uygulanabilir olduğuna ilişkin tespitlerimize

değnilmiş olup, bu aşamada TKHK’da yer alan söz konusu düzenlemelerin sermaye piyasası mevzuatında uygulanabilirliği sorununa ilişkin değerlendirmelerimize yer verilmektedir.

1) Yatırım Hizmeti Alımında TKHK’nun Uygulanmasının Olumlu Yönlerinin Değerlendirilmesi

Çalışmamızın I. Bölümünde, yatırım hizmeti sunan yatırım kuruluşları ile yatırımcıların girdikleri hukuki ilişkilerde korunmalarına yönelik sermaye piyasası mevzuatında yer alan düzenlemeler incelenmiştir. Bununla birlikte, söz konusu düzenlemelerin müşterilerin gerçek anlamda bu ilişkilerden kaynaklanan hukuki sorunlarının giderilmesine hizmet etmekte yeterli olup olmadığının değerlendirilmesi gerekmektedir.

Yatırım hizmetlerinin sunulmasına ilişkin, MiFID dahil yabancı düzenlemelerde olduğu gibi, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında yer alan düzenlemelerin yatırımcıların/müşterilerin hak ve menfaatlerinin korunmasını sağlamak üzere sevk edildiğinden kuşku yoksa da, bu düzenlemelerin hukuki (kamusal ya da özel hukuk) nitelikleri ve bu düzenlemelerin özel hukuk uyuşmazlıklarına etkilerinin neler olduğu açık değildir²⁰⁵. Bir başka ifadeyle, anılan düzenlemelerin yalnızca gözetim ve denetime ilişkin standartlar mı getirdiği ve bu doğrultuda yalnızca Kurul’un aykırılıkları saptama ve idari yaptırım uygulama yetkisinin mi olduğu, yoksa bu düzenlemelerin aynı zamanda özel hukukta icra edilme kabiliyetinin bulunup bulunmadığı hususu tereddütlüdür. Örnekle açıklamak gerekirse, genel müşterilerin doğrudan yatırım kuruluşlarının Tebliğlerde düzenlenen iş yapış kurallarına aykırı eylem ve işlemi nedeniyle tazminat davası açıp açamayacağı, iş yapış kurallarının doğrudan ileri sürülebilmesine imkan bulunmaması halinde, genel müşterinin özel hukukta düzenlenen müesseseler çerçevesinde açacağı davalarda iddialarını ispatlamasında iş yapış kurallarından hangi açıdan faydalanılabileceği belirsizdir.

Öte yandan, konuya ilişkin yabancı düzenlemelere ve literatüre bakıldığında aynı belirsizliğin söz konusu olduğu söylenebilecektir²⁰⁶. Bu doğrultuda, MiFID’in kamu hukuku ağırlıklı düzenlemelere yer verdiği ve bu düzenlemelerin esas hedefinin yatırım kuruluşlarının eylem ve işlemlerinin anılan hükümlere uygunluğunun idari otoritelerce yapılan denetim ve incelemelerde değerlendirilmesi ve gerektiğinde aykırı hareket edenlere yaptırım uygulanmasının hedeflendiği belirtilmektedir²⁰⁷. MiFID’de yer alan kurallara aykırılık nedeniyle, müşteriler tarafından yatırım kuruluşlarına açılan davaların, doğrudan söz konusu düzenlemelere dayandırılıp dayandırılmayacağı, örneğin müşterinin söz konusu hükümlerin ihlali nedeniyle doğrudan zarar talebinde bulunup bulunamayacağı hususları uzun zamandır tartışılmaktadır²⁰⁸.

Konuya ilişkin, MiFID düzenlemelerinde de bir açıklık olmaması nedeniyle, karşılaştırmalı hukukta iş yapış kurallarının davalara dayanak oluşturup oluşturmayacağı hususu ülkeler arasında farklılık göstermektedir²⁰⁹. Örneğin, İngiltere’de, gözetim standartlarının özel hukuka doğrudan etkisinin olacağı düzenlenerek, iş yapış kurallarının da arasında yer aldığı gözetim kurallarına aykırılık nedeniyle kişilerin zarara uğradıkları iddiasıyla dava açabilecekleri düzenlenmiştir²¹⁰. Diğer yandan, İngiltere örneğinde olduğu gibi açık bir düzenlemenin bulunmadığı ülkelerde, gözetim kuralları doğrudan taleplere dayanak

²⁰⁵ Bu hususta MiFID kurallarının niteliklerinin değerlendirilmesi hakkında bkz. ÇETİN/TÖREMİŞ, s.66.

²⁰⁶ Konu hakkında bilgi için bkz. CHEREDNYNCHENKO, s.409-412.

²⁰⁷ CHEREDNYNCHENKO, s.409.

²⁰⁸ CHEREDNYNCHENKO, s.409-412.

²⁰⁹ ABD’de SEC kurallarının ihlali nedeniyle tazminat talep edilemeyeceği hususunda da belirlilik bulunmamakta olup, bu konudaki görüşler ve mahkeme kararları hakkında bkz. BLACK, s.62, 67-68, 94, 98.

²¹⁰ Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu’nun 150 inci maddesinde konuya ilişkin açık düzenleme bulunmaktadır.

oluşturmamakla birlikte, bu kuralların özel hukuk ilişkilerini dolaylı olarak etkiledikleri kabul edilmektedir²¹¹. Buna göre, örneğin Almanya²¹² ve Hollanda'da iş yapış kurallarının, özel hukuk kavramlarının, örneğin dürüstlük kuralının, özen ve sadakat borcunun içeriklerinin doldurulmasında rol oynadıkları kabul edilmektedir²¹³. Bu çerçevede, iş yapış kurallarının dolaylı olarak taleplere dayanak oluşturduğu hallerde, müşterilerin sözleşmeye aykırılık ya da haksız fiil sorumluluğuna²¹⁴ dayanarak açtıkları özel hukuk davalarından bekledikleri sonuçları elde etmelerinin zorluğu üzerinde durulmaktadır²¹⁵.

Konuya ülkemiz hukuku açısından bakıldığında da, Yatırım Kuruluşları Tebliği ve Yatırım Hizmetleri Tebliği düzenlemeleri başta olmak üzere, Kurulumuzun yatırım hizmetlerine ilişkin düzenlemelerine aykırılık nedeniyle müşterilerin doğrudan dava açabilmelerine/tazminat talep edebilmelerine dayanak teşkil edebilecek bir hükmün bulunmadığı söylenebilecektir. Bu çerçevede, yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemelerin kamu hukuku karakterlerinin ağır basması karşısında, yatırımcıların özel hukuk taleplerinde bu düzenlemeleri ileri sürerek haklarının korunmasında hukuki dayanak oluşturmadığı ileri sürülebilecektir. Ancak sermaye piyasası düzenlemelerinden beklenen faydaların sağlanabilmesi ve yatırımcının etkin şekilde korunabilmesi için düzenlemelere uyulup uyulmadığının kamu otoritesi tarafından takip edilmesinin yanında, özel hukuk kişilerinin de bu düzenlemelere uyulmaması nedeniyle hak iddia edebilmeleri önem arz etmektedir²¹⁶. Nitekim, hukuk düzenlemeleri ile getirilen standartların uygulamaya geçirilebilmesi için kamu hukuku mekanizmalarının yanı sıra özel hukuk mekanizmalarının da bir arada işleminin gerekli olduğu kabul edilmektedir²¹⁷. Bu çerçevede, yatırımcıların korunması amacıyla getirilen düzenlemeler, yatırımcıların etkin olarak korunmalarını sağlamakta yetersiz olup, düzenlemelerde yer alan yükümlülüklerle uyulmamasının özel hukuk anlamında sorumluluğa neden olacağı ve bu düzenlemelerin ihlali nedeniyle yatırımcıların doğrudan hak iddia edebilmelerine imkan tanınması gerektiği söylenebilecektir²¹⁸.

²¹¹ CHEREDNYNCHENKO, s.410.

²¹² Alman Yüksek Mahkemesi'nin, MiFID kurallarının sözleşmesel kurallar olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceği hususuna ilişkin farklı yöndeki kararları hakkındaki bilgiler için bkz. GRUNDMANN, Stefan/HOFMANN, Christian; "EC Financial Services and Contract Law- Developments 2007-2010", European Review of Contract Law (Germany) Volume 6, Issue 4, December 2010, s.482-483.

²¹³ CHEREDNYNCHENKO, s.410-411. Bu bağlamda, söz konusu düzenlemelerin özel hukuka yalnızca yansıma niteliğinde etkilerinin olduğu belirtilmektedir (BARRY, Sebastian/BRACHT, Hannes; "The Implementation of the MiFID into the WpHG", German Law Journal, 2008, Vol. 9, s.1186). Gözetim kurallarının özel hukuka etkisi hakkında Alman Yüksek Mahkemesi'nin Bond kararı olarak bilinen nispeten eski bir kararı ile yatırım hizmeti alımı için müşteri ile yatırım kuruluşu arasındaki ilişkide zımni bir "danışmanlık/bilgilendirme anlaşması"nın yapıldığı, bu nedenle yatırım kuruluşunun müşterinin niteliklerini, bilgi ve tecrübesini dikkate alarak, riskler hakkında bilgilendirmesi ve objektif bir danışmanlık hizmetinde bulunması gerektiği belirtilmiştir (BGH, 06.07.1993, XI ZR 12/93). Bu çerçevede, ancak sözleşmesel ilişkideki özen ve sadakat borcunun ihlal edildiği iddiasının mevcudiyeti halinde, yatırımcı tarafından iş yapış kurallarının ihlal edildiği öne sürülerek, bu iddiasının içeriğini doldurması yani özen ve sadakat borcunun nasıl ve ne ölçüde ihlal edildiği, yatırım kuruluşunun kusurunun ortaya konulması gibi hususlar bakımından iş yapış kurallarının yansıma etkileri olduğu ifade edilebilecektir.

²¹⁴ Günümüzde, sözleşmesel sorumluluk ile haksız fiil sorumluluğunun yatırımcıların haklarını korumakta yetersiz oldukları kabul edilmektedir (LA PORTA, Rafeal La/SILANES, Florencio Lopez-de/SHLEIFER, Andrei; "What Works in Securities Laws", National Bureau of Economic Research, 2006 (<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2006.00828.x/pdf>), s.2.

²¹⁵ CHEREDNYNCHENKO, s.412.

²¹⁶ CHEREDNYNCHENKO, s.417.

²¹⁷ MÖLLERS, s.76 vd dn. 87'deki yazarlar; CHEREDNYNCHENKO, s.418.

²¹⁸ CHEREDNYNCHENKO, s.418; ÇETİN, Investor Protection, s.15 vd. MiFID kurallarının, yatırımcıların aktif olarak haklarını kullanmalarını sağlayacak düzenlemeler içermediği, bu düzenlemelerin temel olarak piyasanın istikrarı ve etkinliğini sağlamaya yönelik düzenlemelerden oluştuğu ve yatırımcıların korunmalarının da genel olarak bu bağlamda ele alındığı, bu çerçevede bireysel yatırımcının korunmasının geri plana itildiği

Diğer yandan, yatırımcıların haklarının neler olduğunun açıklığa kavuşturulmasının gerekliliğinin yanı sıra, genel müşterilerin yatırım kuruluşlarının hukuka aykırı eylem ve işlemlerine karşı etkin şekilde korunabilmeleri için zorunlu olan bir diğer husus, yatırımcıların haklarının hukuken yerine getirilmesini temin edecek uygun ve etkin başvuru yollarının bulunmasıdır. Gerçekten de, genel müşterilerin yatırım kuruluşlarına karşı hukuki durumlarının güçlendirilebilmesi için, dava haklarını kullanabilmelerinin kolaylaştırılması ve bu yatırımcıların karşılaştıkları zorlukların giderilmesi önem arz etmektedir²¹⁹. Bu kapsamda olmak üzere, karşılaştırmalı hukukta, yatırımcıların/müşterilerin korunmasını teminen, yatırımcıların hangi durumlarda hangi hakları ileri sürebileceklerinin belirlenmesinin yanı sıra, örneğin nedensellik bağının ispatına ilişkin kolaylıklar tanınmasının, hızlı ve etkin bir uyuşmazlık çözüm prosedürünün uygulanmasının ve alternatif çözüm yollarının öngörülmesinin gerekliliği vurgulanmaktadır²²⁰. Bu çerçevede, sermaye piyasası mevzuatı incelendiğinde, müşterilerin dava haklarını güçlendiren ya da Kurul Tebliğlerinin ihlal edilmiş olmasına bağlı olarak dava açabilmelerine ya da ihlal edilen Tebliğ hükmü nedeniyle zararın doğduğuna ilişkin nedensellik bağının kurulmasına yönelik açık bir düzenleme bulunmadığı söylenebilecektir²²¹. Buna karşın, müşterilerin yatırım kuruluşlarının eylem ve işlemleri

belirtilmektedir (CHEREDNYNCHENKO, s.422-423). Öte yandan, ABD düzenlemelerinde, sermaye piyasası mevzuatının amaçların gerçekleştirilebilmesi için, yatırımcıların özel hukuk mekanizmalarıyla harekete geçebilmesinin taşıdığı önemin göz önüne alınarak düzenleme yapıldığı hususunda bkz. LA PORTA/SILANES/SHLEIFER, s.5’de adı geçen yazarlar.

²¹⁹ Nitekim, yatırımcıların korunması ve onlara tanınan haklara ilişkin ne kadar kapsamlı düzenlemeler öngörülse öngörülse, bunların hukuken icra edilememeleri halinde, hiçbir değer taşımayacakları açıktır (CHEREDNYNCHENKO, Financial Services, s.200). Öte yandan, hemen belirtelim ki, borsa emirleri bakımından uyuşmazlık çözüm prosedürü hakkında hukukumuzda düzenleme mevcuttur. Bununla birlikte, bu prosedür müşteriler ile yatırım kuruluşları arasında genel olarak borsa emirlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin olup, sınırlı bir alanda sınırlı etkide bir çözüm yolu olması, yargı yoluna alternatif bir yol olmaması nedeniyle, bu çalışma kapsamında incelenmemektedir

²²⁰ ÇETİN, Investor Protection, s.12. Bu hususta, İngiltere’de benimsenen çözüm mekanizmaları hakkında bkz, ÇETİN, s.13 dn.43, 20 vd. Yine bu kapsamda, yatırımcıların ortak menfaatleri doğrultusunda, topluluk davası açılabilmesine imkan sağlayan hükümlerin de yatırımcıların haklarının korunmasında önemli olduğu belirtilmektedir (CHEREDNYNCHENKO, s.412-413). TKHK’nun 73/6 hükmünde, “Tüketici örgütleri, ilgili kamu kurum ve kuruluşları ile Bakanlık; haksız ticari uygulamalar ve ticari reklamlara ilişkin hükümler dışında, genel olarak tüketicileri ilgilendiren ve **bu Kanuna aykırı bir durumun doğma tehlikesi olan hâllerde bunun önlenmesine veya durdurulmasına ilişkin ihtiyati tedbir kararı alınması veya hukuka aykırı durumun tespiti, önlenmesi veya durdurulması amacıyla tüketici mahkemelerinde dava açabilir**”. düzenlemesi yer almaktadır. Anılan hüküm çerçevesinde, “tüketici örgütleri”ne de, tüketici mahkemelerinde dava açma hakkı tanınmıştır. Ancak söz konusu maddede bu yetki yalnızca genel olarak tüketicileri ilgilendiren ve TKHK’na aykırı bir durumun doğma tehlikesi olan haller bakımından öngörülmüştür. Bu çerçevede, yatırım hizmetlerinin müşterileri genel olarak mağdur edecek şekilde sunulmasından kaynaklanan davaların doğrudan bu kapsama girmeyeceği, ancak aykırılıkların TKHK’na aykırı bir durumun doğmasına neden olacağı hallerde söz konusu hüküm kapsamında dava açılacağı anlaşılmaktadır. Buna karşın, topluluk davasının HMK ile kabul edilmiş olması karşısında, müşterilerin menfaatlerinin topluluk davalarıyla korunabileceği de ileri sürülebilecektir. HMK’nın 113 üncü maddesi uyarınca, dernekler ve diğer tüzel kişiler, statüleri çerçevesinde, üyelerinin veya mensuplarının yahut temsil ettikleri kesimin menfaatlerini korumak için, kendi adlarına, ilgililerin haklarının tespiti veya hukuka aykırı durumun giderilmesi yahut ilgililerin gelecekteki haklarının ihlal edilmesinin önüne geçilmesi için dava açabilmektedirler. Bu çerçevede, yatırım kuruluşlarının iş ve işlemlerinden mağduriyet yaşayan kişiler bir araya gelerek, dernek vb. bir örgütlenme içerisinde maddede belirtilen şartlar doğrultusunda dava açabileceklerdir.

²²¹ ÇETİN, yatırım kuruluşlarının düzenlemelere aykırı eylemleri nedeniyle yatırımcıların zarara uğraması halinde, bu hükümlere dayanarak dava açılabilmesine olanak tanıyan bir hükmün SPKn’a eklenmesi gerektiğini belirtmiştir (ÇETİN, s.18). Gerçekten de, iş yapış kurallarına uyulmaması nedeniyle zarara uğradığı iddiasıyla dava açan yatırımcının, ispat külfetlerini yerine getirmekte önemli zorluklarla karşılaşacağı, iş yapış kuralları ile zarar arasında nedensellik bağının oraya konulmasının özellikle yanılıcı bilgi verildiği ya da bir uyarının eksik yapıldığı hallerde bu hususun ispatının oldukça güç olduğu belirtilmektedir (CHEREDNYNCHENKO, s.413; MÖLLERS, s.77; SPLINDLER, s.328). Bununla birlikte, yatırımcının korunması anlayışını benimseyen ve gözetilen bazı mahkemelerin, iş yapış kuralları uyarınca açıklama yükümlülüklerinin gereği gibi yerine getirilmediği hallerde ilişkin davalarda, ispat yükünü tersine çeviren kararları bulunmaktadır. Örneğin, Alman Yüksek Mahkemesi

nedeniyle haklarının ihlal edildiğini ileri sürmeleri halinde, açacakları davalardaki ispat külfetlerini kısmen kolaylaştıran, bir başka ifadeyle bir takım hususlardaki ispat yükünün yatırım kuruluşuna ait olduğunu düzenleyen hükümler²²² ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında mevcut olup, bu hükümlerin genişletilmesinin yatırımcılar tarafından açılan davalardaki sürecin kolaylaştırılması bakımından önemli faydalarının olabileceği düşünülmektedir.

Yukarıdaki açıklamalarımız neticesinde, Kurul Tebliğlerinde yer alan yatırımcının/müşterilerin korunmasına yönelik düzenlemelerin, genel müşterilerin hukuki durumlarını kuvvetlendirmeye ve müşterilerin zarar taleplerine dayanak oluşturmaya elverişli olmadığı, ayrıca dava açma haklarını kullanmalarını kolaylaştırmaya yönelik herhangi bir düzenleme bulunmadığı, bu nedenle müşterilerin korunması hususunda mevcut sermaye piyasası mevzuatının yatırımcıyı etkin şekilde korumak bakımından yeterli olmadığı söylenebilecektir.

Sermaye piyasası mevzuatının, müşterilerin korunmasına ilişkin düzenlemelerinin bazı yönleri itibariyle eksik bir koruma sağlaması nedeniyle, söz konusu eksikliğin TKHK hükümlerinin sermaye piyasası mevzuatında uygulanması ile giderilip giderilemeyeceği, bu bağlamda TKHK'nun sermaye piyasası mevzuatında uygulanmasının faydalarının neler olabileceğinin incelenmesi önem arz etmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatının aksine, TKHK'da tüketicilere tanınan ve tüketiciler tarafından gerekirse dava yoluyla talep edilebilecek olan hakların neler olduğu açık ve kesin şekilde belirlenmiştir. Bir başka ifadeyle, TKHK'da, anılan Kanun'a aykırı işlemler ya da ayıplı mal ya da hizmet gibi sözleşmeye aykırılık halleri nedeniyle tüketicilerin hangi haklara sahip oldukları hususunda açık düzenlemelere yer verilmiştir. Bu çerçevede, TKHK mal/hizmet sunanlara yükümlülük getiren ve aynı zamanda bunların ihlali halinde tüketiciler tarafından kullanılacak hakları ve başvurulabilecek müesseseleri düzenleyen bir metindir.

Örneğin, yatırım hizmetleri alanında uygulama alanı bulabilecek hükümlerden olan ayıplı hizmete ilişkin düzenlemeler uyarınca, bir hizmetin ayıplı olduğunun ileri sürülmesi halinde, tüketicinin sözleşmeden cayma hakkı dahil olmak üzere, hizmet sağlayıcının hukuka aykırı işleminin olumsuz sonuçlarının ortadan kaldırılmasını sağlamaya yönelik seçimlik

yatırım kuruluşunun, yatırımcıya pazarladığı finansal ürünler nedeniyle elde ettiği komisyonları açıklama yükümlülüğünü yerine getirmediği bir olayda, zarara uğrayan yatırımcı açısından bir varsayımdan hareket ederek, yatırım danışmanının üzerine düşen açıklama yükümlülüğünü yerine getirerek yatırımcıya doğru bilgi verseydi, yatırımcının söz konusu yatırımı yapmayacağını belirterek, nedensellik bağının ispatına ilişkin yükümlülüğü ters çevirmiştir. Buna göre, açıklama yükümlülüğü yatırım danışmanına yüklendiğine göre, yatırım danışmanı üzerine düşen yükümlülüğü yerine getirseydi dahi, yatırımcının sözleşme yapma kararını yine de vereceğini ispatlaması gerekecektir. Söz konusu mahkeme kararı için bkz. BGH, 12.5.2009-XI-ZR 586/07 (<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&n=48379&pos=0&anz=1>, Son erişim tarihi 31.8.2014). Ayrıca, konu hakkında bilgi için CHEREDNYNCHENKO, *Financial Services*, s.205; *Verbraucherschutz und Finanzmarktregulierung*, s.16.

²²² Nitekim, Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin muhtelif maddelerinde, yatırım kuruluşu ile müşteri arasındaki ilişkilere dair bazı hususlarda ispat yükü yatırım kuruluşu üzerinde bırakılmıştır. Bu kapsamda, Tebliğ'in 11/3 maddesi uyarınca, yatırım kuruluşu tarafından çıkar çatışmasının önlenememesi durumunda, yatırım kuruluşunun kendisi ile müşterileri arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının içeriği ve nedenleri hakkında ilgili faaliyet veya hizmeti sunmadan önce müşteriyi bilgilendirmesi yükümlülüğünün yerine getirildiğine ilişkin ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir. Tebliğ'in 11/3 maddesi uyarınca, yatırım kuruluşu tarafından çıkar çatışmasının önlenememesi durumunda, yatırım kuruluşunun kendisi ile müşterileri arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının içeriği ve nedenleri hakkında ilgili faaliyet veya hizmeti sunmadan önce müşteriyi bilgilendirme yükümlülüğünün yerine getirildiğine ilişkin ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir. Tebliğ'in 33/2 hükmü uyarınca, uygunluk testi yapılmaksızın sunulabilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak, yatırım kuruluşunun uygunluk testi yapmakla yükümlü bulunmadığı hususunda müşteriyi bilgilendirilmesi gerekmekte olup, bu bildirimle ilişkin ispat yükünün yatırım kuruluşuna ait olduğu düzenlenmiştir.

hakları mevcuttur²²³. TKHK’da ayıplı hizmet halinde, hizmet sağlayana karşı tüketicinin hangi hakları kullanılabilirliğinin açık şekilde belirlenmiş olması, ayıplı hizmet durumunda genel müşterinin yatırım kuruluşuna karşı olan hukuki durumunu oldukça güçlendirmektedir. Nitekim, anılan hükümler olmasaydı, genel müşterinin kendisine sunulan hizmetin sözleşmede belirtilen süre içinde sunulmadığı ya da sözleşme uyarınca sahip olması gereken özellikleri taşımadığı hallerde, yalnızca TBK hükümlerine dayanarak sözleşmeye aykırılık nedeniyle dava açabilecekken, TKHK’nun düzenlemesi uyarınca yatırım hizmeti alan genel müşterinin TKHK’nun kapsamına girmesi nedeniyle, TBK’daki tazminat haklarının yanı sıra, genel müşteri TKHK’da düzenlenen seçimlik hakları da yatırım kuruluşuna karşı ileri sürülebilecektir. Öte yandan, TKHK’nun 15 inci maddesinde, bu hakların hangi süre zarfında ve nasıl kullanılacağına ilişkin usul ve esaslar hakkında da ayrıca bir belirleme yapılmıştır. Böylelikle, tüketicinin hangi hakları ne şekilde kullanabileceği, hakların kullanılmasından itibaren ne kadar süre içerisinde yatırım kuruluşunun aykırılığı gidermesi gerektiği ve maliyetlerin kim tarafından üstlenileceği hususları tereddüte yer vermeyecek şekilde düzenlenmiştir. Bu doğrultuda, genel müşterinin yatırım kuruluşu ile girdiği hukuki ilişkide, kendisine sunulan hizmetin “ayıplı” olduğunu iddia etmesi haline ilişkin olarak TKHK’da tanınan haklar çerçevesinde güçlü bir hukuki duruma kavuşturulduğu söylenilebilecektir.

TKHK’nun genel müşterilerin yatırım kuruluşlarına karşı etkin şekilde korunmasına hizmet etmeye elverişli bir başka düzenleme, TKHK’nun uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin kurallarıdır. Bu hükümlerin müşterilere getirdiği en önemli imkan, tüketici mahkemelerinde tüketicinin harçtan muaf olarak dava açılabilmesidir. Bilindiği üzere, yargılamanın zaman zaman oldukça maliyetli olması özellikle uyuşmazlığın tutarına göre ödenmesi gereken harçların yüksekliği dava açılmasını zorlaştırıcı bir etken olabilmektedir. Bu nedenle, harçtan muaf şekilde dava açılabilmesinin “genel müşteri”ler bakımından hak aramanın kolaylaştırılması anlamına geldiği açıktır²²⁴.

Son olarak, TKHK’da düzenlenen uyuşmazlıkların giderilmesine ilişkin usul kuralları da genel müşteriler tarafından dava açılmasını kolaylaştırıcı bir etkidir. Nitekim, anılan hükümler doğrultusunda müşteri, HMK’da düzenlenen genel yetki kurallarından farklı olarak kendi yerleşim yeri mahkemesinde dava açabilecek ve dava HMK’nın basit yargılama usulü hükümlerine göre çözümlenecektir. Anılan hükümler doğrultusunda genel müşterinin hem dava açmasına ilişkin maddi külfetler kaldırılmış hem de genel müşterinin kendi yerleşim yerinde dava açabilmesi ve basit yargılama usulü çerçevesinde uyuşmazlıkların en hızlı şekilde karara bağlanması noktasında TKHK’nun hükümlerinin genel müşterinin menfaatlerine hizmet edeceği düşünülmektedir. Gerçekten de, yabancı literatürde de, “finansal tüketici”nin yatırıma yönelttiği miktarların çoğu zaman yüksek olmadığı, bu nedenle hak ihlalleriyle karşılaşan yatırımcıların önemli bir kısmının dava açmanın maliyetlerini ve zorluklarını göze alamadığı için dava açmadığı belirtilmektedir²²⁵. TKHK’nun uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin tüketicilere getirdiği kolaylıkların yatırım hizmeti alan müşteriler tarafından da yararlanılması ile bir takım faydaların sağlanabileceği düşünülmektedir²²⁶.

²²³ Genel müşterilerin, tüketicilere tanınan söz konusu haklardan, ancak yatırım kuruluşu ile kurulan sözleşmenin niteliğine uygun olanlarının kullanılabilirliği düşünülmektedir.

²²⁴ Yatırımcıların dava haklarının kolaylaştırılmasının piyasa yönünden de olumlu etkilerinin olacağı ileri sürülmektedir. Buna göre, yatırımcılara tanınan dava hakları nedeniyle, piyasa aktörleri, hukuka uygun ve doğru şekilde hizmet sunmak için daha fazla özen gösterecekleri için, yatırımcıların dava haklarının kolaylaştırılması ile bizzat yatırımcının yanı sıra, piyasanın da işleyişinin düzeltilebileceği ifade edilmektedir (Verbraucherschutz und Finanzmarktregulierung, s.26).

²²⁵ CARTWRIGHT, s.16.

²²⁶ Hemen belirtelim ki, uluslararası eğilim yargılama makamlarına başvurulmasının kolaylaştırılmasını gerekli görmekle beraber, yeterli görmemektedir. Nitekim, yargı mekanizmasının niteliğinden kaynaklanan aksaklıklara karşı, kolay erişilebilir, düşük maliyetli, bağımsız, adil, hesap verilebilir, zamanında işleyen şikayet ve düzeltim

2) Yatırım Hizmetlerinin Alımında TKHK'nun Uygulanmasının Olumsuz Yönlerinin Değerlendirilmesi

Yukarıda kısaca belirtildiği üzere, sermaye piyasası mevzuatındaki bazı eksikliklerin giderilmesi bakımından TKHK'nun uygulama alanı bulabilecek bazı hükümlerinin olumlu sonuçlar sağlayabileceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, TKHK ile sermaye piyasasının, gerek amaç gerekse konu yönünde, birbirlerine uyumlu düzenlemeler olmadıkları, aralarında benzerlikler bulunmakla birlikte, önemli farklılıkların bulunduğu da gözden kaçırılmaması gerekmektedir.

Nitekim, SPKn ve buna dayanılarak çıkartılan ikincil düzenlemeler “piyasa düzenleyici” metinler niteliğinde olup, sermaye piyasası hukukunu diğer hukuk dallarından ayıran en önemli olgular arasında, sermaye piyasası mevzuatının düzenleme alanında “piyasa”nın yer alması gelmektedir. Dolayısıyla, sermaye piyasası mevzuatı yalnızca sözleşme tarafları arasındaki ilişkilerin değil, piyasanın tüm aktör ve mekanizmaları dikkate alınarak etkin düzenleme yapılabilecek bir alandır. Bu nedenle, sermaye piyasası aktörleri arasında yer alan müşteriler korunurken, piyasanın diğer aktörlerinin göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Öte yandan, müşterinin korunmasında fazla korumacı yaklaşımın, SPKn'nun 1 inci maddesi uyarınca, Kanun'un amaçları arasında yer alan piyasanın etkin, istikrarlı, rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması üzerinde olumsuz etkileri olabileceği ve aşırı korumacı bir yaklaşımın yine müşteriler üzerinde ilave maliyetler yaratmak suretiyle Kurulumuzun denetim ve gözetimi altında bulunan sermaye piyasası bakımından bazı olumsuz sonuçlara yol açabileceği düşünülmektedir. Gerçekten de, her ne kadar yatırımcıların/müşterilerin korunması sermaye piyasasında düzenleme yapılmasının temel nedeni ise de, yatırım hizmeti sunanların, ticari işlemlerinin rasyonellik ve verimlilik içerisinde sürdürülebilmesinin de sermaye piyasalarına katılımın artırılması ve piyasanın gelişimi bakımından taşıdığı önem açıktır.

Diğer yandan, yatırım hizmetlerinden faydalanan genel müşterilerin, tek tip kişilerden oluşmaması ve ilgili yatırım hizmetinden kaynaklanan farkların yanı sıra, gerçekleştirdikleri işlemlerde birbirinden farklı amaçlarla hareket eden (yüksek getiri elde etmek/tasarruf etmek gibi) kişiler olmasına karşın, bunların tamamının TKHK'da tüketici işlemleri yönünden aynı ve eşit seviyede getirilen korumalardan yararlanmalarının ne kadar adil olacağı şüphelidir²²⁷. Ayrıca, yatırım hizmetlerinin doğası gereği karmaşık yapıdaki işlemlerden oluşması gibi etkenler dikkate alındığında, tüketicinin korunmasını sağlamaya yönelik ağır hukuki sonuçlar öngören TKHK'nun hükümlerinin uygulanmasının bazı durumlarda sermaye piyasasındaki işlemlerin işleyişine, sürdürülebilirliğine, hızına ve verimliliğine uygun olmayabileceği ileri sürülebilecektir.

mekanizmalarının öngörülmesinin önemi vurgulanmaktadır. Bu kapsamda, alternatif çözüm yollarının öngörülmesi ve bu merciler tarafından uyuşmazlıkların çözümüne yönelik icrai ve bağlayıcı nitelikte kararlar alabilmesi gerektiği belirtilmektedir. Bu işlevi pek çok ülkede, finansal ombudsmanlık olarak nitelenen merciler yerine getirmektedir. Bu hususta İngiltere örneği önem teşkil etmekte olup, FSMA ile kurulan Ombudsman'ın oldukça kolay erişilebilir, etkin ve güvenilir alternatif bir uyuşmazlık çözüm mekanizması niteliğinde olduğu, ombudsmanın ayrıca bir “sensör fonksiyonu” olduğu, sıklıkla yaşanan mağduriyetler hakkında bilgi toplayarak, bunların önlenmesini sağlayacak politikaların geliştirilmesi açısından FSA gibi kurumlarla işbirliği yaptığı ve bu açıdan tüketicilerin korunmasında çok önemli bir rol üstlendiği kabul edilmektedir (Verbraucherorienterte Finanzaufsicht, s.22). Ülkemizde bu husustaki çalışmalar başlamış olmakla birlikte, henüz neticelenmemiştir. Bu bağlamda bahsedilmesi gereken en önemli ve kapsamlı düzenleme İstanbul Tahkim Merkezi Kanun Tasarısıdır.

²²⁷ Ayrıca belirtelim ki, Yatırım Kuruluşları Tebliği düzenlemeleri uyarınca profesyonel müşteriler genel olarak ticaret şirketleri olduklarından “tüketici” kapsamına girmemektedirler. Bununla birlikte, “talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşteriler”in esasen sermaye piyasasında tecrübeli ve mali imkanlar bakımından donanımlı kişiler olmasına rağmen, ticari ve mesleki amaçlarla hareket etmedikleri hallerde “tüketici” kabul edilecekleri ve tüketicilere tanınan imkanlardan yararlanabilecekleri anlaşılmaktadır. Bu durumun da, TKHK ile amaçlarının dışında ve olumsuz neticeler doğurabileceği açıktır.

Öte yandan, TKHK'nun 49 uncu maddesinde mesafeli olarak alınan finansal hizmetlere ilişkin sözleşmelerden kural olarak cayılabileceği düzenlenmiş olmakla birlikte, Taslak Yönetmelik'te ise diğer hususların yanı sıra, bu düzenlemelerin istisnaları belirlenmiştir. Söz konusu istisnalar, doğrudan 2002/65/EC sayılı Finansal Hizmetlerin Mesafeli Satışı Direktifi md.6/2'den aktarılmıştır. Söz konusu Direktifle paralellik arz eden Taslak'ta, değeri piyasada sağlayıcının etkisi dışında dalgalanabilen finansal araçlar açısından bir takım istisnai düzenlemeler yapılmış olup, “değeri finansal piyasalarda dalgalanabilen finansal araçlar” bakımından yapılan mesafeli sözleşmelerden cayılamayacaksa da, değeri finansal piyasalarda dalgalanmayan finansal araçlar bakımından sözleşmeden cayılabileceği haller gündeme gelebilecektir. Tüketicilerin mesafeli sözleşmeler nedeniyle korunmalarına ilişkin gereklilik açık olmakla birlikte, bazı finansal araçlar yönünden sunulan hizmetlere ilişkin sözleşmelerden cayma istisna tutulmuş olsa dahi yatırım hizmetlerini de kapsamına alan şekilde düzenleme yapılmasının uygun olmadığı sonucuna varılmaktadır. Nitekim, cayma hakkına ilişkin düzenlemeler, tüketici hukukunun temel koruma mekanizmalarından biri olmakla birlikte, sermaye piyasası mevzuatının özüne uygun olmayan nitelik taşımaktadır²²⁸. Gerçekten de, sermaye piyasasını ilgilendiren işlemler yönünden, cayma hakkının özel olarak düzenlendiği haller mevcut olup²²⁹, bunların sermaye piyasası işlemleri yönünden genişletilmesi mümkün olmakla birlikte, örneği kredi sözleşmesinden dönülmesi gibi genel nitelikteki düzenlemeler ile getirilen cayma haklarının yatırım kuruluşları yönünden belirsizlik yaratan hukuki ve ekonomik bir süreci içerdiği dikkate alındığında, bazı olumsuz sonuçlarının olabileceği düşünülmektedir. Öte yandan, önemle vurgulanmalıdır ki, karşılaştırmalı hukukta da eğilim müşterilerin tüketici hukukunda olduğu gibi, yatırım hizmeti alırken daha etkin şekilde korunması olmakla birlikte, söz konusu koruyucu hükümlerin doğrudan sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmesi ve her hizmetin ve/veya finansal ürünün kendine özgü niteliğine göre belirleme yapılması benimsenmektedir²³⁰.

²²⁸BUCK-HEEB, s.80.

²²⁹ Bu kapsamda, Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik'te, bireysel emeklilik sözleşmesi kurarak fonlara yatırım yapan kişinin, ilgili formların imzalanmasını müteakip altmış gün içinde cayma hakkına sahip olduğu düzenlenmiştir. Bu çerçevede, bireysel emeklilik sözleşmesi ile kural olarak uzun süreli bir hukuki ilişkiye girildiği gibi hususlar göz önüne alınarak, bu sistem çerçevesinde yatırım yapan yatırımcıya cayma hakkı tanınmış ve altmış günlük süre içerisinde tercihini gözden geçirerek, hiçbir sebep ileri sürmek zorunda olmaksızın sözleşmeden cayabileceği hükme bağlanmıştır.

²³⁰ Nitekim, örneğin Almanya'da, 2010'da yürürlüğe giren yasa değişikliği ile, WpHG'te yapılan değişikliklerle, yatırım danışmanlığı düzenlemelerinde değişikliğe gidilmiş ve WpHG'in §34/2a hükmü ile müşterilere bazı hallerde bir haftalık süre içerisinde cayma hakkı verilmiştir. Buna göre, yatırım danışmanlığı hizmetinin sunulmasının ardından ve bu danışmanlığa göre bir işlem yapılmadan önce, genel müşteriye yazılı bir protokol verilecektir. Yatırım danışmanlığı hizmetinin mesafeli olarak sunulması halinde, söz konusu protokol yatırımcıya gönderilecek olup, protokolün hatalı veya eksik olması halinde müşterinin bir haftalık süre içinde cayma hakkı olduğu düzenlenmiştir.

SONUÇ

Finansal krizin ardından, sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemeler gözden geçirilmeye başlanmış ve özellikle kriz ile gün yüzüne gelen yanlış uygulamalar ve sermaye piyasaları mevzuatındaki eksiklikler ile krizin neden olduğu olumsuz sonuçların giderilmesine yönelik düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır. Bu düzenlemelerin önemli bir kısmı, yatırımcının piyasaya olan güvenini yeniden tesis etmek ve yaşanan olumsuzlukların bir daha tekrarlanmamasını sağlayacak şekilde yatırımcının korunmasını sağlamaya yöneliktir. Düzenleyici metinler hazırlanırken, yatırımcıların daha etkin korunması gerektiği anlaşılmış ve hatta uluslararası kurum ve kuruluşlar nezdinde konu ele alınarak, yatırımcıların daha etkin korunması hususunda uzlaşmıştır. Ancak bu etkin korumanın, hangi mekanizmalarla, ne şekilde sağlanacağı, yatırımcının korunması amacıyla piyasa aktörlerinin serbestilerinin ne ölçüde sınırlandırılmasının uygun olacağı hususuyla bağlantılı olarak, sermaye piyasaları düzenlemelerinde nasıl bir yaklaşımın benimseneceği tartışılmaya başlanmıştır. Bu hususta baskın görüş, sermaye piyasasındaki düzenlemelerin temelinde yatan, klasik görüş olarak adlandırılabilir olan, kamuyu aydınlatma ve bilgi asimetrisinin giderilmesiyle yatırımcıların rasyonel kararlar vererek yatırım yapacakları düşüncesinin gerçeğe bağdaşmadığıdır. Nitekim, yatırımcıların gerekli bilgilerin kendilerine sunulması halinde dahi bir takım faktörler nedeniyle rasyonel karar veremedikleri ve yatırım kuruluşlarının olumsuz davranışları çerçevesinde ihtiyaçlarına uygun olmayan yatırım ürünleri ve hizmetleri alarak zarara uğradıkları tespit edilmiştir.

Bu tespitler çerçevesinde, yatırımcıların aslında “tüketici”lerden farklı olmadıkları, tüketicilere tanınan etkin koruma mekanizmalarından yararlandırılmalarının ve tüketicilerin korunmasında olduğu gibi daha müdahaleci bir yaklaşımla yatırım kuruluşlarının olumsuz eylem ve işlemleri karşısında korunmaları gerektiği ileri sürülmüştür. Bu doğrultuda, müşteri sıfatıyla yatırım hizmeti alan yatırımcıları da kapsayacak şekilde “finansal tüketici” kavramı kullanılmaya başlanmış ve kriz sonrası ortaya çıkan yeni düzenlemelerde, tasarımlarda ve uluslararası organizasyonlarca benimsenen ilkeler ve hazırlanan raporlarda finansal tüketicinin korunması anlayışıyla öneriler ve düzenlemeler getirilmiştir. Söz konusu metinler incelendiğinde, yatırım kuruluşlarına daha ağır yükümlülüklerin ve sorumlulukların getirilmesine, müşterinin ihtiyaçlarına uygun olmayan, riskli araçların kendilerine sunulmasının önlenmesine, yatırım kuruluşlarının olumsuz satış teknikleri ve müşteri menfaatlerinin geri planda kalmasına yol açan uygulamalarının yasaklanmasına, müşterilerin şikâyetlerinin çözümünde etkin başvuru mekanizmaları getirilmesine, alternatif uyuşmazlık çözümü uygulamaları ile müşterilerin tüketici hukukunda olduğu gibi dava haklarının güçlendirilmesine ve kolaylaştırılmasına ilişkin düzenlemeler dikkat çekmektedir.

Konuya ülkemiz düzenlemeleri bakımından bakıldığında, özellikle yeni SPKn ve bu Kanun’a dayanılarak çıkartılan ikincil düzenlemelerin yürürlüğe girmesi neticesinde yatırım hizmeti alan müşterinin korunması ve yatırım kuruluşlarına öncesine göre daha ağır yükümlülükler getirilmesi, diğer yandan yeni TKHK’nun tüketicilerin korunmasına yönelik daha kapsamlı düzenlemeler öngörmesi ve son olarak Eylem Planı çerçevesinde “finansal tüketici”nin korunmasına yönelik düzenlemelerin geliştirilmesinin önem kazanan bir konu olduğu söylenebilecektir. Bu husustaki en önemli sorun ise, TKHK ile getirilen düzenlemelerin, sermaye piyasası mevzuatı ile birlikte uygulanmasının mümkün olup olmadığı, bu kapsamda hangi hükümlerin uygulama alanı bulabileceği ve söz konusu hukuki durumun sonuçlarının neler olacağıdır. Çalışmamızın I. Bölümünde, yatırım kuruluşlarının müşterilere karşı olan yükümlülüklerine ve sermaye piyasası mevzuatının, “müşteri” ile sınırlı olmak üzere yatırımcıyı koruma amacıyla getirdiği düzenlemelere değinilmiştir. Bununla birlikte, TKHK incelendiğinde, bu Kanun ile yalnızca mal ve hizmet sağlayanlara getirilen yükümlülükler değil, aynı zamanda tüketicilerin ileri sürebilecekleri haklar ve bu hakların yerine

getirilmesinde başvurabilecekleri mekanizmalar da düzenlenerek, etkin bir koruma sisteminin yaratıldığı görülmektedir. Esasen, özellikle genel müşterilerin, yatırım hizmeti alırken karşılaştıkları risklerin, mal veya hizmet piyasasında tüketim yapan kişinin karşılaştığı risklere göre daha küçük veya önemsiz nitelikte olmadığı, bu nedenle yatırım hizmeti alan müşterinin de, bu işlemi nedeniyle mal ya da hizmet piyasasında işlem yapan diğer kişiler (tüketici) gibi korunmasının haklı sebeplere dayandığını ve gerekli olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Gerçekten de, günümüzde tüketicilerin korunmasını gerektiren pek çok neden (sözleşmenin zayıf ve ekonomik olarak güçsüz tarafı olmaları, kendilerine sunulan bilgileri değerlendirmekte ve anlamakta yetersiz olmaları, ürün çeşitliği ve satış ve pazarlama teknikleri nedeniyle rasyonel karar vermelerinin her zaman mümkün olmaması), genel müşterilerin korunması açısından da geçerlidir. Nitekim, finansal piyasalardaki ürünler ve hizmetler, normal ürün ve hizmet piyasalarındaki ürün ve hizmetlere göre oldukça karmaşık olup, bu işlemlerden doğacak sonuçların, meydana gelen risklerin sıradan/genel müşteri tarafından işlem yapılırken tam olarak anlaşılabilmesi veya değerlendirilebilmesi hemen hemen imkansızdır²³¹.

Bu nedenle, tüketici hukukunda koruyucu düzenlemelerin yapılmasını gerektiren sebeplerin, sermaye piyasası alanında da mevcut olduğu ve bu durumun daha korumacı/müdahaleci düzenleme yapılmasını gerektiren bir neden olacak değerlendirilebileceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, sermaye piyasalarında düzenleme yapılırken, piyasa aktörlerinin tamamının gözetilmesi ve düzenlemelerde ekonomik verimliliğin sağlanmasını temin edecek bir dengenin sağlanması da zorunluluk arz etmektedir. Aksi halde, sermaye piyasası mevzuatından beklenen amaçların hasıl olmayacağı açıktır. Nitekim, SPKn ve bu Kanun'a dayanılarak çıkartılan ikincil düzenlemelerle, bir yandan piyasanın güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanmasının, diğer yandan ise yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasının amaçlandığı görülmektedir. Esasında, günümüzde kabul gören anlayış, sermaye piyasası mevzuatında var olan bu iki temel kaygının, birbirlerinden farklılık arz etmediği ve ancak yatırımcıların hak ve menfaatlerinin etkin olarak korunabildiği hallerde, piyasaların adil, istikrarlı ve rekabetçi bir ortamda işleyerek gelişebileceğidir²³².

Kanaatimizce, TKHK'nun sermaye piyasası mevzuatında uygulanabilirliği sorununa da bu açıdan yaklaşılması gerekmekte olup, sermaye piyasası aktörleri ve piyasa menfaatleri ile yatırımcının korunması hususundaki denge ile bunların tamamının birbiriyle bağlantılı olduğu gözetilerek, TKHK'nun sermaye piyasası mevzuatında uygulanabilirliği sorunu hakkında bir değerlendirme yapılabilecektir.

Bu kapsamda, sermaye piyasası mevzuatında, mevcut durumda yatırım hizmetlerinden faydalanan müşterilerin yatırım kuruluşlarına karşı ileri sürebileceği hakların belirlenmesi, müşterinin yatırım kuruluşunun yükümlülüklerini ihlal etmesi halinde haksız fiil ve sözleşmesel sorumluluk hükümlerinin yanı sıra, doğrudan yatırım kuruluşunun Tebliğ düzenlemelerden kaynaklanan yükümlülüklerinin ihlali nedeniyle genel müşterinin zarar talebinde bulunabileceği bir takım hallerin belirlenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. TKHK'nda ise bu hususta düzenlemeler mevcut olup, TKHK'nun sermaye piyasası mevzuatında uygulanabilecek hükümleri arasında olan örneğin "ayıplı hizmet"e ilişkin kurallarının

²³¹ Aksi görüşteki yazarlar; sermaye piyasasında işlem yapan yatırımcının, bu işlemleri kar ve gelir amacıyla yaptığı, çoğu zaman spekülatif karakter arz eden bu işlemlerin tesadüfe ve şansa dayalı olduğu, yatırımcının/genel müşterinin tüketiciden farklı olarak bu bilinçle işlem gerçekleştirdiği ve bu nedenle tüketicilerin gereksinim duyduğu şekilde bir korumaya ihtiyaç bulunmadığını ileri sürmektedirler. Bu görüş hakkında bkz. ASSMANN/SCHÜTZE, Rdn. 7; WAGNER, s.652.

²³² Bununla birlikte, günümüzde "piyasanın işleyişi"ne ilişkin kurallar ile "tüketicilerin korunması"na ilişkin kuralların birbirinden farklı şeyler olmadıkları, bunların bir madalyonunun iki yüzü olduğu kabul edilmektedir (KEBLER/MICKLITZ, s.241).

müşterilerin haklarını belirlemek ve bu haklarını hangi usul ve esaslar çerçevesinde ne şekilde ve hangi sürede ileri sürebileceğini göstermek bakımından önem teşkil ettiği ve fayda sağlayabileceği düşünülmektedir. Diğer yandan, düzenlemeler ile getirilen kuralların hayata geçirilebilmesi yani bu düzenlemelerin uygulanabilirliğinin artırılması için, yatırımcı haklarının kullanılmasının kolaylaştırılması da büyük önem taşımaktadır. Bununla kast edilen, müşterinin tespit ettiği ihlaller ve doğan zararlarının giderilmesi amacıyla şikâyetlerini iletebilmeleri, şikâyetlerinin giderilmesi ve uyuşmazlıkların çözüm için kolay ve etkin mekanizmaların oluşturulmasıdır. Nitekim, sermaye piyasası mevzuatının amaçları arasında olan yatırımcıların korunmasının temin edilebilmesi için, düzenlemelere gereği gibi uyulup uyulmadığını Kurul tarafından takip ederek, tespit edilen ihlaller nedeniyle yaptırım uygulamasının yanı sıra, özel hukuk kişilerinin de, özel hukuktan kaynaklanan taleplerle yatırım kuruluşlarına karşı hak iddia edilebilmesi ve kamu hukukuna dayanan yaptırımlarla özel hukuka dayanan taleplerin eş zamanlı işletilebilmesinin yatırımcıların korunması açısından son derece önemli olduğu söylenebilecektir. Bu kapsamda, TKHK’da yer alan, tüketiciler bakımından dava açmayı kolaylaştıran, dava açılmasının maliyetlerini azaltan ve daha hızlı bir prosedür çerçevesinde uyuşmazlıkların giderilmesini sağlayacak olan düzenlemelerin sermaye piyasası mevzuatında uygulanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Yukarıdaki açıklamalarımız çerçevesinde TKHK’nun sermaye piyasası mevzuatında uygulanmasının, sermaye piyasası mevzuatının bir takım eksikliklerini giderme yönünden faydaları olabileceği değerlendirilmekteyse de, sermaye piyasasının aktörlerinin hak ve yükümlülüklerinin, TKHK uyarınca belirlenmesi bazı sorunları da beraberinde getirecek niteliktedir. Bu kapsamda, özellikle yatırım kuruluşlarının bilgilendirme yükümlülükleri ve hizmet ifasına ilişkin yükümlülüklerinde Kurul düzenlemelerinin yanı sıra TKHK ve buna bağlı ikincil mevzuata tabi olmalarının yaratacağı sorunlara ilişkindir. Bu durumda, düzenlemelerin çatışması halinde ve zaman zaman her iki düzenlemenin gerekliliklerini bir arada yerine getirilmesi gereken hallerin ortaya çıkabileceği, böyle bir durumda ise yatırım kuruluşları bakımından, karışık ve maliyetli bir durumun ortaya çıkması mümkün görünmektedir. Diğer yandan, TKHK ve ikincil düzenlemelere aykırılık nedeniyle, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’nın (GTB) da yatırım kuruluşlarına idari para cezası tesis etmesi gündeme gelebilecektir²³³. Ayrıca, müşteriler ile yatırım kuruluşları arasındaki uyuşmazlıkların tüketici mahkemelerinde görülmesi, kolay erişilebilir, düşük maliyetli ve hızlı bir uyuşmazlık çözümü sağlayacaksa da, tüketici mahkemeleri tarafından sermaye piyasası hukukuna özgü özellikler ve bu ilişkilere özgü menfaat dengesi gözetilmeksizin kararlar alınabileceği açık olup, bu şekilde alınacak kararların başta yatırım kuruluşları olmak üzere, dolaylı olarak diğer sermaye piyasası aktörleri üzerinde maliyet yaratarak piyasada olumsuz etkilere yol açması mümkün görünmektedir.

Zira, tüketicinin korunması ile yatırımcının korunması arasında önemli benzerlikler mevcut ise de, sermaye piyasalarının diğer mal ve hizmet piyasalarından olan farklılıkları ve kendine özgü nitelikleri dikkate alındığında, tüketicinin korunması ile yatırımcının korunması arasında mahiyet farkı olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, yatırım kuruluşlarından hizmet olarak sermaye piyasasında işlem yapan yatırımcıların da korunması gerektiği ve tüketici hukukunda düzenlenmiş olan hakların benzerlerinin yatırımcıların korunmasını teminen yatırımcılara da tanınması gerektiği hususunda kuşku olmamakla beraber, bu korumanın yatırımcılar bakımından düzenlemesinin yabancı hukuk düzenlerinde yapılmış olduğu üzere, sermaye piyasasını düzenlemek ve denetlemekle yetkili otoritenin gözetiminde, doğrudan sermaye piyasasına ilişkin bir yasal çerçeve içerisinde yapılmasının daha yerinde bir tercih olacağı söylenebilecektir. Gerçekten de, tüketici hukukunda tüketicinin korunması düşüncesi ön plandayken, sermaye piyasası düzenlemelerinde yatırımcının korunması temin

²³³ TKHK’nun 78 inci maddesi uyarınca GTB, TKHK’da öngörülen idari yaptırımları tesis etmeye yetkili olup, hangi ihlallerin idari para cezasına tabi olduğu TKHK’nun 77 nci maddesinde düzenlenmiştir.

edilirken, aynı zamanda piyasanın kendi işleyişinin dikkate alınması ve yatırımcılara getirilen korumanın piyasa katılımcıları bakımından yaratabileceği maliyetin piyasaya nasıl yansıtılacağı üzerinde durularak düzenleme yapılması gerektiği hususu gözden kaçırılmamalıdır²³⁴.

Sermaye piyasası mevzuatı ile beraber ülkemiz mevzuatında finansal tüketicinin korunması hususundaki eksiklikler (örneğin bankacılık ve sigortacılık alanlarında), bu hususta uluslararası kuruluşlarca benimsenen ilkeler dahilinde gözden geçirilerek tespit edilmiş ve Eylem Planı ile finansal tüketicinin korunmasındaki eksikliklerin giderilmesi hususunda Kurul'un da aralarında bulunduğu kamu otoriteleri görevlendirilmiştir. Kanaatimizce söz konusu Eylem Planı ve uluslararası kuruluşlarca geliştirilen öneriler ve yeni düzenleyici metinlerde yer alan hususlardan en önemlileri, müşteri şikâyetlerinin giderilmesine ilişkin mekanizmaların getirilmesi, uyuşmazlıkların çözümünde etkin yargı sistemi ve alternatif uyuşmazlık çözüm mekanizmalarına ilişkin düzenlemelerdir. Diğer yandan, Türk adalet sisteminin temel problemi olan yargı sürecinin uzun, maliyetli ve etkinlikten uzak şekilde işlemesi hususunda da çözüme ihtiyaç bulunmaktadır. Yatırım hizmeti alan müşterilerin bu hizmetlerde ortaya çıkan hukuka aykırılıklar nedeniyle tüketici mahkemelerine gidebilmesiyle yargı mercileri genel müşteriler açısından daha erişilebilir nitelik kazanmışsa da, kendine özgü özellikleri olan yatırım hizmetleri ve bu hizmetler sırasında müşteriye sunulan karışık finansal ürünler nedeniyle doğacak uyuşmazlıkların sermaye piyasalarının kurallarına, menfaat dengesine ve işleyişine uygun şekilde çözümlenebilmesi için hakimlerin bu hususlar hakkında bilgilendirilmelerine yönelik zaman ve kaynak tahsis edilmesi gerekeceği ve müşteriler ile yatırım kuruluşları arasında çıkacak uyuşmazlıkların tüketici mahkemelerinde görülmesi ile bir takım faydalar sağlanacaksa da, müşterilerin etkin şekilde korunması açısından bunlar yeterli olmayacaktır.

Finansal tüketicinin korunmasına ilişkin ülkemiz mevzuatı bakımından durumun değerlendirilmesine ilişkin olarak değinilmesi gereken bir başka husus ise, bu düzenlemelerin AB'de yapılan son değişikliklerle uyumlu olup olmadığı hususudur. Konuya ilişkin AB düzenlemeleri incelendiğinde, mevcut durumda ülkemiz düzenlemelerinin bu değişikliklerin gerisinde kaldığı söylenebilecektir.

TKHK'nun gerekçesinde, mülga 4077 sayılı TKHK'nun değişmesinin başlıca sebepleri arasında AB'nin yeni düzenlemelerine "tam uyumun" sağlanması amacının olduğu belirtilmekle birlikte²³⁵, bu amacın tam olarak gerçekleştirilememiş olduğu söylenebilecektir. Nitekim, 22.11.2011 tarihinde yayımlanan 2011/83/EU sayılı Tüketici Hakları Direktifi (Direktif)²³⁶ ile TKHK arasında önemli bazı farklılıklar göze çarpmaktadır. İnceleme alanımız ile sınırlı olarak bunlara değinmek gerekirse, öncelikle üzerinde durulması gereken husus, Direktif'in 3/2 maddesinde yer alan hükümdür. Anılan maddede, Direktif'in hükümlerinin, sektör bazlı düzenleme getiren başka bir AB düzenlemeleri ile çeliştiği takdirde, söz konusu sektör bazlı düzenlemenin uygulanacağı hükme bağlanmıştır. Buna ek olarak, Direktif'in 3/3-d maddesi uyarınca, "*finansal hizmet sözleşmeleri*" Direktif'in kapsamı dışında tutulmuştur²³⁷. Benzer şekilde, her ne kadar anılan Direktif'ten önce, AB'de finansal hizmetlerin mesafeli satışına ilişkin özel bir düzenleme mevcuttuysa da, bu yaklaşımdan vazgeçilerek, finansal hizmetlerin Direktif'in kapsamı dışında tutulmasına paralel olarak, Direktif'in 31 inci maddesiyle 2002/65/EC sayılı Direktif, 13.6.2014 tarihi itibarıyla yürürlükten kaldırılmıştır.

²³⁴ WAGNER, s.655.

²³⁵ Genel Gerekeçe, s.5.

²³⁶ Direktif'in 28 inci maddesi gereği düzenleme 13.6.2014 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

²³⁷ Nitekim, Direktif'in Giriş bölümünde, finansal hizmetlere ilişkin AB düzeyinde özel düzenlemelerin olduğu belirtilerek, Direktif'in söz konusu sözleşmelere uygulanmaması gerektiği ifade edilmiştir.

Söz konusu hükümler kapsamında TKHK incelendiğinde, TKHK'nun sektör bazlı düzenleme alanlarını, bu kapsamda olmak üzere SPKn ve buna dayalı çıkartılan ikincil mevzuatın istisna tutulmamış ve/veya sektör bazlı düzenlemelerde hüküm bulunan hallerde bu hükümlerin uygulanacağına yönelik olarak düzenleme yapılmamış olması dikkate çekicidir. Aksine, TKHK'nun "Kapsam" başlıklı 2 nci maddesinde, Kanun'un her türlü tüketici işlemini kapsadığı belirtilmiş ve 3 üncü maddesinde tüketici işlemi "her türlü sözleşme ve hukuki işlem"i kapsamına alan şekilde tanımlanmıştır. Ayrıca, finansal hizmetlerin mesafeli alınmasına ilişkin özel hüküm sevk edilmiş ve yine bu hükme dayanılarak Taslak Yönetmelik hazırlanmıştır. Dolayısıyla, TKHK'nun yaklaşımı, sektör bazlı düzenlemeleri kapsamdan hariç tutmak yönünde değildir. Nitekim, TKHK'nun 83 üncü maddesinde de, TKHK'da hüküm bulunmayan hallerde genel hükümlerin uygulanacağı düzenlenmiş ve maddenin ikinci fıkrasında "*Taraflardan birini tüketicinin oluşturduğu işlemler ile ilgili diğer kanunlarda düzenleme olması, bu işlemin tüketici işlemi sayılmasını... engellemez*" düzenlemesine yer verilmiştir. Böylelikle, TKHK'nun geniş çaplı bir düzenleme yapmayı ve "tüketici işlemi" olarak nitelendirilen tüm işlemlerin, bunlar hakkında başka Kanun ve düzenlemelerde özel hükümler olsa dahi, TKHK'nun kapsamına girmesi ve TKHK'nun 83/2 hükmü uyarınca tüketici işlemlerinden doğan uyuşmazlıklar hakkında TKHK'da düzenlenen görev ve yetkiye ilişkin kuralların uygulanması benimsenmiştir. Bu aşamada hemen belirtelim ki, MiFID II'nin düzenlemeleri yürürlüğe girmiş olmakla birlikte henüz geçiş süreci devam ettiğinden²³⁸, Kurul düzenlemelerinin bir sonraki revizyonu aşamasında bu düzenlemelerin de ülkemiz mevzuatına aktarılmasına ihtiyaç duyulup duyulmadığı hususunun değerlendirilebileceği düşünülmektedir. Özellikle MiFID II'nin çıkar çatışmalarının önlenmesine ilişkin düzenlemeleri ile yatırım danışmanlığının "bağımsız danışmanlık" niteliğinde olmasının bir takım şartlara bağlanarak, komisyon bazlı yatırım danışmanlığı modeline sınırlama getirilmesine yönelik hükümlerin bu kapsamda önem teşkil ettiği söylenebilecektir.

Son olarak, finansal tüketicinin korunması konusunda dünya çapında farklı düzenlemeler olduğu gibi, bu husustaki görev ve sorumluluk kimi zaman tek bir kamu kurumuna, kimi zaman birden fazla kamu otoritesine bırakılmıştır. Bu hususlardaki yaklaşım ne olursa olsun, uluslararası tecrübeler, finansal tüketicinin korunmasına yönelik düzenlemeler açısından en uygun yaklaşımın, gerekli düzenlemelerin finansal piyasalar, bu piyasadaki aktörler ve finansal tüketicinin korunması konularında uzmanlaşmış kuruluşlarca hazırlanması olduğuna işaret etmektedir. Bu nedenle, tüm tüketicilere yönelik genel nitelikteki düzenlemelerin, özel ve karmaşık nitelikteki finansal ürün ve hizmetler açısından beklenen sonuçları vermeyeceği, bu durumun zaman zaman aşırı korumaya, zaman zaman ise düzenleme boşluklarının ortaya çıkmasına ve adaletsiz sonuçlara yol açabileceği, düzenlemelerin gözden geçirilerek finansal tüketicinin korunmasına yönelik açık prensiplerin doğrudan sermaye piyasası mevzuatında öngörülmesinin en doğru yaklaşım olduğu sonucuna varılmaktadır.

²³⁸ MiFID II ve MiFIR düzenlemelerinin 3.1.2017 tarihinde uygulanmaya başlanacağı öngörülmektedir.

KAYNAKÇA

ASSMANN, Heinz D./SCHÜTZE, Rolf A; Handbuch des Kapitalanlagerechts, München 2007.

ATAMER, Yeşim; “Tüketici Hukukunun Gelişimi: Dünyü, Bugünü ve Yarını”, Tüketicinin Korunması Semineri (2-4 Kasım 2006) Ankara 2007.

BARRY, Sebastian/BRACHT, Hannes; “The Implementation of the MiFID into the WpHG”, German Law Journal, 2008, Vol. 9, s.1177-1188.

BLACK, Barbara; “How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, 2010, University of Cincinnati Public Law Research Paper, No.10-24, s.59-106. (<http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1372&context=jbl>, Son erişim tarihi 31.8.2014)

BUCK-HEEB, Petra; “Vom Kapitalanleger- zum Verbraucherschutz – Befund und Auswirkungen auf das Recht der Anlageberatung”, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, 176, 2012, s.66-95.

BURKE, John J.A; “Re-Examining Investor Protection in Europe and the US” EILF Journal of Law & Economics, Vol. 1, 2009, s.1-37.

CAHN, Andreas/MÜCHLER, Henny; “Produktinterventionen nach MiFID II und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen”, BKR 2013, s.45-55.

CARTWRIGHT, Peter; “Putting the Law in Context”, Consumer Protection in Financial Services, London 1999, s.3-17.

CHEREDNYNCHENKO, Olha O; “Fundamental Rights, European Private Law, and Financial Services” Constitutionalization of European Private Law, Oxford, 2014, s.170-209. (Financial Services)

CHEREDNYNCHENKO, Olha O; “The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?” Journal of Consumer Policy, 2010, 33 (4), s. 403-424.

ÇAKIN, Tuğba; Yatırımcıların Korunması Kapsamında Aracılık Faaliyetlerinde İş Yapış Kurallarına İlişkin Yurtdışı Düzenleme ve Türkiye İçin Öneriler, Kurul Yeterlilik Etüdü, Ankara 2010.

ÇETİN, Nusret/ TÖREMİŞ, Ebru H.; “AB Finansal Araç Piyasaları Yönergesi ve Yönergenin Yatırımcı-Yatırım Şirketi Arasında İlişkiye Etkileri”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XIV, Y.2010, S.2, s.45-70.

ÇETİN, Nusret; “Investor Protection as the Objective of Securities Regulation: Goal v. Instruments”, 2010 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2226778, Son erişim tarihi 31.8.2014).

ÇETİN, Nusret; “Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XV, Y.2011, S.1, 1-23.

DAVIS, Phil; “Protecting investors proves tricky”, 20.5.2011 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6c72f824-5194-11e0-888e-00144feab49a.html>, Son erişim tarihi 24.8.2014).

FAURE, Michael G/LUTH, Hanneke A; “*Behavioral Economics in Unfair Contract Terms Cautions and Considerations*”, Journal of Consumer Policy, 2012, s.227-358.

G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection (*Finansal Tüketicinin Korunmasına Yönelik Üst Düzey İlkeler*) 2011 (<http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/48892010.pdf>).

GRUNDMANN, Stefan/HOFMANN, Christian; “*EC Financial Services and Contract Law – Developments 2007–2010*”, European Review of Contract Law, 2010, Volume 6, Issue 4, s. 467–484.

GUNDERMANN, Peter; “*Zu den Anforderungen der Bankberatung bei strukturierten Finanzprodukten*”, BKR, 10/2013 s.406-413.

HAZEN L. Thomas; The Law of Securities Regulation, 2002.

INDERST, Roman/OTTAVIANI, Marco; “*Financial Advice*”, Journal of Economic Literature 2012, 50:2, s.494-511.

JUHNKE, Adrian/SEITZ, Jochen/SEIBOLD, Sven; “*PIBs, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs-Initiative*”, BKR 2013, 1, s.1-8.

KEBLER, Jürgen/MICKLITZ, Hans-W; Darstellung der Arbeitsweise von Finanz aufsichtsbehörden in ausgewählten Ländern und deren Verbraucherorientierung, 2009 (http://www.vzbv.de/mediapics/studie_finanzaufsicht_vergleich_eu_kessler_micklitz_okt_2009.pdf, Son erişim tarihi 25.8.2014).

KLÖHN, Lars; “*Preventing Excessive Retail Investor Trading under MiFID: A Behavioural Law & Economics Perspective*”, European Business Organization Law Review, 10, 2009, s.437-454.

LA PORTA, Rafeal La/SILANES, Florencio Lopez-de/SHLEIFER, Andrei; “*What Works in Securities Laws*”, National Bureau of Economic Research, 2006 (<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2006.00828.x/pdf>).

LUMPKIN, Stephen; “*Consumer Protection and Financial Innovation: A Few Basic Propositions*”, OECD Journal of Financial Market Trends, Vol.2919, S.1, s.1-23.

MICKLITZ, Hans/DAUSES, Manfred; EU Wirtschaftsrecht, 2014.

MOLONEY, Niamh; “*The Investor Model Underlying the EU’s Investor Protection Regime: Consumers or Investors*”, European Business Organization Law Review, 13, 169-193.

MÖLLERS, Thomas M. J; “*Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook*”, North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, Vol. 36, 2010/11, s.58-85.

OELKERS, Janine/WENDT, Domenik H .; “*Höchstrichterliche Rechtsprechung zur Vermittlung von Bank- und Versicherungsprodukten - zur Zurechnung bei selbständigen Vermittlern*”, BKR 2014, s. 89-97.

PRIDGEN, Dee; “*Sea Changes in Consumer Financial Protection: Stronger Agency and Stronger Laws*”, Wyoming Law Review, Vol. 13/2, 2013, s.405-437.

SCHONBERG, Rebecca; “*Introducing “Abusive”: A New and Improved Standard for Consumer Protection*”, California Law Review, Vol.10, 2013, s.1401-1443.

SPLINDLER, Gerald; “*Behavioral Finance and Investor Protection Regulation*”, Journal of Consumer Policy, 2011, 34, s.315-336.

The World Bank, Good Practices for Consumer Financial Protection (*Tüketicinin Korumasında İyi Uygulamalar*) 2012, (http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Good_Practices_for_Financial_CP.pdf, Son erişim tarihi 24.8.2014).

WAGNER, Klaus R; “*Sind Kapitalanleger Verbraucher? Zum Verhältnis von Kapitalanlagerecht und Verbraucherrecht*”, BKR 2003, s.649- 656.

ZEVKLİLER, Aydın/AYDOĞDU, Murat; *Tüketicinin Korunması Hukuku*, Ankara 2004.

Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioral Economics Perspective, Final Report, 2010 (http://ec.europa.eu/consumers/archive/strategy/docs/final_report_en.pdf, Son erişim tarihi 31.8.2014).

Verbraucherorientierte Finanzaufsicht, Institut für Verbraucherpolitik, 2010 (http://www.vzbv.de/cps/rde/xbcr/vzbv/studie_finanzenmarktaufsicht_25_05_2010.pdf, Son erişim tarihi 24.8.2014).

Verbraucherschutz und Finanzmarktregulierung, Verbraucherzentrale Bundesverband, 2010 (http://www.vzbv.de/mediapics/verbraucherschutz_finanzenmarkt_regulierung_broschuere_2010.pdf, Son erişim tarihi 24.8.2014).

Yararlanılan İnternet Siteleri

<http://www.fsa.gov.uk/>

<http://ssrn.com/en/>

<https://dejure.org/>

<http://www.bundesgerichtshof.de>