



**T.C.
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**SERMAYE PİYASASINDA MANİPÜLASYON,
CEZAI ve HUKUKİ SONUÇLARI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HALİL İBRAHİM KÜTÜK

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. METİN TOPÇUOĞLU**

ISPARTA, 2010

T.C
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ SAVUNMASI ve SÖZLÜ SINAV TUTANAĞI

Gönderen : .../.../... EABD Başkanlığı

Gönderilen : Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Enstitü Anabilim Dalımız **YÜKSEK LİSANS** / ~~DOKTORA~~ Programı öğrencisi
.../.../... tez çalışmalarını sonuçlandırmış ve
kurulan jüri önünde tezini savunmuştur. Sınav tutanağı aşağıdadır.
Tez Adı Değişikliği **YAPILDI / YAPILMADI**

08.06.2010
Tarih

Prof. Dr. Durmuş ACAR
Enstitü Anabilim Dalı Başkanı

SINAV TUTANAĞI:

Jürimiz Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 25./39. maddesi uyarınca 08.06.2010 Salı
günü saat 14.00 'de toplanmış ve yukarıda adı geçen öğrencinin Sınavı Piyasasında
Maripulas yon. Cezai ve Hukuki Soru Sözlüğü
konulu tezini incelemiş ve yapılan sözlü sınav sonunda **OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞU** ile aşağıdaki kararı
almıştır.

☒ KABUL

☐ RED

☐ DÜZELTME

Tez Sınavı Jürisi	Ünvanı, Adı Soyadı	İmza
Başkan	Doç. Dr. Hayrettin usul	
Üye	Doç. Dr. Metin TAYGÖZÜ	
Üye	Yrd. Doç. Dr. M. Fahrettin ÖZKAR	
Üye		
Üye		

Yukarıda adı geçen öğrenci Sınav Tutanağı'nda belirtildiği üzere mezun olmaya **HAK KAZANMIŞTIR / KAZANMAMIŞTIR.**
Gereğini rica ederim.

ENSTİTÜ YÖNETİM KURULU KARARI :

Tarih:

Karar No:

Enstitü Müdürü

MADDE-25 Tez Sınavının tamamlanmasından sonra Jüri tez hakkında salt çoğunlukla "KABUL", "RED", veya "DÜZELTME" kararı verir. Bu karar, Enstitü Anabilim Dalı Başkanlığınca tez sınavını izleyen üç gün içinde ilgili Enstitüye tutanakla bildirilir. Tezi reddedilen öğrencinin Enstitü ile ilişkisi kesilir. Tezi hakkında düzeltme kararı verilen öğrenci en geç üç ay içinde gereğini yaparak tezini aynı jüri önünde yeniden savunur. Bu savunma sonunda da tezi kabul edilmeyen öğrencinin Enstitü ile ilişkisi kesilir. Düzeltme alan öğrenci bir sonraki dönemde kayıt yaptırmak zorundadır.

Madde-39 Tez Sınavının tamamlanmasından sonra Jüri tez hakkında salt çoğunlukla "KABUL", "RET" veya "DÜZELTME" kararı verir. Bu karar, Anabilim Dalı Başkanlığınca tez sınavını izleyen üç gün içinde ilgili Enstitüye tutanakla bildirilir. Tezi reddedilen öğrencinin Yüksek Öğretim Kurumu ile ilişkisi kesilir. Tezi hakkında düzeltme kararı verilen öğrenci en geç altı ay içinde gereğini yaparak tezini aynı jüri önünde yeniden savunur. Bu savunma sonunda da tez kabul edilmeyen öğrencinin Enstitü ile ilişkisi kesilir.

ÖZET

SERMAYE PİYASALARINDA MANİPÜLASYON, CEZAI ve HUKUKİ SONUÇLARI Halil İbrahim KÜTÜK

Süleyman Demirel Üniversitesi, İşletme (Ticaret Hukuku) Ana Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi, 179 sayfa, Mayıs 2010

Danışman: Doç. Dr. Metin TOPÇUOĞLU

Bu çalışmanın amacı, manipülasyon suçları hakkında yatırımcıların ve hukuk uygulayıcılarının bilgilendirilmesini sağlayarak etkili bir ceza ve tazminat sisteminin oluşturulmasına hizmet etmektir. Çalışmanın temel çıkış noktası, sermaye piyasasının, yatırımcılar kadar, haksız kazanç sağlamak isteyen manipülatörlerin de artan ilgisine hedef olması nedeniyle bu yapay unsurlardan korunması ihtiyacının her geçen gün daha da artmasıdır.

Çalışmada öncelikli olarak, sermaye piyasasının tarihsel gelişimi ve temel kavramları hakkında ön bilgilendirme yapılmıştır. Daha sonra, manipülasyon suçunun unsurları ve çeşitleri irdelenerek, suçun sınırları çizilmeye çalışılmış, cezai ve hukuki sonuçları açıklanmıştır. Çalışmada varılan sonuçlar aşağıdaki gibidir.

İlk olarak, manipülasyon suçları ile mücadele, sadece sermaye piyasasını denetim ve gözetim görevi olan kuruluşlara bırakılarak gerçekleştirilemez. Bu suçların önlenmesinde, etkili, uygulanabilir bir ceza ve tazminat sisteminin hayata geçirilmesinde zorunluluk vardır.

İkinci olarak, manipülasyon suçlarının en çok işlendiği piyasalar, kamuyu aydınlatma ilkesinin tam olarak işlerlik kazanmadığı piyasalardır. Bu nedenle, kamunun aydınlatılmasının önündeki engeller kaldırılmalı, sermaye piyasasındaki fiyatların, tam, zamanında ve gerçek bilgilere dayalı olarak oluşması sağlanmalıdır.

Üçüncü olarak, kanunilik ilkesi gereğince, manipülasyon suçları ile ilgili faildeki suç kastını ortaya koyan objektif işlem kriterlerinin ve suçun unsurlarının yapılacak yasal düzenlemelerle ortaya konması gereklidir.

Dördüncü olarak, manipülasyon riskinin azaltılması için, sermaye piyasası araçlarının geniş kitleye yayılmasının sağlanmasına, belli yatırımcılar elinde toplanmasının engellenmesine ve piyasada derinliğin oluşturulmasına yönelik tedbirlerin alınması zorunludur. Bu bağlamda, dağınık vaziyetteki mevzuatın bir araya getirilerek yeni bir Yasanın hayata geçirilmesi gereklidir.

Son olarak, sermaye piyasası suçları ile, bu suçlardan kaynaklanan hukuk davalarına bakacak özel ihtisas mahkemelerinin kurularak, yargılamada zaman kaybının önüne geçilmesi ve uygulamada birliğin sağlanması gerekmektedir.

ANAHTAR KELİMELE: *Sermaye Piyasası, Manipülasyon, Finansal Bilgi, Fiyat, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Haksız Fiil, Tazminat.*

ABSTRACT**MANIPULATION IN THE CAPITAL MARKET, ITS PENAL AND LEGAL OUTCOMES****Halil İbrahim KÜTÜK**

Süleyman Demirel University, Department of Business
Administration (Commercial Law)
Post Graduate Thesis, 179 pages, May 2010

Advisor: Assoc. Prof. Metin TOPÇUOĞLU

The objective of this study is to serve for the ends of building an effective penalty and compensation system informing investors and legislation officers of the manipulation crimes. The growing need to preserve the capital market from some artificial factors has drawn inspiration for this study since the capital market has become the target of the investors as well as of the manipulators expecting to acquire unlawful profits.

Pre-information on the historical development and basic concepts of the capital market has primarily been cited in this study. Thereafter, the borders of the manipulation have been tried to mark off highlighting the components and types of the crime of manipulation and its penal and legal outcomes have been revealed. The study conclusions are as follows:

First, the struggle with manipulation crimes can't be realized as long as they are confined to the institutions merely in charge of supervision of the capital market. It is mandatory to accomplish a practicable penalty and compensation system so as to prevent these crimes.

Second, the markets with high crime rates are the ones where the principle of public information does not entirely get functional. Thus, the barriers to public information are to be removed while the prices in the capital market should be ensured to evolve accurately, at the right time and based on true data.

Third, objective treatment criteria asserting the criminal intent of the actor and the factors of the crime regarding manipulation crimes are to be implemented through legal regulations in accordance with the principle of legality.

Fourth, it is essential to spread the capital market means to large masses and to prevent the accumulation of these means in certain investors as well as to take necessary measures to set the depth in the market to alleviate the risk of manipulation. Within this context, a new Law is to be accomplished bringing the incomplete legislation together.

Finally, it is also essential to avert the loss of time and to ensure the uniformity in practice establishing specialization courts which will examine the capital market crimes and the cases stemming from these crimes.

KEY WORDS: *Capital Market, Manipulation, Financial Data, Price, The Principle Of Illuminating The Public, Act Of Injustice, Indemnity.*

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR DİZİNİ	vii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNUN TEMEL KAVRAMLARI	5
1.1. SERMAYE PİYASASI KAVRAMI	5
1.1.1. Birinci El Piyasa	7
1.1.2. İkinci El Piyasa	8
1.2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI	10
1.2.1. Menkul Kıymetler	10
1.2.2. Diğer Sermaye Piyasası Araçları	12
1.3. İHRAÇ	13
1.4. HALKA ARZ VE SATIŞ	14
1.5. KAYITLI SERMAYE, BAŞLANGIÇ SERMAYESİ, ÇIKARILMIŞ SERMAYE	16
1.6. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIK (HAAO)	16
1.7. ARACI KURULUŞ	17
1.8. KURUL KAYDINA ALINMA	18
1.9. SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ	18
1.10. ARACILIK FAALİYETLERİ	19
1.10.1. Halka Arza Aracılık	20
1.10.2. Alım-Satım Aracılık	21
1.11. ARACILIK FAALİYETLERİNDE ARACI KURULUŞLARIN UYMASI GEREKEN MESLEKİ VE ETİK KURALLAR	23
1.11.1. Mesleki Kurallar	23
1.11.2. Etik Kurallar	26
1.12. TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASININ YAPILANMA SÜRECİ	26
1.13. SERMAYE PİYASASI KURULU	31
1.14. SERMAYE PİYASASI MEVZUATI	36
1.14.1. Sermaye Piyasası Kanunu	38
1.14.2. SPK Tebliği	40

İKİNCİ BÖLÜM

TARİHÇE, MUKAYESELİ HUKUKTAKİ MANİPÜLASYON

DÜZENLEMELERİ	42
2.1. MUKAYESELİ HUKUKTAKİ MANİPÜLASYONLARIN TARİHİ SEYRİ	42
2.1.1. Avrupa Ülkelerindeki Tarihsel Süreç ve Manipülasyon Düzenlemeleri	42
2.1.1.1. İngiltere’deki Manipülasyon Düzenlemeleri	43
2.1.1.2. Fransa’daki Manipülasyon Düzenlemeleri	45
2.1.1.3. Almanya’daki Manipülasyon Düzenlemeleri	45

2.1.1.4.	Avrupa Birliği'ndeki Manipülasyon Düzenlemeleri.....	46
2.1.2.	ABD'deki Tarihsel Süreç ve ABD Hukukundaki Manipülasyon Düzenlemeleri	47
2.1.2.1.	1907 Bankacılık Krizi	48
2.1.2.2.	Mavi Gök Tacirleri Olayı.....	48
2.1.2.3.	1929 Krizi.....	49
2.1.2.4.	ABD Hukukundaki Manipülasyon Düzenlemeleri	50
2.2.	ÜLKEMİZDEKİ MANİPÜLASYONLARIN TARİHİ SEYRİ	53
2.2.1	1854 Kırım Savaşı Ortamı.....	53
2.2.2	1875 Mahmut Nedim Paşa Olayı	54
2.2.3	1895 Altın Şirketi Olayı	55
2.2.4	Bankerler Olayı	56

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MANİPÜLASYON KAVRAMI, MANİPÜLASYONUN ÇERÇEVESİNİN BELİRLENMESİ, ÇEŞİTLERİ VE CEZAİ SONUÇLARI.....		57
3.1.	GENEL OLARAK.....	57
3.2.	MANİPÜLASYON KAVRAMI, TANIM SORUNU	58
3.3.	MANİPÜLASYON DÜZENLEMELERİ İLE KORUNAN HUKUKİ YARAR	61
3.4.	MANİPÜLASYONUN MADDİ KONUSU.....	63
3.5.	KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ VE MANİPÜLASYONLA İLİŞKİSİ....	65
3.5.1.	Mali Tablo ve Raporlar ile Bağımsız Denetim Raporlarının Kamuya Açıklanması.....	71
3.5.2.	Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar.....	74
3.6.	İŞLEME DAYALI MANİPÜLASYON	77
3.6.1.	Maddi Unsur.....	80
3.6.1.1.	Yıkama Satışlar (Wash Sales).....	81
3.6.1.2.	Eşleştirilmiş (Kurgulu) Emirler (Matched Orders)	82
3.6.1.3.	Seansın Açılış ve Kapanış Fiyatlarını Belirleme Amacıyla Yapılan İşlemler	82
3.6.1.4.	Yoğunlaştırılmış İşlemler.....	83
3.6.1.5.	Fiktif Hesaplar Kullanarak Pay Depolama.....	84
3.6.1.6.	Arzı Kısıtlama	86
3.6.1.7.	Açığa Satış Kurallarının İhlali.....	87
3.6.1.8.	Fiyat İstikrar İşlemlerine Aykırılık	87
3.6.2.	Hukuka Aykırılık (Yapaylık Sorunu).....	88
3.6.3.	Manevi Unsur	92
3.6.3.1.	Sermaye Piyasası Araçlarının Arz ve Talebini Etkileme Amacı	93
3.6.3.2.	Aktif Bir Piyasanın Varlığı İzlenimini Uyandırma Amacı ...	94
3.6.3.3.	Fiyatları Arttırma, Azaltma veya Aynı Seviyede Tutma Amacı	95
3.6.4.	Netice.....	95

3.7. BİLGİYE DAYALI MANİPÜLASYON	96
3.7.1. Maddi Unsur	97
3.7.1.1. Yalan, Yanlış, Yanıltıcı, Mesnetsiz Bilgi Vermek	97
3.7.1.2. Yalan, Yanlış, Yanıltıcı, Mesnetsiz Haber Yaymak	100
3.7.1.3. Aldatıcı Yorum Yapmak	100
3.7.1.4. Açıklamakla Yükümlü Olunan Bilgileri Açıklamamak	102
3.7.2. Manevi Unsur	103
3.7.3. Hukuka Aykırılık	103
3.7.4. Netice	106
3.8. CEZA YARGILAMASI	106
3.9. CEZAİ MÜEYYİDE	110
3.10. MANİPÜLASYON SAYILMAYAN EYLEMLER	111
3.10.1. Spekülasyon	111
3.10.2. Geri Alım Programları (İhraççıların Halka Arz Ettikleri Sermaye Piyasası Araçlarını Geri Almaları)	114
3.10.3. Fiyat İstikrar İşlemleri	117
3.10.3.1. Ek Satış	118
3.10.3.2. Halka Arz Sonrası Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	119
3.10.4. Açığa Satış	121
3.10.5. Menkul Kıymetlerin Geri Alım veya Satım Taahhüdü ile Alım-Satımı	125
3.11. MANİPÜLASYONUN DİĞER EKONOMİK SUÇLARDAN AYRILMASI	127
3.11.1. Insider Trading (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti) Suçundan Farkı	127
3.11.2. Kayda Alınma ve İzin Esaslarına Aykırılık Suçundan Farkı	131
3.11.3. Sermaye Piyasasında Güveni Kötüye Kullanmak Suçundan Farkı ...	132
3.11.4. Kârı veya Malvarlığını Azaltmak Suçundan Farkı	132
3.11.5. Açığa Repo Yapmak Suçundan Farkı	133
3.11.6. SerPK'nın 47'nci Maddesinin 1'inci Fıkrasının "B" Bendindeki Suçlardan Farkı	134
3.11.7. Diğer Sermaye Piyasası Suçlarından Farkı	135
3.11.8. Dolandırıcılık Suçundan Farkı	138
3.11.9. Şirket veya Kooperatifler Hakkında Yanlış Bilgi Suçundan Farkı ...	139
3.11.10. Fiyatları Etkileme Suçundan Farkı	140
3.11.11. Ticari Sır, Bankacılık Sırrı veya Müşteri Sırrı Niteliğindeki Bilgi veya Belgelerin Açıklanması Suçundan Farkı	142
3.11.12. Haksız Rekabet Suçundan Farkı	145
3.11.13. Savaşta Yalan Haber Yayma Suçundan Farkı	147
3.12. DEĞERLENDİRME	149

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

MANİPÜLASYONUN ÖZEL HUKUKA İLİŞKİN SONUÇLARI	150
4.1. GENEL OLARAK	150
4.2. MUVAZAA HÜKÜMLERİ YÖNÜNDEN İNCELEME	151
4.3. HİLE HÜKÜMLERİ YÖNÜNDEN İNCELEME	153
4.4. HAKSIZ FİİL HÜKÜMLERİ AÇISINDAN İNCELEME	156

4.5. TAZMİNAT DAVASI	159
4.5.1. Davacı.....	160
4.5.2. Davalı	161
4.5.3. Tazmini Gereken Zarar.....	162
4.5.4. Görevli ve Yetkili Mahkeme	165
SONUÇ.....	167
KAYNAKÇA.....	173
ÖZGEÇMİŞ	179

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AMF	Autorite Des Marches Financiers
AO	Anonim Ortaklık
AY	Anayasa
BİO	Bağımsız İdari Otorite
Bkz	Bakınız
BK	Borçlar Kanunu
C.	Cilt
CMK	Ceza Muhakemesi Kanunu
E.	Esas
EC	European Commission
FSA	Financial Services Authority
FSAct	Financial Services Act
FSMA	Financial Services and Markets Act
HAAO	Halka Açık Anonim Ortaklık
HD	Hukuk Dairesi
HGK	Hukuk Genel Kurulu
HUMK	Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İMKBY	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği
K.	Karar
KHK	Kanun Hükmünde Kararname
md.	Madde
MÖ	Milattan Önce

RG	Resmi Gazete
s.	Sayfa
SA	Securities Act
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities and Exchanges Commission
SerPK	Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SY	Sayılı Yasa
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TCK	Türk Ceza Kanunu
TDK	Türk Dil Kurumu
TMK	Türk Medeni Kanunu
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK	Türk Ticaret Kanunu
t.y.	Tarih yok
vd.	Ve devamı
VOB	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
Vs.	Ve saire

GİRİŞ

Sermaye piyasası, birikimlerini değerlendirmek isteyenlere alternatif bir kazanç yöntemi sunarken, atıl kalan kaynakların yatırımlara yönlendirilerek ülke ekonomisine kazandırılmasını sağlamak gibi çok önemli bir görevi de ifa etmektedir.

Dünyada, son zamanlardaki küresel ekonomik kriz ayırık tutulursa, gerek halka açılan kuruluşların sayısındaki artışlar, gerekse işlem hacimlerindeki genişlemeler, sermaye piyasalarının sürekli yoğun ilgi çektiğini göstermektedir. Bu ilgi, piyasaya fon arz edenler ile fon talebinde bulunanlar kadar, piyasada suistimal yapıp haksız kazanç sağlamak isteyen kişilerden de gelmektedir. Bu şahısların en çok başvurdukları yollardan biri ise manipülasyondur.

Manipülasyonlarla, birinci el piyasalarda halka arz anında, ikinci el piyasalarda alım-satım anında, sermaye piyasası aracının fiyatının belirlenmesine ilişkin piyasanın doğal işleyiş düzeni bozulmakta, bozulan bu ortamda manipülatörlerce işlemler yapılarak haksız kazançlar sağlanmaktadır.

Manipülasyon suçlarının en çok işlendiği piyasaların, kamuyu aydınlatma ilkesinin tam olarak işlerlik kazanmadığı, sermaye piyasası araçlarının geniş kitleye yayılmayıp belli yatırımcılar elinde toplandığı, derinliğin bulunmadığı piyasalar olduğu görülmektedir.

Ülkemizdeki siyasi ve ekonomik konjonktür gereği, sermaye piyasamız 1980’li yıllara kadar önemli bir gelişme gösterememiştir. 1970’li yıllarda patlak veren Bankerler Olayı ile, bu krizin getirdiği ortama adeta bir tepki olarak 1981 yılında SerPK (Sermaye Piyasası Kanunu) kabul edildikten sonra, Türk hukukçuları bu alana az da olsa ilgi göstermeye başlamışlardır. SPK (Sermaye Piyasası Kurulu)

ve İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)'nin kurulması ile, sermaye piyasasına ilgi artmaya başlamış, çağdaş anlamda sermaye piyasası işlemleri yapılmaya başlanmıştır.

Sermaye piyasası hukukumuzun yeni oluşu, bu alanın hem kamu hukuku (idare hukuku ve ceza hukuku) hem de özel hukuk (ticaret hukuku, borçlar hukuku ve medeni hukuk) alanlarına sirayet etmesi ve üstelik Anglo-Sakson Hukuku'nun Ülkemizdeki bir uzantısı olması, genelde Kara Avrupası Hukuku kapsamında alt yapısı oluşmuş hukukçularımızın bu alana çok fazla ilgi göstermemesi sonucunu doğurmuştur. Diğer taraftan da, sermaye piyasasının, spekülasyon ve manipülasyonlarla anılması, hukukçular nezdinde yeterli itibarının oluşmasını da geciktirmiştir.

Sermaye piyasasının itibar kazanması, piyasanın kötüniyetli yatırımcılardan arındırılması, kamunun tam, zamanında ve doğru olarak bilgilendirilerek fırsat eşitliğinin oluşturulması ve hukuk ihlallerine karşı etkin bir yaptırımın uygulanması ile mümkündür.

Sermaye piyasası suçlarına ilişkin mevzuatımızın yeni oluşu, zaman zaman çıkarılan ve cezalarda af sonucunu doğuran yasalar, uygulamanın oturmasını ve Yargıtayımızın içtihat oluşturmasını engellemiş ve dolayısıyla sermaye piyasası hukukunda etkili bir yargı denetiminin oluşması mümkün olamamıştır. Tam da bu noktada, sermaye piyasası suçlarının çerçevesinin çizilmesine, suç tiplerinin belirlenmesine ihtiyaç bulunması nedeniyle, sermaye piyasası ihlallerinin en başta geleni olan manipülasyon konusunu irdeleme ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu nedenlerle sermaye piyasasında yapılan manipülasyonlar ve bunların cezai ve hukuki sonuçlarını çalışma konusu olarak belirlemiş bulunmaktayız.

Manipülasyon suçları ile mücadelede, idari otorite tarafından yapılan denetim ve gözetim yeterli gelmemektedir. Bu suçların önlenmesinde, etkili, uygulanabilir bir ceza ve tazminat sistemi oluşturulmalı, böylelikle hem yatırımcılar açısından bir güvence, hem de manipülatörler açısından caydırıcılık sağlanmalıdır. Bu çalışmanın amacı, manipülasyon suçları hakkında yatırımcıların ve hukuk uygulayıcılarının bilgilendirilmesini sağlamak; etkili bir ceza ve tazminat sisteminin oluşturulmasına hizmet etmektir.

Sermaye piyasalarının tarihsel gelişim sürecine bakıldığında, gerek kullanılan araçlar ve gerekse izlenen yöntemler bakımından manipülasyonların da bu gelişime uygun bir şekilde değişim ve gelişim gösterdiği görülmektedir. Bu anlamda, manipülasyon yöntemlerini ve işlemlerini net bir şekilde sınırlandırmanın mümkün olmadığı anlaşılmaktadır. Ancak yine de geçmiş tecrübeler ışığında, ne tür eylemlerin manipülasyon teşkil edeceğine ilişkin kriterler oluşturulabileceği de kabul edilmelidir. Çalışmamızda, genel kabul gören bu işlem kalıpları hakkında uygulayıcıyı aydınlatıcı bilgiler verilmeye çalışılacak, özellikle bu işlem kalıplarının olaya uygulanması esnasında, şekli olarak manipülasyona benzeyen her durumda, bu işlemlere manipülasyon şüphesi ile yaklaşılmasının sakıncaları da vurgulanacaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde, ülke ekonomisine taze kaynak sağlayan sermaye piyasası hakkında genel bilgiler verilecek, sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü birinci ve ikinci el piyasaların özellikleri anlatılacaktır. Yine sermaye piyasası ve konumuzla alakalı olabilecek kavramlar ile sermaye piyasası faaliyetleri izah edilecek; sermaye piyasası mevzuatımız genel hatlarıyla açıklanarak, piyasayı denetim ve gözetim yetkisi bulunan Sermaye Piyasası Kurulu hakkında da bilgiler verilecektir.

İkinci bölümde, sermaye piyasasının doğal işleyişine yapay bir müdahale teşkil eden ve piyasalarda en çok işlenen suçlardan olan manipülasyon suçlarının ABD, Avrupa ülkeleri ve Ülkemizdeki tarihsel seyri ile mukayeseli hukuktaki manipülasyon düzenlemeleri incelenecektir.

Üçüncü bölümde ilk olarak manipülasyon kavramı açıklanarak manipülasyon suçlarının önüne geçilmesinde hayati önemi haiz, yatırımcıların tam, zamanında ve doğru olarak bilgilendirilmesi ve böylece piyasada işlem yapma kararının yapay etkilerden arındırılması amacına hizmet eden “kamuyu aydınlatma ilkesi” üzerinde durulacaktır. Daha sonra, manipülasyonun çeşitleri olan, işleme dayalı manipülasyon ve bilgiye dayalı manipülasyon suçları irdelenerek, bunların çerçevesinin belirlenmesine çalışılacaktır. Bu bağlamda, işleme dayalı manipülasyonlarda işlemin maddi unsuru olarak kabul edilen işlem kalıpları irdelenecek, bu işlemlerin yapılma gayeleri (suçun manevi unsuru) açıklanacaktır. Diğer taraftan, bilgiye dayalı manipülasyon suçlarında, bu suçun oluşumuna esas alınan bilginin mahiyeti ve bu

bilginin kullanılma şekilleri izah edilecektir. Gerek bilgiye dayalı gerekse işleme dayalı manipölasyon suçlarına uygulanan cezai yaptırımlar ve ceza yargılamasında Kurula ve Cumhuriyet savcılığına düşen yükümlölöklere de bu bölümde yer verilecektir. Bölümün sonunda, manipölasyon suçunun benzer ekonomik suçlarla mukayesesi yapılacak; görünüşte manipölasyona benzemekle birlikte, usulüne uygun yapıldığı taktirde mevzuat gereğı manipölasyon sayılmayan, spekülasyon, sermaye piyasası araçlarının geri alım programları, fiyat istikrar işlemleri, açığa satış ve menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım-satımı (repo-ters repo) kavramları üzerinde durulacaktır.

Dördüncü bölümde ise, manipölasyonların özel hukuk alanındaki görünümünü üzerinde durulacaktır. Konu, borçlar hukukunun muvazaa, hile ve haksız fiil hükümleri yönünden bir değerdendirmeye tabi tutulacak, bu tür eylemlerden zarar gören yatırımcıların hakları, sermaye piyasasının yapısına uygun olarak değerdendirilecek ve borçlar hukuku yönünden bir haksız fiil olan manipölasyondan zarar görenlerin açabilecekleri tazminat davası irdelenecektir.

Nihayet çalışmanın sonuç bölümünde, çalışmanın genel değerdendirmesi yapılarak önerilere yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNUN TEMEL KAVRAMLARI

1.1. SERMAYE PİYASASI KAVRAMI

“Sermaye piyasası” aslen İngilizce “capital market” deyiminin birebir çevirisidir. “Sermaye piyasası” için bazı yazarlar çoğul olarak “sermaye piyasaları”, bazı yazarlar da “sermaye pazarları” tabirini kullanmıştır¹.

Sermaye piyasası hukukunun temel kavramlarından olan “piyasa” ve “sermaye”yi öncelikle tanımlamakta fayda vardır. Genel kabul gören tanımına göre piyasa, alıcı ve satıcıların birbiri ile karşılıklı olarak çeşitli araçlarla iletişim kurup, alım-satım işlemini gerçekleştirdikleri yerdir². Sermaye ise (konumuz açısından), orta ve uzun vadeli fon³ olarak tanımlanmaktadır. Doktrinde bu iki unsur bir araya getirilerek hemen hemen üzerinde uzlaşılmış bir sermaye piyasası tanımı yapılmıştır. Buna göre sermaye piyasası, “orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır”⁴.

¹ Piyasa kelimesinin kaynağı İtalyanca “piazza” kelimesidir. Pazar kelimesi ise Farsça “bazar” kelimesinden türetilmiş ve dilimize yerleşmiştir (Bkz. ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol, Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları, Beta Yayınları, İstanbul 1993, s. 3). Biz çalışmamızda, her ülkenin bir sermaye piyasası olduğundan da hareketle genel kabul gören “sermaye piyasası” kavramını kullanacağız.

² TUNCER, Selahattin, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori- Uygulama), Okan Yayıncılık Dağıtım, İstanbul 1985, s. 1.

³ KARSLI, Muharrem, Borsa, Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler, Beta Basın Yayın Dağıtım, İstanbul 1995, s. 17; ÇAPANOĞLU, Sermaye Piyasası Özelleştirme, s. 4.

⁴ TANER, Berna/ AKKAYA, Cenk, Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Detay Yayıncılık, Ankara 2009, s. 7; CİVAN, Mehmet, Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi Ankara 2007, s. 11; İNAM, Mehmet, Sermaye Piyasası, Ankara 2007, Seçkin Yayınları, s. 46; KONURALP, Gürel, Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy

SerPK'nın 1'inci maddesi gerekçesinde sermaye piyasası “orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların menkul kıymetlerin alım satımı suretiyle tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasını sağlayan ortamın, başka bir ifade ile yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurum ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sisteminin adıdır” şeklinde tanımlanmıştır.

Sermaye piyasasının en önemli işlevlerinden biri, halka açık şirketler vasıtasıyla tasarrufların yatırımlara aktarılmasını sağlamaktır⁵. Bu kaynak akışı, daha iyi makro ekonomik göstergelere ulaşarak riskleri azaltmış olan ülkelerde diğerlerine oranla çok daha hızlı olmakta ve kalkınma yolundaki performanslarını daha da artırmaktadır⁶.

Menkul kıymetler piyasası ile sermaye piyasası bazen eş anlamlı olarak kullanılabilmektedir. Oysa geniş anlamıyla sermaye piyasası, para piyasası gibi, hisse senetleri ve borçlanma senetlerinden oluşan menkul kıymetler piyasasını da kapsayan üst kavramdır⁷. Ünal, menkul kıymetler piyasasını, “halka arz edilen menkul kıymetlerin dağıtımlarının yapıldığı birinci el piyasa ile tedavülde bulunan menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı ikinci el piyasa”⁸ şeklinde tanımlamıştır. Görüldüğü gibi menkul kıymetler piyasası, sermaye piyasasının bir bölümünü oluşturur. Bu açıdan bakıldığında, sermaye piyasası, birinci ve ikinci el piyasalar dışındaki üçüncü ve dördüncü el piyasaların⁹ da dâhil olduğu, menkul kıymetler

Yöntemi, Alfa Yayınları, 2. Basım, İstanbul, Mart 2005, s. 19; KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s.17; RODOPLU, Gültekin, Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları No: 459-692, İstanbul 1993, s. 9; TUNCER, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 10.

⁵ TURANBOY, Asuman, Kâğıtsız (Varakasız) Kıymetli Evrak, 15. Yıl Sempozyumu, SPK Yayını, Yayın No: 119, Ankara 1998, s. 241.

⁶ KARAN, Mehmet Baha/ KARACABEY, Ali Argun, Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 2003, Yayın no: 140, s. 13.

⁷ İNAM, Sermaye Piyasası, s. 46; KARABIYIK, Lale Erdem, Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri, Marmara Kitabevi Yayınları, Bursa, 1997, s.11; RODOPLU, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 13; TUNCER, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 13.

⁸ ÜNAL, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Asıl Yayın Dağıtım, Ankara 2005, s. 4; ABD’de sermaye piyasası daha özel bir kavram olan “securities market” (menkul kıymetler piyasası) olarak adlandırılmaktadır.

⁹ Üçüncü ve dördüncü el piyasalar için bkz. aşağı, s. 9-10.

dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarının da halka arzını, alım-satımını içeren geniş bir alanı kapsar.

Sermaye piyasası, doktrinde çeşitli ayrımlara tabi tutulmaktadır. Yasal zemininin noksan olup olmamasına¹⁰, kurumsallaşmayı tamamlayıp tamamlamamasına, araçlarının yeterli olup olmamasına ve belli bir mekânının bulunup bulunmamasına göre¹¹, “örgütlenmiş ve örgütlenmemiş piyasalar”; piyasanın coğrafi genişliğine göre¹² “yöresel, ulusal ve uluslararası piyasalar”¹³; pazarda alınıp satılan finansal varlık türlerine göre, “hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalar, devlet tahvillerinin işlem gördüğü piyasalar, her türlü finansal varlığın işlem gördüğü karma. piyasalar”¹⁴; sermaye piyasası araçlarının piyasaya ilk defa arz edilip edilmediğine göre “birinci el ve ikinci el piyasalar”¹⁵ olarak sınıflandırılmaktadır.

1.1.1. Birinci El Piyasa

Birinci el piyasa, halka açılan bir şirketin, çıkardığı hisse senedi ve tahvil gibi sermaye piyasası araçlarını ihraç ederken alıcılarla karşılaştığı piyasa olarak tanımlanmaktadır¹⁶. Ayrıca sermaye piyasasına ilk kez yeni bir sermaye piyasası aracının girmesi de birinci el piyasa olarak kabul edilir. Birinci el piyasada yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçları karşılığında uzun vadeli fonların sanayiye aktarılması söz konusudur¹⁷.

Birinci el piyasada yapılan aracılık işleminde bir aracı kurum ihraççı kurum ile underwriting sözleşmesi (aracılık yüklenim sözleşmesi) yapar ve sermaye piyasası

¹⁰ TUNCER, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 12.

¹¹ CİVAN, Sermaye Piyasası Analizleri, s. 19.

¹² CİVAN, Sermaye Piyasası Analizleri, s. 20; SARIKAMIŞ, Cevat, Sermaye Pazarları, Alfa Yayın, 4. basım, İstanbul 2000, s. 68.

¹³ EVİK, Ali Hakan, Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları, Seçkin Yayınları, Ankara 2004, s. 23.

¹⁴ CİVAN, Sermaye Piyasası Analizleri, s. 20; SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, s. 68.

¹⁵ Bazı yazarlar bu piyasaları İngilizceden çevrildiği şekilde birincil (primary) ve ikincil (secondary) piyasalar olarak da adlandırmaktadırlar.

¹⁶ TUNCER, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 12.

¹⁷ KARSLI, Muharrem, Borsa, Sermaye Piyasası, s.151.

aracının halka arzına aracılık eder¹⁸. İlk sermaye piyasası aracı ihracının, bir aracı kurum veya banka kullanılarak yapılması, bu piyasanın birinci el piyasa olma özelliğini ortadan kaldırmaz¹⁹.

Yatırımcılar, birinci el piyasada halka arz edilen sermaye piyasası aracına, bu aracın dönemsel getirilerinden faydalanmaktan ziyade, ikinci el piyasada yüksek fiyattan satış yaparak kazanç sağlayacakları inanç ve beklentisi içerisinde ilgi gösterirler. Yatırımcılar, sermaye piyasası aracını, ikinci el piyasada istedikleri anda ve yüksek fiyattan satamayacaklarını anladıklarında, birinci el piyasa işlemine ilgi göstermeyeceklerdir²⁰.

1.1.2. İkinci El Piyasa

İkinci el piyasa, birinci el piyasa ile daha önce sunulmuş ve halen dolaşımda olan uzun süreli sermaye piyasası araçlarının alınıp satıldığı piyasalardır²¹. Diğer bir deyişle, yatırımcıların birinci el piyasadan aldıkları sermaye piyasası araçlarını, vadeleri dolmadan alıp-satmaları işlemleri, ikinci el piyasa işlemlerini oluşturur²². Bu piyasada yeni bir sermaye piyasası aracı ihdas edilmez; daha önceden mevcut olan sermaye piyasası araçları alım-satım yoluyla el değiştirir. Bu el değiştirme işlemleri, borsalar yoluyla kolaylıkla gerçekleştirilir ve elinde sermaye piyasası aracı bulunan yatırımcı nakde ihtiyacı bulunduğu ya da piyasadan çekilmek istediğinde borsa sisteminin getirdiği kolaylıklardan yararlanır.

Birinci el piyasadan hisse senedi satın alan yatırımcılar, bunları elden çıkarmak istediklerinde TTK'nın 329'uncu maddesindeki istisnalar dışında hiçbir zaman ihraççı şirkete başvuramazlar²³.

¹⁸ YASAMAN, Hamdi, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992, s. 109.

¹⁹ İNAM, Sermaye Piyasası, s. 46; SATOĞLU, Serdar, Serdar, Sermaye Piyasasında Denetim, Suçlar ve Cezaları ile Uygulama ve Sonuçları, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006, s. 8.

²⁰ KONURALP, Sermaye Piyasaları, s. 19.

²¹ SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, s. 6.

²² KONURALP, Sermaye Piyasaları, s. 19.

²³ İNAM, Sermaye Piyasası, s. 47.

Aracı kurumların, aracılık sözleşmeleri gereğince halka arz etmek amacıyla ihraççı ortaklıktan satın aldıkları menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarını halka arz etmeleri, ilk halka arz işlemlerini meydana getiren zincirin bir halkası olduğundan, ikinci el piyasa işlemi değil birinci el piyasa işlemidir²⁴.

İkinci el piyasasının en önemli işlevi, birinci el piyasada ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını alanlara, bunları tekrar satmak; belli bir sermaye piyasası aracını birinci el piyasadan ihraç sırasında alamamış kimselere de her an alma imkânı sağlamaktır²⁵.

İkinci el piyasalarda yapılan işlemler, sermaye piyasası aracını ihraç eden işletmelere bir taze kaynak girişi sağlamaz²⁶. Buna karşın, sermaye piyasası araçlarının likiditesini arttırarak birinci el piyasayı geliştirir ve birinci el piyasaya talep oluşmasını sağlar²⁷. İkinci el piyasada sermaye piyasası aracının alıcı ve satıcı arasında yüksek fiyattan işlem görmesi üzerine, halka arzı gerçekleştiren firmalar, yeniden halka açılarak daha yüksek fiyattan piyasaya çıkardıkları araçlar ile daha fazla kaynak sağlayacaklar, bu kaynaklar ile işletmenin borç açıkları kapandığı gibi yeni yatırımlara yönelecekler, bu yeni yatırımlar da yeni istihdam imkânları sağlayacak, ekonomik kalkınmada zincirin halkaları daha da sağlamlaşmış olacaktır.

Doktrinde birinci ve ikinci el piyasalara ilaveten üçüncü ve dördüncü el piyasaların varlığı bazı yazarlarca kabul edilmiştir. Bunlardan üçüncü el piyasalar, borsaya kota edilmiş sermaye piyasası araçlarının borsa dışında alınıp satılması ile oluşan piyasalardır²⁸. Doktrinde ve uygulamada bu tür piyasalara “tezgâh üstü piyasalar (over the counter)” adı da verilmektedir. Tuncer, bu tabiri ikinci el piyasalar için de kullanmaktadır²⁹. Dördüncü el piyasalar ise, sermaye piyasası araçlarının, aracı kurumlar ve borsa kullanılmaksızın doğrudan kurumsal yatırımcılar

²⁴ ÜNAL, Sermaye Piyasası Hukuku, s.6.

²⁵ ÜNAL, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 6; KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s.175.

²⁶ ŞENGÜL, Selami, Sermaye Piyasası Mevzuatı, Açıklama ve Yorumları, İmaj Yayıncılık, Ankara 2002, s. 9.

²⁷ İNAM, Sermaye Piyasası, s. 47.

²⁸ TANER/ AKKAYA, Sermaye Piyasası, s. 48; CİVAN, Sermaye Piyasası Analizleri, s. 22; SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, s. 67; ŞAKAR, S. Ünal, Sermaye Piyasası, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 1997, s. 9; FETTAHOĞLU, Abdurrahman, Sermaye Piyasası ve Analiz Yöntemleri-I, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Genel Yayın No. 163, Trabzon, 1993, s.18.

²⁹ Bkz. TUNCER, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 12.

arasında pazarlık yoluyla blok halinde, daha az maliyetle alınıp satıldığı piyasalardır³⁰.

1.2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

SerPK'nın "tanımlar" başlıklı 3'üncü maddesinin "b" bendinde, "sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır" şeklinde tanımlanmıştır. Diğer bir deyişle, sermaye piyasası araçlarının menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarının toplamına verilen isim olduğu belirtilmiştir.

1.2.1. Menkul Kıymetler

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3'üncü maddesinde menkul kıymetler, "ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır." şeklinde tanımlanmıştır.

Karşılı, menkul kıymetleri şu şekilde tanımlamıştır: "Menkul kıymetler (securities, valeurs mobilières); kamu tüzel kişileri ya da anonim şirketler tarafından alacak veya ortaklık haklarını temsil etmek üzere, nakit veya ayın karşılığında, belli şekil şartlarını haiz olarak, standart meblağ veya standart tipte, çok sayıda ve orta, uzun veya sonsuz vadeli olarak seri halinde ihraç edilen, devamlılık arz eden, dönemsel gelir sağlayan ve piyasada tedavül eden hukuken kıymetli evrak hükmünde belgelerdir"³¹.

SerPK'da düzenlenmiş bulunan menkul kıymet türleri şunlardır:

- Hisse senetleri,
- Tahviller,
- Finansman bonoları,
- İpotek teminatlı menkul kıymetler,
- Varlık teminatlı menkul kıymetler,
- Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil,

³⁰ TANER/ AKKAYA, Sermaye Piyasası, s. 48; EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 26; SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, s. 67, 68; ŞAKAR, Sermaye Piyasası, s. 9.

³¹ KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 245.

- Oydan yoksun hisse senedi,
- Banka bonoları ve banka garantili bonolar,
- Kâr ve zarar ortaklığı belgeleri,
- Katılım intifa senetleri,
- Altın, gümüş ve platin bonoları,
- Gayrimenkul sertifikaları,
- Gelir ortaklığı senetleri,
- Hazine bonoları,
- Devlet tahvilleri,
- Eurobondlar.

Menkul kıymetlerden en yaygın olanı ve hatta en önemlisi hisse senetleri olup, doktrinde, “AO’lar (anonim ortaklık) tarafından çıkartılan ve elinde bulundurana ortaklık hakkını veren, şirketin sermayesine katılım miktarını gösteren kıymetli evrak niteliğindeki sermaye piyasası aracı” olarak tanımlanmaktadır³².

Genelde sermaye piyasasını ve özelde de borsayı ayakta tutan menkul kıymetler, hisse senetleridir. Hisse senetleri, tahviller gibi bir borçlanma senedi değil, ait olduğu şirket kâr ettiği sürece, elinde bulundurana ortaklık haklarından yararlanma yetkisi ve temettü (kâr payı) sağlar³³. Hisse senetleri ile hem şirketler, finansman kaynağına ulaşır, hem de yatırımcılar sermaye piyasasına aktif olarak katılmış olur³⁴.

Yatırımcılar açısından diğer bir cazip menkul kıymet de tahvillerdir. Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri (TTK md. 420) olarak tanımlanan tahvil, hisse senetleri ile birçok noktadan farklılıklar gösterir. Bunlardan başlıcaları şunlardır:

- Hisse senedi, AO’ya bir ortaklık hakkı (buna bağlı olarak da yönetime katılma hakkı³⁵) verirken, tahvil bir ortaklık hakkı vermez. Tahvil bir

³² TANER/ AKKAYA, Sermaye Piyasası, s. 120; PULAŞLI, Hasan, Şirketler Hukuku, Karahan Kitabevi, Güncellenmiş 7’inci baskı, Adana 2008, s.357, 358; KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, 327; RODOPLU, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 150.

³³ KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 327.

³⁴ TANER/ AKKAYA, Sermaye Piyasası, s. 121.

³⁵ SerPK’da 29.04.1992 tarih, 3794 S. Y. ile yapılan değişiklikle, Dünyada önde gelen sermaye piyasalarında uygulanan oydan yoksun hisse senedi çıkarmaya ilişkin düzenleme yapılmıştır. (Bkz.

borçlanma belgesidir. Elinde bulundurana sadece alacağını (faizi ile birlikte anaparayı) isteme hakkı verir.

- Hisse senetleri, AO'lar ve sınırlı olarak da sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar tarafından çıkarılabilirken, tahviller AO'ların yanında genelde kamu borçlanmaları olarak Devlet, belediyeler ve kamu tüzel kişileri ile diğer özel hukuk tüzel kişileri tarafından çıkartılabilir.
- Tahvilin, elinde bulundurana getirisi, belirlenmiş faiz miktarı ile sınırlı iken, hisse senedinin getirisi baştan belirlenemez. Çünkü, şirketin kâr veya zarar edeceği önceden belli değildir. Şirketin kâr durumuna göre hisse senedi sahibine temettü ödenir. Ayrıca hisse senedinin kendisinin de zaman içerisinde değeri artabilir veya azalabilir.
- Tahvillerde geçerlilik süresi önceden belirlenmiş ve bir vade konmuştur. Oysa hisse senedi, ait olduğu şirket tasfiye edilene kadar geçerlidir. Eğer tasfiye sonucunda aktifinin olmadığı anlaşılırsa hisse senedi sahibi tasfiyeden para alamayacaktır. Tahvil, şirket açısından bir borçlanma olduğu için, tasfiye halinde, hisse senedi sahibinden önce tahvil sahibinin alacağı ödenir.

1.2.2. Diğer Sermaye Piyasası Araçları

Diğer sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. Şu kadar ki, nukut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır (SerPK md. 3).

Diğer sermaye piyasası araçlarının neler olduğuna ilişkin Yasamızda herhangi bir düzenleme yoktur. SerPK'nın 3'üncü maddesinde diğer sermaye piyasası aracı olabilecek kıymetli evrakların sınırı çizilmiş, menkul kıymetler ile nukut, çek, poliçe, bono ve mevduat sertifikaları dışında yeni bir finansal ürün ihdas edilmesi halinde bu kapsam içine alınacağı belirtilmek istenmiş; bu hususta SPK'nın çıkaracağı tebliğlerle bu yetkiyi kullanabileceği vurgulanmıştır. Doktrinde, opsiyon

SerPK, m. 14/A). Oydan yoksun hisse senedi çıkarmak son derece isabetli olmuştur. Çünkü yönetimin hisse senetleri toplanarak başkalarının eline geçmesi korkusu nedeniyle halka açılmayan AO'ların korkuları giderilmiş, bu imkândan faydalanmaları sağlanmıştır (bkz. KONURALP, Sermaye Piyasaları, s. 32).

sözleşmeleri ile vadeli işlem sözleşmelerinin, diğer sermaye piyasası araçları niteliğinde olduğu belirtilmektedir³⁶.

1.3. İHRAÇ

SerPK'nın 3'üncü maddesindeki tanıma göre, "bu Kanunun uygulanmasında ihraç, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışdır". Yine Yasa'nın aynı maddesine göre ihraççı ise, "anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerdir". Bu tanımdan, ihraççı kavramının, her türlü sermaye piyasası aracı ihraç edenler ile HAAO'ları (halka açık anonim ortaklık) içine alan bir terim olduğu sonucuna varılmaktadır³⁷.

Bankacılık sektörünün gelişmesinden önce kaynak ihtiyacında olan şirketlerin geleneksel olarak başvurdukları araç, genel olarak borçlanmalar, özel olarak da banka sisteminin sağladığı krediler idi. Bankacılık sektörünün gelişmesinden sonra ise, bankaların, fon talep eden şahıslar ya da şirketler hakkında, kendi lehlerine birtakım kurallar koymaları, paranın geri dönüş riskinin artmasına bağlı olarak fon talep edenlerden ek garantiler istemeleri, riske bağlı olarak faiz oranını belirlemeleri, hatta aldıkları bilgilere göre, kredi vermekten vazgeçmeleri, tüm bu yönetime göre daha kolay olan ve şirketin bir nevi kazancına ortak olmayı öngören ihraç sistemini doğurmuştur³⁸. Ancak, ihraç sisteminde de, ihracı gerçekleştiren şirketin mali durumu, yönetim biçimi, şeffaflığı, geçmiş başarıları, yatırımcının gözündeki imajı çok önemlidir. Çünkü, yatırımcılar, tanıdıkları, gelecek vadeden, güvendikleri

³⁶ SUMER, Ayşe, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, Alfa Kitabevi, İstanbul 1999, s. 35; Opsiyon sözleşmesi, opsiyon primi olarak tanımlanan bir meblağın alıcı tarafından satıcıya ödendiği ve alıcı tarafa işlemin yapıldığı tarih itibarı ile belirlenen ileri bir tarihte veya opsiyonun tipine bağlı olarak söz konusu tarih öncesinde, üzerinde anlaşılan bir fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti veya finansal göstergiyi opsiyonun tipine göre alma veya satma hakkını veren, buna karşılık satıcıya yükümlülük getiren sözleşmedir. Vadeli işlem sözleşmesi ise, sözleşmenin taraflarına bugünden, belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti veya finansal göstergiyi alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmedir (bkz. İMKB Eğitim Seti, Vadeli İşlemler Piyasaları 'Türev Piyasalar', s. 3. <http://www.imkb.gov.tr/Libraries/EgitimSetleri/vadeli/%c5%9flemlepiyasalar/%c4%b1.sflb.ashx>, çevrimiçi: 13.03.2010).

³⁷ ÜNAL, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 233.

³⁸ ŞENGÜL, Sermaye Piyasası, s. 23.

şirketlerin ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarına ilgi gösterecekler, hatta bu gösterdikleri ilgi, sermaye piyasası aracının halka arz fiyatını belirleyecek ve halka arz başarılı olduğu nispette şirketin fon ihtiyacı karşılanmış olacaktır. Burada dikkat edilirse, ihraç sisteminin başarılı olmasının temel şartının, şirkete ait tüm bilgilerin anında, tam, güvenilir bir şekilde kamuya aktarılması ve yatırımcıların bu bilgilere anında ulaşarak yatırım kararı alma ortamının sağlanması olduğu görülmektedir.

1.4. HALKA ARZ VE SATIŞ

Halka arz; “sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder” (SerPK md. 3/c). İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydettirilmesi zorunludur (SerPK md. 4/1).

Halka arz ya AO’nun kuruluşu esnasında ya da kurulduktan sonra yapılmaktadır. Kuruluşta halka arz, tedrici kuruluşu ifade eder³⁹. Uygulamada, TTK’nın tedrici kuruluş hükümlerine ilaveten, SerPK’nın getirdiği formaliteler yüzünden, tedrici kuruluşun adeta tamamen uygulanmaz hale geldiği görülmektedir⁴⁰. Bu nedenle şirketler önce ani kuruluş hükümlerine göre kurulduktan sonra sermaye artırımı yöntemi ile hisse senedi ihraç etme yolunu tercih etmektedirler.

Ani kuruluş yolunu seçmiş olan şirketlerin kurucu ortakları sonradan mevcut hisselerini halka arz edebilirler veya şirket sermayesini arttırarak yeni hisse senedi ihdas edip bu hisse senetlerini halka arz edebilirler.

³⁹ TTK, md. 276/3: Tedrici kuruluş, bir kısım payların kurucular tarafından taahhüt olunması ve geri kalan kısmı için de halka müracaat edilmesi suretiyle olur.

⁴⁰ KARS LI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 335.

Halka arz esasen TTK'da genel olarak düzenlenmişken, SerPK ile de özel bir düzenleme yapılmıştır. SerPK'nın özel hükümleri ile, genel nitelikteki TTK'nın aynı konuya ilişkin hükümlerinin uygulanması fiilen ortadan kalkmıştır⁴¹.

Halka arz, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından birlikte imzalanan izahname⁴² ve sirküler⁴³ ile yapılır. Böylelikle, yatırımcılar çıkarılan hisse senetlerini alarak ortaklığa katılmaya davet edilir. SerPK md. 7/1' e göre, Kurul, pay sahiplerinin ve yatırımcıların haklarını korumak amacıyla, sermaye piyasası araçlarının halka arz veya satışının gerektiğinde satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılmasını isteyebilir. HAAO'lara uygulanacak hükümlerin belirlenmesinde kriter olan halka arz, ihracın bir türü veya alt kavramı niteliğindedir⁴⁴.

Halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi şarttır. Kurul, satış süresi içinde satılamayan payların kendileri tarafından tamamen satın alınacağı ve bedellerinin ödeneceğinin kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar arasından Kurulca belirlenenler tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini ister. Bu taahhüt, süre sonunda satılamayan payların kurucular, pay

⁴¹ PULAŞLI, Hasan, Şirketler Hukuku, Karahan Kitabevi, Güncelleştirilmiş 7. baskı, Adana 2008, s. 218; POROY, Reha (TEKİNALP, Ersin/ ÇAMOĞLU, Ünal), Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Beta Basım Yayın, Güncelleştirilmiş 6. Bası, İstanbul, 1995, s. 7, 8; SerPK md. 7/3'e göre halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi şarttır. Oysa TTK 285/2'ye göre tedrici kuruluşta (kuruluş anında halka arzda), sermaye olarak paradan başka iktisadi bir değer veya menkul mal konulması mümkündür, hisse senedi bedellerinin kuruluş sırasında kısmen veya tamamen ödenmesi şart değildir. Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), hantal ve güçlükle işleyen tedrici kuruluşun tamamıyla kaldırılarak, AO'ların ani olarak kurulup halka açılmalarının benimsenmesinin daha yerinde bir düzenleme olmasına rağmen, böyle yapılmayarak SerPK'nın halka arz hükümleri ile TTK'nın tedrici kuruluş hükümlerinin uygulamayla uzlaştırılmaya çalışıldığı görüşündedir (bkz. POROY, (TEKİNALP/ÇAMOĞLU), Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, s. 244).

⁴² İzahname, SerPK'nın ihraç ve halka arza ilişkin hükümlerinden hareketle doktrinde şu şekilde tanımlanmıştır: "Sermaye piyasası araçlarının ihracında veya halka arzında, ortaklıklarca, halkı, şirket ve ilgili sermaye piyasası aracı hakkında bilgilendirmek amacıyla düzenlenen, halka arz öncesinde ticaret sicil gazetesinde ilan edilerek satış merkezlerinde tasarruf sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulması gereken belgedir" (AKBULAK, Sevinç/ AKBULAK, Yavuz, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s. 484).

⁴³ AKBULAK/ AKBULAK, sirküleri şu şekilde tanımlamıştır: "Sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenen izahnamede yer alan bilgilerin özeti niteliğindeki temel bilgileri, satış merkezleri ve satışa ilişkin bilgileri içeren, tasarruf sahiplerine davet niteliği taşıyan ve günlük gazetelerde ilan edilen duyuru metnidir" (bkz. AKBULAK/ AKBULAK, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları, s. 486). Buna göre, sirküler, geniş katılımın sağlanması amacıyla izahnameyi ve halka arzı kamuya ilan eden bir duyurudur.

⁴⁴ AYTAÇ, Zühdü, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtım, 15. Yıl Sempozyumu, s. SPK, Yayın No: 119, Ankara, 1998, s. 52.

sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından satın alınıp bedellerinin nakden ödenmesini de kapsar (SerPK md. 7/3).

SerPK md. 7/4 gereğince, sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslimi şarttır.

1.5. KAYITLI SERMAYE, BAŞLANGIÇ SERMAYESİ, ÇIKARILMIŞ SERMAYE

Kayıtlı sermaye, AO'ların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TTK'nın sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, ticaret sicilinde tescil edilmiş sermayeleridir (SerPK md.3/d). Halka açık olarak kurulan bir AO'da ilk ana sözleşmeye, kayıtlı sermayenin yazılması yeterli olup, bir AO'nun sonradan kayıtlı sermaye sistemine geçmesi için ise olağanüstü genel kurul yapması ve ana sözleşmeye kayıtlı sermaye miktarını koyması gerekir. Kayıtlı sermaye sistemi, özellikle sermaye artırımında şirkete birtakım formaliteler yönünden kolaylıklar sağlamaktadır⁴⁵.

Başlangıç sermayesi, kayıtlı sermayeli AO'ların sahip olmaları zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayeleridir (SerPK md. 3/e). Kayıtlı sermaye sistemine geçmek isteyen bir AO'nun asgari, belli bir başlangıç sermayesi olmalıdır.

Çıkarılmış sermaye, kayıtlı sermayeli AO'ların satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayeleridir (SerPK md.3/f).

1.6. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIK (HAAO)

SerPK'nın uygulamasında HAAO, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklardır (SerPK md.3/g). Bu anlamda tahvil veya başka bir aracı halka arz etmiş olan ortaklık, halka açık bir ortaklık olmaz. Çünkü yasa açıkça hisse senedinin halka arzından bahsetmektedir.

SerPK md. 11/1 uyarınca, pay sahibi sayısı 250'yi aşan AO'ların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, HAAO hükümlerine tabi olurlar.

⁴⁵ Kayıtlı sermaye sisteminin sağladığı kolaylıklar için bkz. KARSLI, Sermaye Piyasası, s. 58 vd.

Hisse senetlerini halka arz etmiş olan ortaklıklar yanında, henüz hisse senedi halka arz etmemiş ortaklıkların da bu durumlarına bakılmaksızın, pay sahibinin 250'yi geçmesi halinde HAAO hükümlerine tabi olacağı kabul edilmiştir.

HAAO'ların gelişmesi ile reel sektör gelişmiş, reel sektör geliştikçe de HAAO'ların sayısı artmış, sermaye tabana yayılmıştır. Sermayenin tabana yayılması ile de halkın üretime katılması sağlanmıştır. Ancak, tam da bu noktada HAAO'ların yönetiminde bazı sorunlar ortaya çıkmıştır. Ortakların sayısı arttıkça, birbirleri ile irtibatı kesildiği için yönetime kayıtsız kaldıkları; ortaklığın yönetiminin, bu işle ilgilenmeye istekli küçük bir azınlığın eline geçtiği görülmektedir⁴⁶.

1.7. ARACI KURULUŞ

SerPK'da aracı kuruluşun tanımı yapılmamış, sadece hangi kuruluşların aracı kuruluş sayıldığı belirtilmiştir. Yasaya göre, aracı kuruluşlar, aracı kurumlar ile bankaları ifade eder (SerPK md. 3/i).

Sermaye piyasası işlemleri, esasen detaylı teknik bilgi gerektiren; çoğunlukla, halka açılmış şirketlerin yöneticileri ve yatırımcılar tarafından bilinmeyen, bu anlamda profesyonellere ihtiyaç duyulan işlemlerdir. Aracı kuruluşlar, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde yürümesinin sağlanması amacıyla yönelik olarak sermaye piyasasında işlem gören şirketlere ve yatırımcılara bir nevi vekâlet yoluyla hizmet sunan kuruluşlardır. Aracı kuruluşlar, başkası nam ve hesabına işlem yapabilecekleri gibi, kendi nam ve hesabına veya kendi namına, başkası hesabına da işlem yapabilirler.

Sermaye piyasasının güven içerisinde işleyip büyümesi için aracı kuruluşların önemi büyüktür. Aracı kuruluşlardan bankalar, sermaye yapıları, kuruluş ve yapılanmaları ile ilgili ayrıntılı düzenlemelerin ve yükümlülüklerin bulunması nedeniyle, sermaye yeterliliği anlamında, aracı kurumlara nazaran daha avantajlı bir durumdadır. Aracı kurumlar ise sadece sermaye piyasasında faaliyet gösterdiklerinden, uzmanlaşma, piyasaya odaklanma, bilgi birikimi açısından, sermaye piyasasındaki yerlerini daha da sağlamlaştırabilirler. Fakat bunun için,

⁴⁶ KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 87.

yatırımcılar nezdinde bir güven tesis etmeleri gerekmektedir. Bu da ancak, yeterli sermaye, güçlü bir mali alt yapı ile maruz kalacakları risklere rağmen müşterilerine karşı yükümlülüklerini yerine getirme garantisi oluşturmak suretiyle gerçekleştirilebilir⁴⁷.

1.8. KURUL KAYDINA ALINMA

Kurul kaydına alınma, ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının, bu işlemler gerçekleştirilmeden önce SPK'ya gerekli belgeler ile başvurularak burada tutulan defterlere işlenmesini ifade eder. SerPK md. 4/1'e göre, ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydettirilmesi zorunludur.

Kayda alma sistemi bir "izin" sistemi olmayıp, burada, yatırımcıya halka arz ya da ihraç edilen sermaye piyasası araçları hakkında gerekli bilgi akışının sağlanması, sermaye piyasası aracının türü, vadesi, getirisi ve risk koşullarının araştırılması gayesi ön plana çıkmaktadır⁴⁸. Kurul, yaptığı incelemeler sonucunda ihraççıların veya halka arz edenlerin açıklamalarının yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmadıklarından halkın istismarına yol açacakları sonucuna varırsa, gerekçe göstererek, başvuru konusu sermaye piyasası aracının Kurul kaydına alınmasından imtina edebilir (SerPK md.4/3).

1.9. SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ

SerPK'nın 30'uncu maddesiyle kabul edilen sermaye piyasası faaliyetleri şunlardır:

- Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık,
- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı,

⁴⁷ ULUDAĞ, Dilek Türker, Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem: Sermaye Yeterliliği, SPK Yayınları, Yayın No: 134, Ankara 2001, s. 183.

⁴⁸ ÜNAL, Sermaye Piyasası Hukuku, s.237; ŞENGÜL, Sermaye Piyasası, s. 27.

- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dâhil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık,
- Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı,
- Yatırım danışmanlığı,
- Portföy işletmeciliği ve yöneticiliği,
- Diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleri.

Sayılan bu faaliyetlerin büyük bir kısmının aracılık faaliyeti olduğunu görmekteyiz. Aracılık faaliyetleri ise, mevzuata uygun olarak kurulmuş, yetki belgesine sahip, sermaye piyasasının adeta lokomotifini olan aracı kuruluşlar tarafından yerine getirilmektedir. Önemi nedeniyle aracılık faaliyetlerinin ayrı bir başlık halinde incelenmesinde fayda olduğunu düşünmekteyiz.

1.10. ARACILIK FAALİYETLERİ

Sermaye piyasası mevzuatımızda, gerçek şahısların doğrudan doğruya aracılık faaliyetinde bulunmaları kabul edilmemiş olup, bu yetki sadece aracı kuruluşlara tanınmıştır. Birikimlerini sermaye piyasası araçlarına yönlendirmek isteyen yatırımcıların, aracı kuruluşla bir “çerçeve sözleşmesi” imzalaması, aracı kuruluş nezdinde bir hesap açtırarak, almak istediği ya da yedinde bulundururken satmak istediği araç hakkında bu kuruluşa bir “talimat” vermesi gerekmektedir.

SerPK md. 30/son, aracılık faaliyetini; “sermaye piyasası araçlarının 31’inci madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır” şeklinde tanımlamıştır.

Aracılık faaliyetinde bulunacak kuruluşların mutlaka Kurul’dan izin almaları gerekir. Kurulca, verilen izinle beraber, bu kuruluşlara, icra edecekleri sermaye piyasası faaliyetlerini gösteren bir “yetki belgesi” verilir. Yetki belgesi olmayan veya belgeleri iptal olunan aracı kuruluşlar, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamazlar

ve ticaret unvanlarında, ilanlarında, reklamlarında bu faaliyetlerde bulundukları izlenimi verecek şekilde davranamazlar⁴⁹.

Aracılık faaliyetleri, yapılan aracılığın aşamasına göre, halka arza aracılık ve alım-satım aracılık olarak ikiye ayrılmaktadır.

1.10.1. Halka Arza Aracılık

Halka arza aracılık, birinci el piyasa işlemi olarak, Kurul kaydına alınacak olan sermaye piyasası araçlarının aracı kurum tarafından halka arz yoluyla satışına aracılık yapılmasını ifade eder⁵⁰.

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışlarında, sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhrî hısımları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamazlar (Seri 8, No: 37, ek md. 1). Tebliğin bu hükmünün, şirket içerisindeki konumu nedeniyle bilgi sahibi olanların arz ve talep dengesini bozarak haksız kazanç sağlamalarının önüne geçilmesi gayesiyle getirildiği görülmektedir. Hükmün aksine hareket, SerPK'nın 47/A-1 maddesindeki içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu oluşturmaktadır.

Halka arza aracılık genelde bankalar tarafından, bütün yurda yayılmış şubeleri vasıtasıyla yapılmaktadır⁵¹. Aracı kuruluşlar tarafından, halka arza aracılık, iki şekilde yapılmaktadır. Bunlardan ilki, halka arza aracılığın, aracı kuruluşça, alacağı bir komisyon karşılığında, sadece sıradan bir pazarlama yöntemiyle (ordinary marketing) gerçekleştirilmesidir. Bu yöntemde aracı kuruluşun, ihracı yapan şirkete karşı herhangi bir garanti yükümlülüğü yoktur. İkinci yöntemde ise, aracı kuruluş, ihraççı kuruluş ile bir aracılık yüklenimi (underwriting) sözleşmesi yapar ve yerine göre, ya ihraç yüklenimi yaptığı sermaye piyasası aracının belli sürede tamamının

⁴⁹ Bkz. SerPK. md. 31.

⁵⁰ ŞENGÜL, Sermaye Piyasası, s. 215.

⁵¹ KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 98.

satışını yapmayı garanti ederek bu süre içerisinde satılmayanların bedelini ödeyip kendisi alır; ya da en başından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını kendi portföyüne dâhil edip ihraççı kuruluşa belli bir ödeme planı verir. Bu şekilde sermaye piyasası aracını, ihraççıdan aldığı fiyatın üzerinde satarsa bu kısmı kâr olarak kendi hanesine yazar ve ayrıca ihraççıdan komisyon da alır.

Halka arz, ister sıradan pazarlama yöntemiyle yapılsın, isterse aracılık yüklenimiyle yapılsın, ihraççı şirket ile aracı kuruluş arasındaki sözleşme mutlaka yazılı olmalıdır.

1.10.2. Alım-Satım Aracılık

Alım-satım aracılık, daha önce halka arz edilmiş sermaye piyasası araçlarının, yatırımcılar arasında alım-satımının sağlanması için, örgütlenmiş borsalarda ya da borsa dışındaki pazarlarda alınıp satılmasına aracılık yapılmasını ifade eder.

Aracı kuruluşlar, sermaye piyasasında alım-satım yapmak isteyen müşterileri ile yazılı bir çerçeve sözleşmesi imzalamak zorundadırlar. Aracı kuruluşlar çerçeve sözleşmesi imzalamadan önce, sermaye piyasası işlemlerinin risklerini açıklayan bir sermaye piyasası işlemleri risk bildirim formunu düzenleyip müşterilerine imzalatmak zorundadırlar.

Alım-satım aracılık çerçeve sözleşmesinin içeriğinde bulunması gerekenler şunlardır⁵²:

- Müşteriyi tanıtıcı bilgiler,
- Sermaye piyasası aracının türü ve işlem yapacağı piyasalar⁵³,
- Emirlerin iletme şekli⁵⁴,
- Emirlerin geçerlilik süresi,
- Sermaye piyasası aracının ve nakdin teslim koşulları,

⁵² RODOPLU, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 79.

⁵³ Aracı kuruluşlar, çerçeve sözleşmede yer verilmek kaydıyla, yurt dışı piyasalarda ve borsa dışı piyasalarda da müşterileri adına alım-satım yapabilirler.

⁵⁴ Müşteri emirleri yazılı ya da sözlü olabilir. Müşteriler seanstan önce veya seans anında telefon, faks, elektronik posta, ATM cihazları ile aracı kuruluşlara emir iletebilir. Telefon ile verilen emirler mutlaka kayda alınmalıdır. Eğer alım-satım işlemi yapıldı ise, ihtilaf halinde, emrin verildiğini ispat etme yükümlülüğü aracı kuruluşa aittir.

- Gerçekleşen emirlerin tasfiye biçimi,
- Aracı kuruluşun müşteriye bilgi vermesine ilişkin ilkeler,
- Saklama hizmeti veriliyorsa, bu hizmetin ilkeleri,
- Aracı kuruluşu müşteri tarafından ödenecek ücret veya komisyonun belirlenmesi ve ödenme şekli.

Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici, aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez. Alım-satıma aracılık çerçeve sözleşmesi yapılan her müşteriye ayrı bir hesap numarası verilir.

Aracı kurumlar, ilgili çerçeve sözleşmeyi imzaladıktan sonra müşterilerinden sermaye piyasası araçlarının alım-satımına ilişkin emirleri kabul edebilirler. Borsada işlem yapmayı gerektiren emirler, mevzuata uygun olarak alınır ve yerine getirilir. Aracı kurumlar borsa dışında yapılacak işlemlerde, müşteri emirlerini, çerçeve sözleşmesinde belirlenen esaslara göre kabul ederler ve özen borcu çerçevesinde yerine getirirler. Borsa dışında faaliyet gösteren aracı kurumlar, mevzuatta aksine bir hüküm olmadıkça, üzerinde işlem yaptıkları sermaye piyasası araçlarının alış ve satış fiyatlarını işyerinde ilan etmek zorundadırlar (Seri 5, No: 46, md. 45, f. 2).

Aracılık faaliyetleri sırasında alım-satıma ilişkin emirler elektronik ortamda da verilebilir⁵⁵. Buna göre, aracı kurumlar, alım-satıma aracılık faaliyeti kapsamında müşterilerle sözleşme imzalanması ve müşterilere hesap açılması kaydıyla, müşterilerinden borsaya iletilmek üzere elektronik ortamda emir kabul edebilirler. Aracı kurumlar elektronik ortamda emir kabul etme faaliyetine başlamadan önce TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği)'ye bildirimde bulunmak zorundadırlar. Elektronik ortamdaki emirler, sözlü emir olarak kabul edilmektedir.

⁵⁵ Elektronik ortamda emir verilmesi ve bunun şartları için bkz. "04.03.2008 tarih, 26806 sayılı RG'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri: V, No: 62 sayılı Tebliğ.

1.11. ARACILIK FAALİYETLERİNDE ARACI KURULUŞLARIN UYMASI GEREKEN MESLEKİ ve ETİK KURALLAR

Aracı kuruluşların faaliyet alanı ve suç teşkil eden veya idari yaptırım gerektiren davranışları genel hatları ile SerPK’da belirlenmiştir. Ancak, sermaye piyasasının hızla gelişen dinamik yapısı karşısında bu kuralların, aracı kuruluşları tam olarak kontrol altına alabildiğini söylemek mümkün değildir. İşte buradan hareketle ve üyelerinin haklarını korumak, faaliyetlerini kolaylaştırmak ve mesleki dayanışmayı hâkim kılmak için tüzel kişiliği haiz kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olan TSPAKB kurulmuştur⁵⁶.

TSPAKB, AY’nın 135’inci maddesi anlamında kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşu olup bu yönüyle, AY’nın koruması altındadır.

Genel olarak bakıldığında, belirli bir meslek grubunun benimsediği ve üyelerince de uyulması gerektiği düşünülen yazılı olmayan mesleki ilkeler, yazılı hukuk normu haline getirilip yaptırıma bağlanınca, meslek kuralı olarak isimlendirilir⁵⁷. Bu açıdan bakıldığında, etik kuralların bir nevi yazılı olmayan ahlak kuralları olduğu, meslek kurallarından daha geniş bir kavram olduğu görülmektedir. Etik kurallarının ihlali halinde, yazılı bir yaptırım öngörülmemiştir. Ancak buradaki yaptırım, bir güven kaybı, dışlanma şeklinde kendini gösterebilir.

1.11.1. Mesleki Kurallar

Sermaye piyasasının kurumsal yatırımcıları olan aracı kuruluşlar, bireysel yatırımcılara nazaran bilgi, tecrübe ve işlem teknikleri yönünden daha avantajlı bir durumda olduğundan, bireysel yatırımcıların bu dezavantajlı konumu nedeniyle

⁵⁶ TSPAKB, 15.12.1999 tarih, 4487 Sayılı Yasa’nın 19’ncü maddesi ile SerPK’nın 40/B maddesi eklenerek kurulmuştur. Maddenin gerekçesinde, bu düzenlemenin amacı şu şekilde ifade edilmiştir: “Birliğin temel amacı mesleki disiplin ve işbirliğini sağlamak, meslek kurallarını oluşturarak sermaye piyasasında aracılık mekanizmasının gelişmesine katkıda bulunmaktır. Birlik, modern sermaye piyasalarında görülen türde, belli sınırlar içerisinde düzenleme yapmaya yetkili bir meslek örgütü olarak fonksiyon ifa edecektir”.

⁵⁷ KAYAR, İsmail, Sermaye Piyasasında Mesleki ve Etik Kurallar Üzerine Bir Değerlendirme, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı: 19, Yıl: 2005/2, s. 101.

piyasadan uzaklaşmaması için aracı kuruluşların mesleki kurallarla kontrolünün sağlanması zorunludur⁵⁸.

Ülkemizde sermaye piyasası meslek kurallarını belirleme ve denetleme yetkisi TSPAKB’de olup bu kurallara aykırı davranışlar, SPK ve TSPAKB tarafından uygulanan idari yaptırımları gerektirir.

“Sermaye piyasasının geliştirilmesi ve ülke ekonomisine katkı ana hedefi doğrultusunda; tüm çalışanları en üst derecede mesleki bilgi ile donatılmış, etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sunumu şeklinde algılayan, saygın bir meslek mensupları kitlesi oluşturmak üzere, aracı kuruluşların; birbirleri, müşterileri ve çalışanlarıyla olan iş ve ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını belirlemek”⁵⁹ amacıyla “Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları” başlıklı ilkeler TSPAKB Genel Kurulunca kabul edilmiş ve yürürlüğe konmuştur.

TSPAKB tarafından belirlenen ilkeleri aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

- Aracı kuruluşların faaliyetlerinde yasal ve idari düzenlemeleri göz önünde bulundurma zorunluluğu vardır.
- Aracı kuruluşlar, müşteri çıkarlarını ve piyasaların bütünlüğünü göz önünde tutarak dürüst ve adil davranmak zorundadırlar.
- Aracı kuruluşlar, yürüttükleri faaliyetler için teknik bilgi birikimini sağlamak, meslekle ilgili gelişmeleri takip etmek ve bu konuda yapılacak düzenlemelere bağlı kalmak, böylelikle mesleki özen ve titizlik içinde çalışmak zorundadırlar.
- Üyeler, faaliyetleri sırasında kuracakları ilişkilerde ve gerçekleştirecekleri işlemlerde, ilgili tüm tarafları ve kamu kurum ve kuruluşlarını, mevzuatın ve mesleki teamüllerin gerektirdiği şekilde tam, doğru, hızlı ve eşit olarak bilgilendirmek, yani saydam olmak zorundadırlar.

⁵⁸ KAYAR, Sermaye Piyasasında Mesleki, s. 103.

⁵⁹ TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları, m.1, <http://www.tspakb.org.tr/cevrimiçi>; 09.11.2009.

- Üyeler, faaliyetleri sırasında kullanılması mevzuata uygun görülen maddi, teknolojik ve beşeri kaynakları etkin ve verimli şekilde kullanmakla yükümlüdürler.
- Üyeler, mesleki faaliyetlerini haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabını dikkate alarak yürütmek, ticari amaçlarının yanında ayrıca toplumsal yararı ve çevreye saygıyı da gözetmek zorundadırlar.
- Kara paranın aklanması, yolsuzluk gibi suçlarla mücadele konusunda şüpheli işlemlerin belirlenmesi ve mevzuat çerçevesinde işlem yapılması için gerekli önlemleri almak ve ilgili kurum ve kuruluşlarla işbirliği yapmak zorundadırlar.
- Aracı kuruluşlar müşterilerinin kimliklerine, ekonomik durumlarına, yatırım amaçları ve risk-getiri tercihlerine ilişkin bilgileri edinirler. Müşterinin, mali durumu, yatırım amaçları ve risk-getiri tercihleri konusunda bilgi vermek istememesi halinde, buna ilişkin yazılı beyanını alarak bu beyanlarını saklamak zorundadırlar.
- Üyeler, çerçeve sözleşmenin sınırları içinde, müşteri talimatlarına uygun ve müşterinin çıkarlarını korumayı amaçlayan şekilde davranmak zorundadırlar.
- Müşterilere yönelik hizmetlerle ilgili olarak yapılan işlemler ve bu işlemlerden doğan ücret, komisyon ve masraflar ile karşılıklı yükümlülükler ve bu yükümlülüklerin yerine getirilmemesi halinde uygulanacak yaptırımlar ve yatırım riskleri hakkında müşterilerini doğru, eksiksiz ve zamanında bilgilendirirler.
- Üyeler çerçeve sözleşmelerinde, müşterilerin hak ve menfaatlerini zedeleyici ve iyi niyet kurallarına aykırı hükümlere yer veremezler; faaliyetlerini sürdürürken müşteri haklarını gözetirler; her türlü hizmet ortamında işlem güvenliğinin sağlanmasına ve müşteri mağduriyetlerinin önlenmesine yönelik gerekli teknik ve hukuksal önlemleri alırlar.
- Üyeler, müşterileriyle olan ilişkilerinde çıkar çatışmalarından kaçınmak için gereken her türlü çabayı göstermek, çıkar çatışmalarının önlenemediği durumlarda, öncelikle müşterilerinin menfaatini gözetmek,

çıkar çatışmalarının müşterileri arasında olması halinde ise müşterilerine adil ve tarafsız davranmak zorundadırlar.

- Üyeler, müşterilerine ait kişisel bilgileri, ancak açık yasal düzenleme olması halinde yetkili kılınan mercilerden başkasına açıklayamazlar.

1.11.2. Etik Kurallar

Etik kelimesinin sözlüklerdeki anlamları, “töre bilimi; çeşitli meslek kolları arasında tarafların uyması veya kaçınması gereken davranışlar bütünü; ahlâki, ahlâkla ilgili”⁶⁰ olarak verilmektedir.

Tartışmalı olmakla beraber, sermaye piyasasındaki etik kuralların ahlak kuralı niteliğinde olduğu kabul edilmektedir. Bu yönden bakıldığında, etik kurallar, toplumun doğru saydığı, çoğunluk tarafından uyulan ve böylece yerleşen toplumsal kurallardır⁶¹. Bu kurallar yazılı hale getirilip bir idari veya cezai yaptırıma bağlandığında, artık etik kural olmaktan çıkar ve bir pozitif hukuk kuralı haline gelir.

Etik kuralların ihlali halinde, ihlal edene herhangi bir kamusal yaptırım uygulanmaz. Fakat yine de kamu vicdanını rahatsız eder. Özellikle takdir hakkının kullanıldığı, işlem ya da sözleşme yapıp yapmama hususunda serbestinin olduğu durumlarda belirleyici etken, işlem yapanların iç dünyasıdır. Eğer işlem yapma kararını, dil, ırk, din, mezhep, felsefi inanç, siyasal düşünce, cinsiyet vs. belirliyorsa, bu durumda etik kuralların ihlali söz konusu olacaktır. Sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kuruluşlar, kendilerine takdir hakkının tanındığı durumlarda bu hususlara dikkat etmelidir ki, böylece sermaye piyasası işlemleri her türlü yapay etkiden uzak kalsın ve duyulan güven zedelenmesin.

1.12. TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASININ YAPILANMA SÜRECİ

Alıcı ve satıcıların birbirleri ile karşılıklı olarak çeşitli araçlarla iletişim kurup, alım-satım işlemini gerçekleştirdikleri yer piyasadır. Soyut bir kavramı ifade

⁶⁰ TDK, Büyük Türkçe Sözlük, <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=etik&ayn=tam>, çevrimiçi: 05.04.2010.

⁶¹ KAYAR, Sermaye Piyasasında Mesleki, s. 103.

eden piyasa, somut hale geldiği zaman “borsa” haline dönüşür⁶². Bu haliyle borsa, sermaye piyasasında arz ve talebin karşılaştığı yerdir. Sermaye piyasasının tarihi gelişimi, borsanın gelişmesiyle eş zamanlıdır.

Borsanın tarihinin MÖ 180 yılına, Roma İmparatorluğu’na kadar dayandığı, İmparatorluğun yıkılması ile borsanın da tarihe karıştığı, bilahare 1304 yılında, Fransa Kralı’nın emri ile Paris’teki bir köprü üzerinde Avrupa’nın ilk resmi borsasının faaliyete başladığı kabul edilmektedir. Faaliyetine tahsis edilmiş özel binasında yerleşik ilk borsanın ise Anvers (Belçika) şehrinde 15’inci yüzyılda kurulduğu ifade edilmektedir⁶³. Bunu sırasıyla 16’nci yüzyılda kurulan Paris, Amsterdam, Londra borsaları, 17’nci yüzyılda kurulan Berlin Borsası, 18’inci yüzyılda kurulan New York, Viyana, Sen Petersburg borsaları ile 19’uncu yüzyılda kurulan Brüksel, Roma, Milano, Madrid, İstanbul ve Tokyo borsaları takip etmiştir⁶⁴.

İngiltere ve Batı Avrupa’daki Sanayi Devrimi’nin sonucunda elde edilen sermaye ile Batılı devletler, diğer ülkelerde yatırım yapma ya da para sıkıntısı çeken ülkelere borç verme yoluyla onların gerek siyasi ve gerekse ekonomik gelişmelerini kontrol altına almaya çalışmışlardır⁶⁵. Osmanlı Devleti de bu devletlerin ilgi alanı olmuştur. Osmanlı Devleti’nde, batılı ülkeler lehine ticari ayrıcalıklar içeren çeşitli fermanlar çıkarılmış ve anlaşmalar imzalanmış, ülke içerisindeki sermaye sahipleri, batılı anonim şirket hisselerini daha güvenilir bularak yatırımlarını bu senetlere yapmışlar, böylelikle Osmanlı ekonomisi tam anlamıyla Batı’nın vesayeti altına girmiştir⁶⁶. Giderlerini karşılayamayan, vergisini toplayamayan, banka gibi bir mali kuruluşu olmayan Devlet, bu işi meslek haline getirmiş çoğunluğu gayrimüslim olan “Galata bankerleri” olarak bilinen tüccarlardan kısa vadeli, yüksek faiz oranlı borç senetleri vermek suretiyle nakit ihtiyacını karşılama yoluna gitmiştir. Önceleri nama yazılı olan bu tahviller bilahare piyasada serbest dolaşır hale getirilmiş, borsanın ortaya çıkmasında etkili bir rol oynamıştır. İşte, bu tahvilleri ve batılı devletlerin anonim şirketlerinin hisse senetlerini alan ve elinde bulunduran Galata bankerleri,

⁶² TUNCER, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 1.

⁶³ FERTEKLİGİL, Azmi, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2003, s.XIII, XIV.

⁶⁴ EVİK, Manipülasyon Suçları, s.30.

⁶⁵ FERTEKLİGİL, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi, s. 7, 8.

⁶⁶ FERTEKLİGİL, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi, s. 8.

özellikle Galata Sementi, Havyar Han, Karaköy, Beyoğlu civarlarında toplanarak bir nevi kumar halini alan alış-veriş işlemleri yaparak gayri resmi borsa faaliyetlerini böylelikle başlatmışlardır⁶⁷.

Her ne kadar İstanbul Belediyesi'nin çıkarttığı 17 Haziran 1862 tarihli genelge ile bu gayri resmi borsanın sakıncalı ve yıkıcı tarafları yasaklanmış ise de bu yasaklamalar işe yaramamıştır. Sistemin kötü işlemesinden yine bankerlerin ve ekonominin zarar görmesi, İstanbul'da bir borsa kurulması fikrini oluşturmuş ve Galata bankerleri 1864 yılında Galata Havyar Hanı'nda teşkilatlanma faaliyetlerine başlayarak bir yıl sonra bir tüzük hazırlayıp dernek şeklinde örgütlenmişler, dernek üyeliğine kabul hususunda seçici davranmayı ilke olarak belirlemişlerdir⁶⁸. Ancak, bankerlerin ülkenin her yanına nüfuz etmesi, halkın da gayri resmi borsa oyunlarına ilgi göstermesine ve bu bankerlerin arasına çok sayıda maceracı spekülâtörlerin girmesine yol açmıştır⁶⁹.

Galata bankerleri tarafından kurulan bu dernek ile Galata civarında gerçekleştirilen ve kumar halini alan işlemlerin önüne geçilememiş olması nedeniyle borsa işlemlerinin etkin, düzenli ve güvenilir şekilde gerçekleştirilmesinin sağlanması amacıyla 1874 yılında "Dersaadet Tahvilat Tüzüğü" çıkarılıp "Dersaadet Tahvilat Borsası" kurularak Maliye Bakanlığı'nın denetimi altına sokulmuş ve borsa işlemlerinin borsa içerisinde yapılması zorunlu hale getirilmiştir⁷⁰. Ancak, bu zorunluluğa uyulmaması nedeniyle bin konsoliddan⁷¹ küçük miktardaki işlemlerin borsa dışında "küçük borsa" adıyla yapılmasına izin verilmiştir⁷².

⁶⁷ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 20.

⁶⁸ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 21.

⁶⁹ MANAVGAT, Çağlar, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı, yayın No: 251, Ankara, 1991, s. 4.

⁷⁰ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 23.

⁷¹ "Konsolid, Osmanlı Devleti'nin bütçe açıklarını kapatmak için çıkardığı tahviller olup, bu devlet tahvilleri, yerli ve yabancı anonim şirketlerin hisse senetleri gibi kolaylıkla tedavül ediyordu. Ayrıca bunların alınıp satılması da bir tür ticaret idi ve bu kâğıtların saygınlığı üzerine mübayaacı, oyuncu, tellal adı altında işlem yapan belli bir esnaf grubu oluşmuştu (bkz. Borsa Rehberi -1928, Borsa Tarihi Araştırmaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2. baskı, İstanbul, 1992, s. 15, 16).

⁷² ZİYA, Kazım, (Maliye Teftiş Kurulu Eski Başkanı), Borsa Rehberi (1928), Borsa Tarihi Araştırmaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 1992, s. 17.

Dersaadet Tahvilat Borsası⁷³, kısa sürede Avrupa'nın çekim gücü yüksek büyük borsalarından biri haline gelmiş ise de zamanla Devletin içinde bulunduğu ekonomik durum, siyasi olaylar, otorite ve denetim boşluğu ile bankerlerin önlenemeyen hukuk dışı davranışları yüzünden Avrupa'nın en spekülâtif borsası haline gelmiştir⁷⁴.

Galata Borsası küçük çaplı krizler, spekülâtif olaylar geçirse de 1895 yılındaki "Altın Şirketi Krizi"⁷⁵ ne kadar önemli borsa özelliği göstermiş, sürekli kotundaki şirket sayısını arttırmış, işlem hacmini genişletmiştir. Altın Şirketi Krizi'nden sonra borsaya duyulan güvenin tamamen zayıflaması, kötü alışkanlıkların bir türlü önlenememesi, yaşanan durgunluk üzerine Hükümet, 1906 yılında borsa ile ilgili bazı önemli düzenlemeler içeren "Esham ve Tahvilat Borsası Tüzüğü'nü" çıkarmıştır⁷⁶. Yeni düzenlemelerle hükümet komiserinin borsanın işleyişindeki gözetimle ilgili yetkileri arttırılmış, borsa memurları Devlet kadrosuna alınmıştır⁷⁷. Ancak yine de bu Tüzük, borsanın spekülâtif işleyişine çare olamamış, hatta vadeli işlemlere daha fazla ağırlık verilmesi nedeniyle manipülâtif işlem yapılması daha da kolaylaşmıştır⁷⁸.

Gerek iç ayaklanmalar ve gerekse ardı ardına gelen savaşlar nedeniyle borsa durgunluğa girmiş, Birinci Dünya Savaşı'nın patlak vermesiyle de deyim yerinde ise felç olmuştur⁷⁹. Savaşın başlamasıyla birçok borsacının askere alınması, bütün hisse senetleri ve tahvillerde büyük düşüşler olması üzerine, 1915 yılında Borsa hükümet tarafından kapatılmış; yine de borsa dışında Havyar Han civarında, kahvehanelerde, hatta sokaklarda hukuka aykırı olarak birtakım aracılar tarafından işlemler yapılmaya devam edilmiştir⁸⁰. 1917 yılında borsa yeniden açılmış, savaşın kötü gidişatı üzerine

⁷³ Bu borsa daha çok, Osmanlı Borsası ve Galata Borsası olarak da bilinmekte veya adlandırılmaktadır. Biz de çalışmamızda en çok bilinen "Galata Borsası" ibaresini kullanacağız.

⁷⁴ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 42; FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 23, 88.

⁷⁵ Bkz. aşağı, s. 75.

⁷⁶ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 49.

⁷⁷ KÜÇÜKSÖZEN, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasası'nın Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın no: 131, Ankara 1999, s. 69.

⁷⁸ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 50,51.

⁷⁹ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 52.

⁸⁰ ZİYA, Kazım, Borsa Rehberi, s. 18.

borsa tamamen kötü niyetli spekülâtör ve manipülâtörlerin oyun alanı haline gelmiştir⁸¹.

Yeni Türkiye Cumhuriyeti'nin 1923 yılında ilanı ile çöken Osmanlı Devleti'nin borçları gibi İstanbul Borsası da devralınmış, ülke kalkınması için bir dizi program yürürlüğe sokulmuştur. Hükümetçe 1923 yılında çıkarılan Ek Tüzükle daha önce mubayaacı denilen borsa üyeleri acente olarak adlandırılmış, bu acentelerin sayısı altmış ile sınırlandırılarak borsa asıl üyelerinin Türk olma zorunluluğu getirilmiştir⁸². Ayrıca bu Tüzük ile borsada spekülasyon yapılması çeşitli yaptırımlar öngörülerek yasaklanmış, yine de istenen neticeye ulaşılamamıştır. Bunun üzerine 1929 yılında 1447 Sayılı “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu” çıkarılarak yürürlüğe konulmuş, böylelikle borsanın adı da “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası” olarak benimsenmiştir.

1447 Sayılı Kanun tam da aynı yıl Amerika'da patlak veren, daha sonra Avrupa ve diğer bölgelere yayılan “Borsalar Krizi” dönemine rast gelmiştir. 1929 krizi, hisse senedi fiyatlarının önlenemez şekilde aşırı miktarlarda düşmesine, buna bağlı olarak da birçok halka açık şirketin ve bankaların iflas etmesine sebep olarak, borsalara olan güvenin kaybolmasına yol açmıştı⁸³. Bu olaydan sonra Amerika'da, borsa faaliyetlerinin düzenlenmesi ve denetim altına alınması amacıyla, ‘ülkemizde 1981 yılında kurularak faaliyete geçen SPK'nın kaynak modelini de teşkil eden’ SEC (Securities and Exchange Commission: Menkul Kıymetler ve Borsalar Kurumu), çıkarılan bir yasa ile faaliyete geçirilmişti⁸⁴.

1930'lu yıllardaki Dünyadaki siyasi çalkantılar, İkinci Dünya Savaşı'na gidilen süreç, savaşın getirdiği yıkımlar Ülkemizi de fazlasıyla etkilemiştir. Borsa bir ara Ankara'ya taşınmış, aynı yıl (1938) kapatılmış, üç yıl kapalı kalmış, Türkiye'nin iş merkezinin İstanbul olması nedeniyle 1941 yılında tekrar İstanbul'a taşınmıştır⁸⁵.

⁸¹ ZİYA, Kazım, Borsa Rehberi, s. 19.

⁸² KÜÇÜKSÖZEN, Sermaye Piyasasında Yatırımcının, s. 69, 70; TAHSİN, Hasan, (Borsa Komiserliği Kambiyo ve Para Şubesi Başkâtibi), Borsa Rehberi (1928), Borsa Tarihi Araştırmaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları 2. Baskı, İstanbul, 1992, s. 30.

⁸³ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 170.

⁸⁴ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 170.

⁸⁵ CEYLAN, Ali/ KORKMAZ, Turhan, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Ekin Kitabevi, Bursa, 2000, s. 44.

1477 Sayılı Yasa, 2499 Sayılı SerPK yürürlüğe girene kadar yürürlükte kalmıştır. Tüm bu süreçte, İstanbul Borsası, 1985 yılında 91 Sayılı KHK'ye istinaden “İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)” adıyla sistemli bir borsa haline gelene kadar Maliye Bakanlığı'nın denetim ve gözetiminde tüzel kişiliğe sahip olmadan faaliyetlerini sürdürmeye çalışmıştır⁸⁶.

Türk sermaye piyasasında gerek mevzuat ve gerekse kurumların oluşturulması yönünden en önemli gelişmeler 1980 yılından sonra meydana gelmiştir. Önce 1981 yılında 2499 Sayılı SerPK yürürlüğe konarak ayrı tüzel kişiliği haiz SPK kurulmuş; bilahare Ekim 1983'de, menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören 91 sayılı KHK çıkarılmış; daha sonra da “Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Yönetmelik” çıkarılmış ve 1985 yılında fiilen kurulan İMKB, 3 Ocak 1986 tarihinde alım-satım faaliyetlerine başlamıştır.

SPK'nın 17.08.2001 tarihli kararına istinaden 24558 Sayılı RG'de yayımlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile İMKB'ye ilaveten ülkemizin ilk özel borsası niteliğinde, “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ (VOB)” adıyla İzmir'de yeni bir borsa kurularak, 04.07.2002 tarihinde ticaret siciline tescil edilmiştir. Bilahare, VOB'un işlem, üyelik, takas ve faaliyet esaslarını düzenlemek amacıyla, 27.04.2004 tarihli RG'de yayımlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği hazırlanmıştır. Bu yönetmelik doğrultusunda yapılanmasını tamamlayan VOB, 04.02.2005 tarihinde resmen faaliyetlerine başlamıştır.

1.13. SERMAYE PİYASASI KURULU

Sermaye Piyasası Kurulu, 2499 Sayılı SerPK ile 1981 yılında kurulmuş, tüzelkişiliği haiz, idari ve mali yönden özerk⁸⁷, yıllık hesap ve harcamaları yönünden ilgili Bakanlığın⁸⁸ denetimi altında çalışan bir kuruluştur. Ayrıca bu ilgili Bakanlık, Kurul'un her türlü işlemlerini denetlemeye ve gerekli gördüğü tedbirleri almaya

⁸⁶ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 44.

⁸⁷ Mali özerkliği olan Kurul'un bütün giderleri kendi gelirlerinden karşılanmakta olup genel bütçeye tabi değildir.

⁸⁸ Kurul'un İlgili olduğu bakanlık, 09.12.1994 tarih, 4059 Sayılı “Hazine Müsteşarlığı ile Dış Ticaret Müsteşarlığı Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun” hükümleri gereğince Başbakan tarafından görevlendirilen Devlet Bakanlığı'dır.

yetkilidir. Kurulun merkezi Ankara’da olup İstanbul’da da bir temsilciliği bulunmaktadır. Kurulla ilgili düzenlemeler SerPK’nın IV’üncü bölümünde 17-19 maddelerinde yer almaktadır.

Kanun’un 18’inci maddesi, Kurul’un oluşumunu ve başkanının atanmasını düzenler. Maddeye göre, “Kurul, ilgili Bakanlıkça önerilecek dört aday arasından iki, Maliye Bakanlığı, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ile Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği tarafından önerilecek ikişer aday arasından birer kişi olmak üzere, Bakanlar Kurulu Kararıyla atanacak yedi üyeden oluşur.

Bakanlar Kurulu, adaylardan birini Başkan olarak atar. Kurul, Başkanın teklifi ile üyelere birini ikinci başkan olarak seçer. İkinci Başkan izin, hastalık, yurtiçi ve yurtdışı görevlendirme, görevden alınma ve görevde bulunmadığı diğer hallerde Başkana vekâlet eder”.

Kurul üyelerinin seçilebilme yeterlilikleri ile uymak zorunda olduğu kurallar Kanun’un 19 ve 20’nci maddelerinde hüküm altına alınmıştır.

Kurulun temel görevi, SPK’nın internet sayfasında “sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamak”⁸⁹ olarak açıklanmıştır. Kurul’un amacı ise Bakanlar Kurulu’nun 26.04.1982 tarih 8/4644 sayılı “Sermaye Piyasası Kurulu Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği’nin” 7’nci maddesinde açıklanmıştır. Buna göre Kurulun amacı, “sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, menkul kıymetler ve sermaye piyasasıyla ilgili kuruluşlar hakkında kamunun aydınlatılmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, ortaklıklarda mülkiyetin yaygınlaştırılmasını, menkul kıymetler borsalarının çalışmasına, gelişmesine ve yaygınlaşmasına elverişli bir ortamın hazırlanmasını sağlayıcı düzenleme, denetleme, inceleme, araştırma ve açıklamalar yaparak, başta sanayi kuruluşlarının hisse senetleri olmak üzere tasarrufların menkul kıymetlere yatırılmasını özendirmek, sermaye piyasasındaki sağlıksız gelişme eğilimlerini önlemek, tasarruf sahipleri ve sermaye piyasasıyla ilgili kuruluşları yurt

⁸⁹ SPK, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=0&pid=0>, çevrimiçi: 31.12.2009.

ekonomisinin yararına yönlendirmek suretiyle, halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını gerçekleştirmektir”.

SPK, ilk defa 1930’lu yıllarda ABD’de yeni bir örgütlenme biçimi olarak ortaya çıkan, klasik idari örgütlenmelerin dışında “BİO (bağımsız idari otorite)”⁹⁰ olarak tanımlanan oluşumların Türkiye’deki ilk örneğidir⁹¹. BİO’ların ortak özelliği; yeni teknoloji, enstrüman ve işlem yapma yetkilerini elinde bulunduran gerek kamusal ve gerekse özel güçlerin, temel hak ve özgürlükler ile ekonomik düzene karşı yapabilecekleri tehlikeli ve zararlandırıcı hareketleri önleme ve idari yaptırım uygulama yetkisine sahip, siyasal iktidar ve ekonomik güç odaklarının muhtemel baskılarına karşı korunmuş bağımsız kurumlar oluşturma ihtiyacından kaynaklanmaktadır⁹².

Bir BİO olarak SPK’nın görev ve yetkileri, Kanun’un 22’nci maddesi çerçevesinde genel olarak şunlardır:

- Düzenleme yapmak,
- Gözetim ve denetleme yapmak,
- Soruşturma yapmak.

Kurul, düzenleme yapma görevini Kanun’un 22’nci maddesi çerçevesinde çıkardığı tebliğler vasıtası ile yerine getirir. Bu tebliğler mutlaka Resmi Gazete’de yayınlanır. Ayrıca SPK’nın resmi internet sayfasında da sürekli olarak çıkarılan

⁹⁰ Günday, bu örgütlerin BİO olarak nitelendirilmesini şu şekilde izah etmektedir: “Bu kuruluşlar, Devlet tüzel kişiliği ve merkezi idarenin hiyerarşik yapısı dışında ayrı birer kamu tüzel kişilikleri olarak oluşturulduklarından, kendilerine verilen görevleri bağımsızlık esasına göre yürüttüklerinden, bu görevlerine ilişkin olarak yapacakları düzenleyici ya da birel işlemleri merkezi idare makamlarının denetimine (=vesayet denetimine) tabi tutulmamış ve dolayısıyla işlevsel olarak bağımsızlığının sağlanmış olmasından, personelini kendilerinin seçebilmelerinden ve nihayet bütçelerini serbestçe oluşturabilmelerinden dolayı bağımsız idari otoriteler olarak nitelendirilmektedirler” (bkz. GÜNDAY, Metin, İdare Hukuku, İmaj Yayınevi, 9. Baskı, Ankara, 2004, s. 505).

⁹¹ USTA, Murat, Bağımsız İdari Otorite Sistemi İçinde Rekabet Kurulu ve Rekabet Uygulamaları, Yetkin Yayınları, Ankara 2007, s. 21, 26.

⁹² GÖZÜBÜYÜK, A. Şeref/ TAN, Turgut, İdare Hukuku, C. 1, Genel Esaslar, Turhan Kitabevi, Ankara 1998, s. 287 vd; Tan, “bağımsız idari otorite kavramının hukukumuzda tam anlamıyla yer aldığını bugün için söylemenin mümkün olmadığını savunmuş; buna gerekçe olarak da, SPK’nın organlarının oluşum biçimini ve üyelerinin statüsünü göstermiş; başka ülkelerle kıyaslamasını yaparak, organlarının oluşumundaki siyasi etkileri (SPK üyelerinin seçiminde SerPK’nın 18’inci maddesindeki hükümetin yetkilerini) ve yine SerPK’nın 19’uncu maddesindeki görevden alma ve uzaklaştırma hakkındaki Hükümetin yetkilerini göstermiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. TAN, Turgut, Bağımsız İdari Otorite Olarak Sermaye Piyasası Kurulu, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, SPK Yayını, Yayın No:54, Ankara 1996, s. 7 vd.

tebliğler güncellenerek yatırımcılara, aracı kuruluşlara ve sermaye piyasasının diğer sùjelerine bildirilir. Tebliğlerle Kurul, sermaye piyasasının amaca uygun olarak çalışması için gerekli olan kuralları belirleyecek ve kamunun zamanında yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak için gerekli olan önlemleri de alacaktır.

SPK'nın gözetim ve denetim görevi, ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarını Kurul kaydına almak ve kamu yararının gerektirdiğı hallerde sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını geçici olarak durdurmak, bankaların, sermaye piyasası kurumlarının ve borsalar ile teşkilatlanmış diğer piyasaların faaliyetlerinin bu yöndeki mevzuata uygunluğunu gerekli her türlü bilgi ve belgeyi isteyerek, izlemeyi ifade etmektedir⁹³. Kurul, yaptığı bu gözetim ve denetim sırasında, borsanın geçici olarak kapatılmasına dahi karar verebilmektedir.

İnceleme konumuz açısından bakacak olursak, piyasanın (borsanın) arz ve talebinin doğal seyrini etkileyecek işlemler yapıldığı duyumlarının alınması halinde olayın özelliğı ve büyüklüğüne göre borsanın geçici olarak kapatılması⁹⁴ yetkisinin esasen sermaye piyasası açısından hayati önemi haiz bir yetki olduğunu düşünmekteyiz. Bu yetkinin, doğru gerekçelerle ve doğru zamanda kullanılması halinde manipülasyonun önlenmesinde ve zararlı sonuçlarının ortadan kaldırılarak fiyatların normal seyrinde oluşmasında önemli rol oynayacağını düşünmekle birlikte;

⁹³ SPK, 2008 yılı faaliyet raporunda, gözetim faaliyetlerinin; yatırımcıların korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf bir biçimde işleminin güvence altına alınması ve sistemik riskin azaltılması amaçlarıyla, HAAO'lar ile sermaye piyasası işlemlerinin ve kurumlarının izlenmesi suretiyle mevzuata aykırı fiillerin ve muhtemel risklerin tespit edilerek mevzuat çerçevesinde işleme tabi tutulması, yapılan tespitler ve uygulamada karşılaşılan sorunlar çerçevesinde mevzuatta gerekli düzenlemelerin yapılması suretiyle gerçekleştirildiğini ifade etmiştir. Burada gözetim görevinin çalışmamızda ayırmaya çalıştığımız, düzenleme ve soruşturma yapma görevlerini de kapsar şekilde kaleme alındığını görmekteyiz. Bkz. SPK, 2008 Faaliyet Raporu, s. 85, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=581&fn=581.pdf>, çevrimiçi: 31.03.2010.

⁹⁴ Borsanın geçici kapatılması, İMKBY, md. 26:

Olağan dışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, Borsanın üç güne kadar kapatılmasına Borsa Başkanı yetkilidir.

Borsa Yönetim Kurulunun talebi üzerine SPK tarafından onbeş güne kadar; SPK'nın talebi üzerine Bakan tarafından bir aya kadar; geçici olarak kapatılabilir.

Borsanın bir aydan fazla süre ile geçici olarak kapatılmasına, Bakanlığın teklifi üzerine Bakanlar Kurulu yetkilidir.

Borsanın kapatılma nedenleri, kapatılma süreleri ve yeniden açılış tarihlerinin kamuoyuna duyurulmasına ilişkin esaslara, Borsada vuku bulabilecek ani ve anormal fiyat dalganmalarına müdahale edecek Borsa personeli ve bu müdahalenin esas ve usulleri Borsa Yönetim Kurulunca belirlenir.

sık sık ve şartları tam oluşmadan bu yola başvurulması halinde borsanın gerek Ülke çapında ve gerekse uluslararası piyasalar nezdinde itibar kaybetmesine yol açacağını; özellikle ülke ekonomisi açısından hayati önemi haiz yabancı sermaye akışının önünü keseceğini düşünmekteyiz. İşte tüm bu sakıncaların ortadan kaldırılması için, borsanın kapatılma nedenleri, kapatılma süreleri ve yeniden açılış tarihlerinin kamuoyuna duyurulmasına ilişkin esaslarla, borsada vuku bulabilecek ani ve anormal fiyat dalgalanmalarına müdahalenin esas ve usullerinin belirlenmesi hususunda borsa yönetim kuruluna ve SPK'ya geniş yetki verilmesinin uygun olmayacağını düşünmekteyiz. Özellikle yatırımcıların Anayasa'daki ekonomik ve sosyal haklardan olan “sözleşme yapma özgürlüğüne”⁹⁵ müdahale niteliğindeki bu yetkilerin sınırlarının mutlaka yasal düzenlemelerle belirlenmesi gerektiği görüşündeyiz.

SPK'nın denetleme işlemleri sermaye piyasası aracının halka arzına izin verilmesi ile başlar ve bu aracı ihraç eden ortaklığın halka açık niteliği devam ettiği, sermaye piyasası aracının borsaya kayıtlı olduğu müddetçe aralıksız devam eder⁹⁶.

Kurul'un soruşturma görevi incelendiğinde, konuyu ikiye ayırmakta yarar vardır. İlki, ceza yargılaması kapsamına giren Kanun'un 47'nci maddesindeki eylemler nedeniyle alınan ihbar ve şikâyetler üzerine Kurulun yapacağı işlemlerdir. SerPK'nın 49'uncu maddesine göre, “47'nci madde kapsamına giren suçlardan dolayı soruşturma yapılması, Kurul tarafından Cumhuriyet savcılığına yazılı başvuruda bulunulmasına bağlıdır. Bu başvuru ile Kurul aynı zamanda katılan sıfatını kazanır”. Kurul, suçun varlığını öğrendiğinde, yapacağı inceleme sonucunda dava açılmasında kamu yararı olup olmadığını belirleyerek başvuruda bulunup bulunmama konusunda bir karar verecektir. Kurulun yapacağı başvuru için özel bir süre öngörülmemiştir. Bu başvuru ile Kurul katılan (müdahil) sıfatını kazanır⁹⁷.

Kurul'un ikinci soruşturma görevi idare hukuku alanındadır. Sermaye piyasasını ilgilendiren iletişim araçları tarafından yapılan yayınlardan yanıltıcı olduğu tespit edilenleri yasaklamak, kamu yararının gerektirdiği hallerde sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını geçici olarak durdurmak, Kanun'un 47/A maddesindeki eylemleri yapanları idare hukukunun temel esasları dairesinde

⁹⁵ Bkz. AY, md. 48.

⁹⁶ YASAMAN, Menkul Kıymetler Borsası, s. 178.

⁹⁷ Bkz. 5271 Sayılı Ceza Muhakemesi Kanunu md. 173.

soruşturup gerekli idari para cezalarını vermek gibi soruşturma yetki ve görevleri vardır. Burada öncelikle belirtmek gerekir ki, SerPK'nın 47'nci maddesinin ihlali halinde sanık veya sanıklar hakkında ceza yargılaması yapılması, bu şahıslar hakkında idari soruşturma yapılarak haklarında idari yaptırım uygulanmasını engellemez. Zira, ceza yargılaması yaptırımlarının amaçları ile idari yaptırımların amaçları arasında farklılıklar vardır. İdari yaptırımların genel amacı, kişinin özgürlüğünü kısıtlamak değil, konulmuş olan yasaklara uymak suretiyle idareye karşı olan yükümlülüklerin yerine getirilmesi, idari düzenin bozulmasının önlenmesidir⁹⁸. Ayrıca yaptırımın uygulanacağı kişi yönünden de idari ve cezai yaptırımlar arasında fark vardır. İdari yaptırımlarda tüzel kişilerin cezalandırılacağı SerPK md. 47/A'da açıkça bildirilmişken, tüzel kişinin, örneğin bir aracı kurumun, manipülasyon suçunu işlemesi halinde ceza yargılamasının muhatabı bu tüzel kişinin yetkili sorumlusu olan gerçek şahıslar⁹⁹ olacaktır.

1.14. SERMAYE PİYASASI MEVZUATI

Esasen sermaye piyasasına uygulanan mevzuatı, özel düzenlemeler ve genel düzenlemeler olarak ikiye ayırabiliriz.

Sermaye piyasasının özel düzenlemelerini şu şekilde sıralayabiliriz:

- 2499 Sayılı SerPK,
- 07.04.1983 tarih, 18011 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan, bu tarihten başlayarak 6 ay süre ile geçerli olan 2810 Sayılı “Para ve Sermaye Piyasalarının Yeniden Düzenlenmesi Hakkında Yetki Kanunu” ve bu Kanunun verdiği yetki ile Bakanlar Kurulunca çıkarılan Kanun Hükmünde Kararnameler,
- SerPK'ya dayalı olarak çıkarılan Bakanlar Kurulu Atama Kararları,
- İlgili Devlet Bakanlığı ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın çıkardığı Yönetmelik ve Tebliğler,

⁹⁸ GÜNDAY, İdare Hukuku, s. 214.

⁹⁹ Bkz. 5237 Sayılı TCK, Ceza sorumluluğunun şahsiliği, md. 20:

Ceza sorumluluğu şahsîdir. Kimse başkasının fiilinden dolayı sorumlu tutulamaz.

Tüzel kişiler hakkında ceza yaptırımı uygulanamaz. Ancak, suç dolayısıyla kanunda öngörülen güvenlik tedbiri niteliğindeki yaptırımlar saklıdır.

- 06.10.1983 tarih, 91 Sayılı “Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname”,
- 19.02.1996 tarihli, 22559 sayılı RG’de yayımlanarak yürürlüğe giren İMKBY (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği),
- 27.04.2004 tarihli RG’de yayımlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği,
- Bankacılık sektörü, sermaye piyasası ile ilgili diğer Kanun ve KHK’ler,
- SPK’nın 2499 Sayılı Yasa’ya göre çıkardığı Tebliğler.

Sermaye piyasasında dikkate alınmakta olan genel düzenlemeleri ise şunlardır:

- 6762 Sayılı TTK,
- 4721 Sayılı TMK (Türk Medeni Kanunu),
- 818 Sayılı BK (Borçlar Kanunu).

SerPK’nın “kapsam” başlıklı 2’nci maddesinin son fıkrasında “bu Kanun’da hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır” kuralındaki genel hükümler ibaresinde kastedilen TTK olup, Kanun’un birçok maddesinde TTK’ya doğrudan atıf yapılmaktadır.

İleride değinileceği gibi, SerPK’nın cezai hükümlerinin ihlali haksız fiil niteliğindedir. Bu hususta gerek SerPK’da ve gerekse TTK’da bir düzenleme bulunmadığından, bu tür eylemlerde ortaya çıkan tazminat taleplerinde BK’nın haksız fiile ilişkin hükümleri uygulanacaktır. Öte yandan sermaye piyasasında, aracı kurumla yatırımcılar, aracı kurumlarla ihraççılar gibi sermaye piyasasının diğer aktörlerinin birbirleri arasındaki sözleşmelerden ya da diğer ilişkilerden kaynaklanan tazminat taleplerinde de uygulanacak mevzuat hep BK’nın konuya uygun düşen düzenlemeleridir.

Biz incelememizi, konumuzu doğrudan ilgilendiren ve uygulamada en çok başvuru alan mevzuat olan “SerPK” ve SPK tarafından çıkarılan “Tebliğler” ile sınırlandıracağız. Manipülasyonun hukuki sonuçlarını ortaya koyarken de BK’nın ilgili hükümlerini irdedeceğiz.

1.14.1. Sermaye Piyasası Kanunu

Ülkemizde esaslı şekilde sermaye piyasası mevzuatı oluşturma çabaları, 1962 yılında Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nın hazırlanması sırasında ortaya konmuş¹⁰⁰, sermaye piyasası ile ilgili ilk ciddi çalışmalara, 1963 yılında ABD'den davet edilen bir uzman grubun Ankara ve İstanbul'da bir dizi seminerler vermesi ile başlanmış ve sermaye piyasası Türk kamuoyunun dikkatine sunulmuştur¹⁰¹.

Sermaye piyasası ile ilgili, literatürde “Birinci Tasarı” olarak adlandırılan “Sermaye Piyasasının Teşviki ve Tanzimi Hakkında Kanun Tasarısı” çalışmaları, Odalar ve Borsalar Birliği'nin de desteği ile 1965 yılında tamamlanmış, bilahare Bakanlar Kurulunca benimsenerek TBMM'ye sunulmuş, ancak, 1969 yılında Genel Kurul'a sunulan bu tasarı süresi içerisinde kabul edilemediğinden kanunlaşamamış, kadük olmuştur¹⁰².

1965 tasarısı, 1969 yılında, içinde Fransız, Amerikalı ve İsviçreli bilim adamlarının da bulunduğu bir grup tarafından yapılan tartışmalar sonucunda ortaya çıkan fikirler çerçevesinde revize edilerek 1970 yılında TBMM'ye sunulmuş, fakat bu ikinci tasarı da Genel Kurul'da gündeme alınamadan kadük olmuştur¹⁰³.

1980 sonrası Milli Güvenlik Konseyi, son tasarını çok az değişiklikle 28.07.1981 tarihinde kabul etmiştir. 2499 Sayılı “Sermaye Piyasası Kanunu” adıyla, 30.07.1981 tarihlili RG'de yayınlanan Kanun, bu tarihten altı ay sonra 01.02.1982 tarihinde resmen yürürlüğe girmiştir.

Türkiye'de SerPK'nın yürürlüğe konularak, SPK'nın oluşturulması ve kurumsallaşmaya geçilmesi çabaları, Dünyada olduğu gibi mali sistemin doğal gelişim sürecinin sonunda değil, 1980'li yılların başında artık katlanılmaz hale gelen

¹⁰⁰ ÜNAL, Sermaye Piyasası Hukuku, s.13; FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 196; TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası, s. 18; ARKAN, Sabih, Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1976, s. 8.

¹⁰¹ TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası, s. III, s. 18.

¹⁰² TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası, s.18, 19; FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 198.

¹⁰³ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 198, 199; TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası, s. 19.

banker krizini önlemeye yönelik olarak başlatılmıştır¹⁰⁴. Bu haliyle SerPK, adeta bir tepki yasası niteliğindedir.

SerPK'nın konusu 1'inci maddede düzenlenmiş olup, aynı maddede Kanun'un amacı da vurgulanmıştır. Maddeye göre Kanun'un konusu, "tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir". Yani, Kanun, konu olarak düzenleme ve denetleme yapmakta, bu düzenlemelerin kapsamını ise saydığı amaçlarla belirlemekte, bu amaçlar dışına çıkılamayacağını vurgulamaktadır¹⁰⁵.

SerPK, sistematik olarak yedi bölüme ayrılmıştır.

- 1. Bölüm: Genel hükümler,
- 2. Bölüm: Sermaye piyasası araçlarının kurul kaydına alınması, ihracı, halka arzı ve satışı,
- 3. Bölüm: İhraççılara ve halka açık anonim ortaklıklara ilişkin hükümler,
- 4. Bölüm: Sermaye piyasası kurulu,
- 5. Bölüm: Sermaye piyasası faaliyetleri ve sermaye piyasası kurumları,
- 6. Bölüm: Denetim ve cezai sorumluluk,
- 7. Bölüm: Çeşitli hükümler.

Gerek sermaye piyasasının dinamik özelliği nedeniyle doğan yeni ihtiyaçlara binaen ve gerekse Anayasa Mahkemesi'nin 13.11.1995 tarih ve E: 1995/45, K: 1995/58 sayılı iptal kararından doğan hukuki boşlukların giderilmesi nedeniyle SerPK'nın hemen hemen bütün maddeleri değiştirilmiş, Kanun'a yeni ek maddeler getirilmiş ya da birçok maddesi mülga hale gelmiştir¹⁰⁶. Yapılan bu çok sayıdaki değişiklikler, getirilen eklemeler ile Kanun'un sistematigi bozulmuş, özellikle cezai hükümler kısmında, diğer madde ya da fıkralara çok sayıda atıfların yer alması, son

¹⁰⁴ KORUYAN, Adil, Sermaye Piyasasında Kurumsallaşma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Şekillenmesi Üzerindeki Etkileri, Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, SPK Yayınları, Yayın No: 54, Ankara, 1996, s. 166.

¹⁰⁵ ŞENGÜL, Sermaye Piyasası, s. 7.

¹⁰⁶ Bu değişiklikler sırasıyla, 28.5.1986 tarih ve 3291 sayılı Kanun, 14.1.1988 tarih ve 311 sayılı KHK, 29.4.1992 tarih, 3794 Sayılı Yasa; 24.6.1995 tarih, 558 Sayılı KHK; 15.12.1999 tarih, 4487 Sayılı Yasa; 21.02.2007 tarih, 5582 Sayılı Yasa; 23.1.2008 tarih, 5728 Sayılı Yasa'dır.

derece karmaşık hale gelen Kanun'un anlaşılmasını daha da zorlaştırmıştır¹⁰⁷. Biz bu nedenlerle, dağınık vaziyetteki sermaye piyasası mevzuatının toplanıp bir araya getirilerek, yürürlükteki Kanun'un yerine daha sade, anlaşılır, sermaye piyasası sükelerinin hak ve sorumluluklarının çerçevesini net şekilde çizen ve böylece tasarrufların sermaye piyasası araçlarına yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacının gerçekleşmesinin önündeki engelleri kaldırıcı nitelikte yeni bir yasanın hazırlanması gerektiğini düşünmekteyiz.

1.14.2. SPK Tebliğleri

SerPK'nın 22'nci maddesinin "e" bendine göre SPK'nın görevlerinden biri de, "kamunun zamanında yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, genel özel nitelikte kararlar almak ve her türlü mali tablo ve raporlar ile bunların bağımsız denetimlerinin, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yayımlanacak izahname ve sirkülerin ve araçların değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin kapsamını, standartlarını ve ilan esaslarını tespit ve bu konularda tebliğler yayımlamak"tır. İşte, SerPK'nın uygulamasında pek çok konuda genel nitelikli düzenlemeler yapılması veya kuralların belirlenmesi "tebliğ" adı verilen bu hukuki metinlerle yapılmaktadır¹⁰⁸.

SPK tarafından çıkarılan bu tebliğler, uygulamada ve doktrinde yönetmelik hükmünde sayılmaktadır¹⁰⁹. Kurul, konuları itibariyle onbir seri halinde ve ayrıca kendi içinde numaralar vererek tebliğler yayınlamış; zaman içerisinde gelişen ihtiyaçları gözetererek bu tebliğlerde pek çok değişikliklere gitmiştir. SPK'nın yayımladığı tebliğ serileri şunlardır:

- Seri I: Hisse Senetleri,
- Seri II: Tahviller,
- Seri III: Sair (diğer) Menkul Kıymetler,

¹⁰⁷ Aynı doğrultudaki eleştiriler için bkz. EVİK, Manipölasyon Suçları, s. 63; TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası, s. 21.

¹⁰⁸ TİKVEŞ, Özkan, Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1992, s. 244.

¹⁰⁹ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 257; TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası, s. 24.

- Seri IV: Menkul Kıymetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklıklara İlişkin Hususlar,
- Seri V: Aracı Kurumlar,
- Seri VI: Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları,
- Seri VII: Yatırım Fonları,
- Seri VIII: Çeşitli Konular,
- Seri IX: Menkul Kıymetler Borsaları,
- Seri X: Bağımsız Dış Denetleme,
- Seri XII: Muhasebe Standartları.

Sermaye piyasasının, teknolojinin gelişmesine paralel olarak hızla gelişim ve değişim sürecinde olduğu göz önüne alındığında, yasama faaliyetleri ile bu gelişime ayak uydurularak, gelişimin önünü açıcı düzenlemeler yapılması mümkün değildir. Bu nedenle SPK'ya tebliğ çıkarma yetkisi tanınması yerinde olmuştur. Ancak, Kurulun bu yetkisini tam anlamıyla yerine getirebilmesi için, gerçek anlamda bağımsızlığının sağlanması, her türlü ekonomik ve siyasi çevrenin etkisinden uzak tutulması, teknik donanımına sahip uzman eleman ihtiyacının giderilmesi gerekir. Ayrıca şunu da belirtmek gerekir ki, Yasama Organı, sermaye piyasası ile ilgili düzenleme yapma yetkisini tamamen Kurula bırakarak, sermaye piyasasını adeta tebliğler hukukuna teslim etmemelidir¹¹⁰. Özellikle, kişi özgürlüklerinin kanunla sınırlanması gerektiği kuralı gereğince, sermaye piyasasına ilişkin yapılabilecek düzenlemelerin sınırlarının kesin ve net olarak yasal düzenlemeler ile belirlenmesi, bu çerçeve içerisinde Kurula düzenleme yapma yetkisi verilmesi gerekir.

¹¹⁰ MOROĞLU, Erdoğan, Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu, SPK 15'inci Yıl Sempozyumu, SPK Yayın No:119, Mayıs 1998, s. 20. Moroğlu, aynı bildirisinde, idareye (SPK'ya) geniş düzenleme yapma yetkisinin hukuk güvenliği gerekçesi ile sadece kamu hukukuna ilişkin olarak tanınmasının haklı ve geçerli olacağı ancak, özel hukuk alanında düzenleme yapma yetkisinin sadece yasama organına ait olması nedeniyle Kurula özel hukuk alanında da düzenleme yapma yetkisinin verilmesinin kuvvetler ayrılığı ilkesine aykırılık teşkil edeceği görüşündedir. Yazarın bu konudaki bütün eleştirileri için bkz. aynı sunum, s. 15 vd.

İKİNCİ BÖLÜM

TARİHÇE, MUKAYESELİ HUKUKTAKİ MANİPÜLASYON DÜZENLEMELERİ

2.1. MUKAYESELİ HUKUKTAKİ MANİPÜLASYONLARIN TARİHİ SEYRİ

2.1.1. Avrupa Ülkelerindeki Tarihsel Süreç ve Manipülasyon Düzenlemeleri

Fiyatın arz ve talebe göre oluşması gerektiği kuralının geçerli olduğu bütün piyasalarda fiyatı etkilemek için arz ya da taleple oynandığı, buna bağlı olarak tekelleşmelerin ya da yapay kıtlıkların tarih içinde çok kez meydana geldiği bir gerçektir. Bu tür eylemlere ilk olarak Eski Yunan ve Roma Hukuku döneminde yaptırımlar uygulandığı, faillere sürgün ve müsadere gibi cezalar verildiği bilinmektedir¹¹¹.

Örgütlü borsaların kurulmasından sonra sermaye piyasası araçları üzerinde yapılan ve mahkeme kararlarına yansiyıp yaptırım altına alınan manipülasyonun ilk önemli örneği, İngiltere ile Fransa arasındaki savaş sırasında 1814 yılında İngiltere’de yaşanmıştır¹¹². Savaş devam ederken önce savaşın Fransızlar tarafından kazanılmakta olduğu haberi yayılarak hisse senetlerinin fiyatı düşüşe geçirilmiş, söylentiyi çıkaran manipülatörler ellerindeki hisse senetlerinden bir kısmını satarak bu düşüşü hızlandırmışlar, daha sonra dibe vuran hisse senetlerini satın almışlar, bilahare bu kez Napolyon’un öldüğü, savaşın kazanıldığı ve barış anlaşmasının

¹¹¹ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 87.

¹¹² MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 17; EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 89.

imzalanmak üzere olduğu söylentilerini yayıp ellerindeki hisse senetlerini satarak aşırı miktarda kâr elde etmişlerdir. Bu haberlerin yalan olduğu, savaşın sürmekte olduğunun anlaşılması üzerine ise fiyatlar hızla düşmüştür¹¹³. Bu olay hakkında açılan davada, yargılama sonucunda mahkeme, yapılan eylemlerin hukuk ihlali niteliğinde olduğunu, sermaye piyasasının müdahaleye uğrayarak kamunun menfaatinin zedelendiğine hükmetmiş, böylece manipülasyon ile serbest piyasa arasındaki bağlantıyı ilk kez dile getiren nitelikte bir karar ortaya çıkmıştır¹¹⁴.

2.1.1.1. İngiltere’deki Manipülasyon Düzenlemeleri

Menkul kıymetlerin alım satımı ile ilgili ilk düzenlemelerin 1285 yılında 1. Edward zamanında yapıldığı, bu düzenlemeye göre, alım satım yapan kişilerin mutlaka belediye meclisinden ruhsat almaları gerektiği kuralının getirildiği bilinmektedir¹¹⁵. Yine sermaye piyasasındaki hisse senetlerinin alım satımında hileli işlemler yapılmasının önüne geçilmesi için 1697 yılında “Hisse Senedi Simsar ve Coberlerinin Haksız İşlemlerinin Durdurulmasına Dair Kanun” yürürlüğe sokulmuştur¹¹⁶. Piyasadaki hileli işlemlerin önüne geçilmesi ve kamuyu aydınlatma ilkesinin sağlanması için sonraları sırasıyla 1720 tarihli Bubble Act; 1844, 1856, 1867 tarihli Şirketler Kanunları; 1889 tarihli Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğuna Dair Kanun; 1948 ve 1967 tarihli Ortaklıklar Kanunu yürürlüğe konmuştur.

İngiltere’nin sermaye piyasası ve manipülasyona bakış açısı, üyesi olduğu Avrupa Birliği’ni de etkilemiştir¹¹⁷. İngiltere’de manipülasyonla ilgili yürürlükte iki yasa vardır. Bunlar 1986 tarihli FSAAct (Financial Services Act: Finansal Hizmetler Kanunu) ve 2000 tarihli FSMA’dır (Financial Services and Markets Act: Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu).

¹¹³ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s.17, EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 89; ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 136.

¹¹⁴ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 18.

¹¹⁵ İHTİYAR, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta Yayınları, İstanbul, 2006, s. 11.

¹¹⁶ İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s. 11.

¹¹⁷ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 24.

FSAct'nın 47'nci maddesinde sermaye piyasası ile ilgili açıklanması gereken önemli bilgilerin dürüstlüğe aykırı olarak saklanması, kasıtlı olarak yanlış, yanıltıcı bilgiler verilmesi, fiyatların oluşmasında yanıltıcı işlemler yapılması yasaklanmıştır. Ancak bu işlemlerin yapılmasında failin özel kastı aranmıştır. Yani, failin hem yasaklanan eylemleri yaptığını bilmesi, hem de bunun sermaye piyasası araçlarının değerini etkilemesini istemesi gerekmektedir. Buna göre, işlemi yanlış, yanıltıcı izlenim oluşturmayaacağı inancıyla yapan kimse, bu şekilde inancı olduğunu ve inancının da kabul edilebilir olduğunu ispat ederse, işlem sonucunda sermaye piyasası aracının değeri etkilense dahi sorumluluktan kurtulabilecektir¹¹⁸.

FSMA, sermaye piyasasında güven ve dürüstlük ilkesini bozucu nitelikleri nedeniyle içeriden öğrenenlerin ticareti ile manipülasyonun ilintili olduğunu kabul ederek her iki suçu "market abuse (piyasa suistimali)" adlı kavramın altında bir araya getirmiştir¹¹⁹. İngiliz hukukunun bu düzenlemesi Avrupa Birliği'nin 2003/6 Direktifi'nin de esin kaynağı olmuştur¹²⁰. FSMA ile Amerika'daki SEC'in bir benzeri olan bağımsız idari otorite niteliğindeki "Financial Services Authority (FSA)"'ya piyasa suistimalleri ile ilgili, yasa çerçevesinde düzenleme yapma, açıklayıcı davranış kuralları yayınlama yetkisi verilmiştir¹²¹.

İngiltere'de hangi tür fiillerin manipülasyon teşkil edeceğine ilişkin FSMA'nın 118'inci maddesi ile "makul yatırımcı (regular user)" ölçütü getirilmiş olup, bu kritere göre, piyasadaki konumu itibarıyla düzenli işlem yapan makul bir kişiden beklenecek bir davranışı yönlendirebilecek nitelikteki eylemlerin sorumluluk doğuracağı kabul edilmiştir¹²².

¹¹⁸ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 24.

¹¹⁹ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 25.

¹²⁰ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 30.

¹²¹ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 25.

¹²² MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 25. Manavgat, bu düzenlemeyi "manipülasyon gibi ağır sorumluluk gerektirecek bir fiilin bu şekilde düzenlenmesinin subjektif değerlendirmelere bağlı belirsizlikler oluşturacağı, piyasada işlem yapan bireysel ve kurumsal yatırımcıların yatırım stratejilerini belirleyip uygularken işlemlerinin suç olup olmadığı yönünde belirsizliğe düşeceği, bu düzenlemenin sermaye piyasasının doğasına aykırı olduğu, piyasa için risk oluşturduğu" gerekçeleri ile haklı olarak eleştirmiştir. FSA, bu sakıncaların giderilmesinde yatırımcılara ve uygulayıcılara yol gösterecek manipülatif fiil kalıplarını belirleyen ayrıntılı bir "Davranış Kuralları Kodu" yayınlamıştır. Eleştiri ve FSA Kodu hakkında bkz. Manavgat, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 26 vd.

İngiltere’de manipülasyon fiilleri hem cezai hem de idari yönden yaptırıma tabi tutulmuştur. Suçun cezai yaptırımını 7 yıla kadar hapis ve para cezasıdır. İdari yönden ise FSA’nın idari para cezası verme yetkisi vardır.

2.1.1.2. Fransa’daki Manipülasyon Düzenlemeleri

Fransız sermaye piyasası hukuku manipülasyon konusunda Avrupa Birliği’nin 2003/6 Direktifi’ni temel alarak bu direktife paralel düzenleme niteliğindeki 811 Sayılı Para ve Finans Kanunu ile düzenleme yapmıştır¹²³.

Yasanın 465’inci maddesi gereğince gerek bilgiye dayalı (465/1)ve gerekse işleme dayalı (465/2) manipülasyon suçlarının cezası, 2 yıl hapis ve para cezası olarak öngörölmüş, fiilin önem ve derecesine göre para cezasının on katına kadar çıkarılabileceği, verilen para cezasının manipülasyon sonucu elde edilen menfaatten az olamayacağı düzenlenmiştir.

Fransa’da manipülasyon teşkil eden ve etmeyen fiiller, ABD’deki SEC, İngiltere’deki FSA’nın yerini tutan bağımsız idari otorite niteliğindeki “Autorite Des Marches Financiers (AMF)”nin yaptığı düzenlemeler ile belirlenmiştir¹²⁴.

2.1.1.3. Almanya’daki Manipülasyon Düzenlemeleri

Almanya’da manipülasyon suçları, Borsa Kanunu ile Kıymetli Evrak Kanunu’nda düzenlenmiştir¹²⁵. Almanya’da diğer ülke uygulamalarından farklı iki düzenleme vardır. Bunlardan birincisi, gerek ülkemizde ve gerekse ABD ile diğer Avrupa ülkelerinin genelinde spekülasyon, manipülasyondan ayrı düşünölürken ve hatta spekülasyonun borsanın işlem hacmini arttırdığı, yatırımcıları cezbettiği ve borsanın gelişmesine faydasının olduğu¹²⁶ kabul edilirken Almanya’da borsada

¹²³ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 31; EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 102.

¹²⁴ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 31. AMF’nin tek başına manipülatif sayılmayıp gösterge niteliğindeki işlem kalıpları için bkz. Manavgat, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 31.

¹²⁵ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 103.

¹²⁶ MERGEN, Ahmet, Kurt Kapanı, Borsada Alım Satım Zamanlama Tekniği, Beta Yayınları, 3. Bası, İstanbul, 1998, s. 11, 12.

spekülasyon yasaklanmıştır¹²⁷. İkinci farklı düzenleme ise, Kıymetli Evrak Kanunu'nun 39 ve 20.a maddelerindedir. Buna göre, manipülasyon fiilinin sonucunda zarar oluşması halinde beş yıla kadar hapis cezası öngörülürken, fiil sonucu zararın oluşmadığı, sadece sermaye piyasasında menfaati olanların bu menfaatinin tehlikeye düştüğü sonucuna ulaşılması halinde verilecek ceza sadece idari para cezasıdır¹²⁸.

2.1.1.4. Avrupa Birliği'ndeki Manipülasyon Düzenlemeleri

Avrupa Birliği, 13 Kasım 1989 tarihinde çıkardığı 89/592/EEC sayılı içeriden öğrenenlerin ticareti konusundaki düzenlemeyi yürürlükten kaldırmış ve bu konuyu manipülasyon ile birlikte tek bir düzenleme olarak “market abuse” başlığı altında çıkardığı “28 Ocak 2003 tarihli 2003/6/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi” ile düzenlemiştir. Sermaye piyasalarında dürüstlüğün korunması için mevcut Topluluk hukuki çerçevesinin eksik olduğu, hukuki yükümlülüklerin, kavram ve tanımlamaların bir üye ülkeden diğerine değişmekte olduğu, uygulama konusunda genellikle belirsizliklerin meydana geldiği gerekçesi ile bu direktif çıkarılmıştır¹²⁹. Bu direktifte, piyasanın şeffaflığını ortadan kaldıran ve yatırımcı güvenini olumsuz yönde etkileyen fiillerin önlenmesi amaçlanmıştır¹³⁰.

Direktif'in 1.2'nci maddesinde, manipülasyon teşkil eden hallerin genel hatları çizilip çeşitleri verilerek bir tarif yapılmıştır. Buna göre manipülasyon,

- Sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini yanlış ve yanıltıcı biçimde etkilemeye elverişli ya da sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay veya normal olmayan şekilde oluşmasını sağlayan emir ve işlemler,
- Yukarıdakilerin dışında kalan yanıltıcı ve hileli olgulara dayanan emir ve işlemlerin gerçekleştirilmesi,

¹²⁷ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 104; Alman Borsa Kanunu md. 23.

¹²⁸ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 104, 105.

¹²⁹ PAWLIK, Christian, Head of Section, BaFin, “Market Abuse Directive, Piyasanın Kötüye Kullanılması Direktifi”, Sermaye Piyasası Kuruluna Avrupa Birliği Sermaye Piyasası Standartlarına Uyumda Yardım, s. 5, http://www.cmb.gov.tr/filesys/twinning/konferans_I/sunumlar/ChristianPawlik.pdf, çevrimiçi: 10.02.2010.

¹³⁰ TSPAKB, AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası, AB Müktesebatının Üslenilmesinin Türk Sermaye Piyasası'na etkileri, Ekim 2004 Raporu, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_AB_YolSerPiy.pdf çevrimiçi: 19.02.2004.

- Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili yanlış veya yanıltıcı etki meydana getiren/getirebilecek nitelikte bilgilerin yayınlanmasıdır.

Avrupa Konseyi'nin yaptığı bu tanım incelendiğinde, ilk ve ikinci bölümünde işleme dayalı manipülasyonun, üçüncü bölümünde ise bilgiye dayalı manipülasyonun genel çerçevesinin belirlendiği görülmektedir. Sermaye piyasasının dinamik yapısı, internet kullanımının yaygınlaşması, iletişim ve haberleşme araçlarının ve diğer teknolojilerin sürekli gelişmesi karşısında kesin bir manipülasyon sınırının çizilmediği, kapsamın ucunun açık bırakıldığı görülmektedir.

2003/6 Direktifi, manipülasyon nedeniyle açılan ceza davasında, mahkemenin manipülasyon ile elde edilen gelirin, yargılama sırasında tedbiren durdurulmasına karar verebileceğini, mahkûmiyet kararı ile de müsadereesine karar vereceği düzenlemesini getirmiştir¹³¹.

2.1.2. ABD'deki Tarihsel Süreç ve ABD Hukukundaki Manipülasyon Düzenlemeleri

Sermaye piyasası hukuku, Kara Avrupasında ve özellikle İngiltere'de filizlenmiş iken, bu hususta gerek yasa koyma, gerek kurumsallaşma ve gerekse yargısal içtihat oluşturmada en çok emek veren ve mesafe kaydedip örnek konuma gelen ülke ABD olmuştur. Bu nedenlerle Ülkemizdeki uygulamanın örneğini teşkil eden ABD'deki manipülasyonun tarihsel sürecine ve hukuki düzenlemelerine ayrı bir başlık altında yakından bakmakta fayda görmekteyiz. Bu bağlamda, ilk olarak, ABD'de patlak veren ve Dünyayı etkisi altına alan önemli manipülatif olay ve krizler incelenecek, bilahare, manipülasyon ve diğer sermaye piyasası suçları ile mücadelede yapılmış olan düzenlemeler açıklanacaktır.

¹³¹ MANAVGAT, Çağlar, Sermaye Piyasasında Güncel Sorunlara Hukuki Çözüm Önerileri, II. Sermaye Piyasaları Arenası, Avrupa Birliğine Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler, 14-15 Eylül 2004, TSPAKB, Yayın No:22, s. 164. Müsadere düzenlemesinin Sermaye Piyasası mevzuatımızda bulunmaması, esasen bir eksiklik değildir. Çünkü genel kanun olan TCK'nın 55'inci maddesinin manipülasyon suçlarına da uygulanması mümkündür. Maddeye göre, "Suçun işlenmesi ile elde edilen veya suçun konusunu oluşturan ya da suçun işlenmesi için sağlanan maddi menfaatler ile bunların değerlendirilmesi veya dönüştürülmesi sonucu ortaya çıkan ekonomik kazançların müsadereesine karar verilir. Bu fıkra hükmüne göre müsadere kararı verilebilmesi için maddi menfaatin suçun mağduruna iade edilememesi gerekir..."

2.1.2.1. 1907 Bankacılık Krizi

ABD’de hisse senetlerinin yapay olarak birtakım manipülatörler tarafından düşürülmesi sonucu belli hisse senetlerini elinde bulunduran bir grubun bu hâkimiyetini kaybetmesi sağlanarak ortaya çıkan olayda, bu grubun yatırımcıları büyük zararlar etmiş, pek çok banka kapanmış, ekonominin geneli üzerinde olumsuz etkiler meydana gelmiştir¹³². Bu olaylar üzerine yapılan çalışmalar sonucunda piyasalar üzerinde düzenleme ve denetim yetkisini haiz bir kamusal örgütün kurulması gerektiği sonucuna varılmıştır¹³³. Nitekim 1934 yılında kurulan SEC’in kuruluş çalışmalarına bu şekilde başlanmıştır.

2.1.2.2. Mavi Gök Tacirleri Olayı

ABD’de önceleri 1911 yılında Kansas eyaletinde başlayan, bilahare ülke geneline yayılan bir olaydır. ABD’de, gerçekte hiçbir reel değeri olmayan kâğıtları, değerli hisse senetleri olduğu yönünde özellikle kültür seviyesi düşük halkı kandırarak satan kötü niyetli şahıslar ortaya çıkmıştır. Bu şahıslar eylemlerini o kadar artırmışlardır ki, bunların neredeyse gökyüzünü de parselleyip satar hale geldikleri söylenmiştir. İşte bu efsanevi benzetmeden yola çıkarak eyaletlerde “Mavi Gök Kanunları (Blue Sky Laws)” adı verilen kanunlar yürürlüğe konmuştur. Bu kanunların esas amacı, yatırımcıların piyasa ile ilgili karar alırken gerekli olan bilgilerin tam olarak verilmesi, böylece yatırımcıların kötü niyetli şahıslara karşı korunmasıdır¹³⁴. Blue Sky Laws da gerek eyaletlerin ekonomik kaynaklarının ve uzman kadrolarının yetersiz olması, gerekse eyaletler arası farklı uygulamaların karışıklıklara neden olması sebebiyle manipülatif hareketlerin önlenmesinde yeterli olamamıştır¹³⁵.

¹³² MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 20, 21.

¹³³ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 21.

¹³⁴ TURANBOY, Asuman, , İçsiner Muameleleri, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü yayını, Ankara, 1990, s. 17. Bu kanunlardan manipülasyonun önlenmesini amaçlayanlarının adı “Fraud Laws”dır.

¹³⁵ İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s. 18; TURANBOY, İçsiner Muameleleri, s. 17; İMREGÜN, Oğuz, Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları, İstanbul, 1968, s. 102.

2.1.2.3. 1929 Krizi

Dünyada elli milyon kişinin işsiz kalmasına, toplam üretimin %42 oranında, dünya ticaretinin %65 oranında azalmasına neden olan ve halen dünyada yaşanmış en büyük kriz olarak gösterilen 1929 buhranı ABD’de patlak vermiş ve tüm dünya ülkelerini derinden etkilemiştir.

1920’li yıllara kadar, ABD’de otomotiv, elektrikli makinalar ve inşaat gibi alanlarda yeni üretimlerin başlaması ve bu mallara ilişkin tüketimin hızlanması, bu üretimle uğraşan şirketlerin hisse senetlerine ilgiyi hızla artırmıştır. Bu artış ise borsadaki spekülasyon hareketleri körüklemiştir. Spekülatörler hisse senedi fiyatlarının aldatıcı işlemler veya hayali oyunlarla yapay olarak yükselmesini sağlayarak sonraki açığa satış işlemlerinin zeminini oluşturup borsanın çöküşünün altyapısını oluşturmuşlardır¹³⁶.

1929 krizini tetikleyen olaylardan biri, 1926 yılında Florida’da meydana gelen gayrimenkul alım-satımındaki yapay hareketliliklerdir. Florida bölgesinin hava şartlarının diğer bölgelere göre daha iyi olması, taşımacılık sektörüne elverişli olması gibi hususları dile getiren spekülatörler, halkın büyük çoğunluğunun bu gayrimenkullere yatırım yapmasını sağlamışlardır. Ancak 1928 yılında bölgede meydana gelen kasırga, çok sayıda insanın ölümüne, su baskınlarına yol açmıştır. Bölge birden cazibesini yitirmiş; satın alınan gayrimenkuller ise yok pahasına dahi elden çıkarılamamıştır. Neticede, 1929 krizinin nedenlerinden biri de bu “gayrimenkul spekülasyonu” olmuştur.

Yine krizin ana sebeplerinden biri, bankacılık sektörünün sermaye akışı ile ilgili faaliyet alanlarını belirleyici yasaların olmayışındır. Halka açılmış şirketlerin mali tablolarının kamuya açıklanmasında bağlayıcı kriterlerin ve yasal düzenlemelerin olmaması, yatırımcıların hisse senedini aldığı şirket hakkında yeterince bilgiye sahip olamaması nedeniyle sermaye piyasası (bilgiye dayalı) manipülasyona elverişli hale gelmiştir. Neticede sağlam temele dayanmayan borsa adeta dibe vurmuştur¹³⁷. Yaşanan bu büyük krizden sonra, doğru fiyatın, yatırımcıya

¹³⁶ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 22; TURANBOY, Insider Muameleleri, s. 20.

¹³⁷ “New York Borsası, 1928 yılının başından 29 yılı Ekim ayının başına kadar olan süreçte gittikçe yükseliyor ve yüksek fiyat/kazanç oranı getiriyordu. Ancak 3 Ekim 1929 tarihine gelindiğinde,

tam ve güvenilir bilginin zamanında ulaştırıldığı bir ortamda oluşacağı anlayışından hareketle, ABD’de ilk önce 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act), ikinci olarak da 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act) yürürlüğe konulmuştur¹³⁸.

2.1.2.4. ABD Hukukundaki Manipülasyon Düzenlemeleri

ABD’de özellikle 1930’lu yıllara kadar, gerek hisse senetlerinin değerini etkileyecek yanlış bilgiler verilmesi ile gerçeğe aykırı aldatıcı reklamlar yapılması ve gerekse suni havuzlar oluşturularak görünürde işlemlerle hisse senetlerinin fiyatlarının etkilenecek kazançlar elde edilmesi, ülke ekonomisini büyük zararlara sokmuştur. Esasen bu tür eylemler hukuka ve ahlaka aykırı sayılıyor ve hile yasasına göre cezalandırılıyordu¹³⁹. Ancak, gerçekte manipülasyonun bir türü olan “başkaları üzerinde, aktif bir piyasanın var olduğu izlenimini meydana getirmeye, onları işlem yapmaya özendirmeye ve böylece fiyatları yükseltmeye yönelik gerçek alım-satım işlemleri” ise yasal faaliyet olarak görülüyordu¹⁴⁰.

1929 krizinden sonra, bilgiye dayalı manipülasyonların ve şirket içerisindeki bilgilerin gizlice öğrenilerek işlem yapılmasının önlenmesi, bu anlamda mali bilgilerin tam ve doğru olarak yatırımcılara sunulması, böylece piyasadaki haksız kazanç sağlanmasının önüne geçilmesi gayeleri ile 1933 tarihli SA (Securities Act: Menkul Kıymetler Kanunu) kabul edilmiştir¹⁴¹.

1933 tarihli SA ile daha önce hile yasası hükümlerine dâhil edilerek cezalandırılan manipülasyon fiilleri, bu kez kendi özel yasasına göre cezalandırılmaya başlandı. Böylelikle sermaye piyasasında haksız kazanç sağlamaya

borsanın ilerlemesi durmuş hatta birkaç büyük holdingin hisse senetleri düşmüştü. Bu düşüş 21 Ekim günü yabancı yatırımcıların kâğıtlarını ellerinden çıkarmalarıyla hızlandı ve “Kara Perşembe” olarak anılan 24 Ekim 1929 Perşembe günü borsa dibe vurdu. 1929 yılının fiyatlarıyla 4.2 milyar dolar yok oldu. 29 Ekim 1929 gününün fiyatlarına bakıldığında bir yıl öncesinin karının bile sıfırlandığı görülür. 21-29 Ekim 1929 tarihleri arasındaki fark Dow Jones sanayi ortalamasının 328’den 230’a düştüğünü gösterir. Bu süreçte 4.000 kadar banka batmış, binlerce insanın mal varlığı yok olmuştur”. (http://tr.wikipedia.org/wiki/1929_D%C3%BCnya_Ekonomik_Bunal%C4%B1m%C4%B1, çevrimiçi: 29.01.2010).

¹³⁸ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 22.

¹³⁹ KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2, s. 333.

¹⁴⁰ KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2, s. 333. Bu tür eylemler 1934 tarihli SEA ile yasaklanarak yaptırım altına alınmıştır.

¹⁴¹ TURANBOY, İnsider Muameleleri, s. 21.

çalışanların hareket alanları daha da daraltılmış oldu. Yasanın 17'nci maddesinde sermaye piyasalarının alım-satımında hileli hareketler yapılmasını önlemek için düzenleme yapılmıştır. Bu maddeye göre, “yatırım sahiplerini aldatmak için senaryo düzenlemek, önemli bilgiyi saklayarak, yanlış haber yaparak menfaat temin etmek” fiilleri yaptırım altına alınmıştır¹⁴².

1933 tarihli SA birinci el piyasalarda kamunun aydınlatılması ilkesini esas almış iken; 1934 tarihli SEA (Securities Exchange Act: Menkul Kıymetler Borsası Kanunu), ikinci el piyasalarda kamunun sürekli aydınlatılması ilkesini esas almış ve bu yönde ayrıntılı düzenlemeler içermiştir¹⁴³. Kongre tutanaklarına göre yasanın amacı, “yatırımcıların korunabilmeleri için, yatırım kararı verebilmelerine etkili olabilecek bilgilerin bütünüyle açıklanmasıdır”¹⁴⁴. Yasanın çıkarılma nedeni ise, 1933 tarihli SA'daki düzenlemelere göre birinci el piyasada açıklanan bilgilerin ikinci el piyasadaki işlemler sırasında güncelliğini yitirmesi, ikinci el piyasadaki hileli ve aldatıcı hareketlerin engellenmesinde SA düzenlemelerinin yetersiz kalmasıdır¹⁴⁵.

Piyasadaki haksız kazançların önlenmesi, kamuyu aydınlatma ilkesinin tam olarak uygulanmasının sağlanması amacıyla sermaye piyasasını izleyen bir kurumun oluşturulması için bağımsız idari otorite niteliğindeki SEC kurulmuştur¹⁴⁶.

SEA'nın 10/b maddesine göre “herhangi bir kimsenin, menkul kıymet borsalarına kote edilmiş veya edilmemiş herhangi bir menkul kıymetin alım veya satımı ile ilgili olarak her türlü hileli veya yanıltıcı yollara başvurusu veya SEC'in kamu yararı veya yatırımcıların korunması açısından uygun veya lüzumlu görebileceği hüküm ve kurallara aykırı şekilde davranması yasaktır”. Görüldüğü gibi, SEA'nın 10'uncu maddesinde ne tür eylemlerin hileli sayıldığı belirtilmemiş, bu konuda SEC'e kural belirleme yetkisi verilmiş, Komisyonun manipülasyonun önlenmesi için getirdiği kuralların ihlali suç saymıştır. SEA, sermaye piyasası hukukunun dinamik özelliğini dikkate alarak SEC'i geniş yetkilerle donatmıştır. Bu

¹⁴² EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 97.

¹⁴³ İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s. 31; EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 97.

¹⁴⁴ TURANBOY, Insider Muameleleri, s. 23.

¹⁴⁵ İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s.31; KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 1, s. 236; TURANBOY, Insider Muameleleri, s. 24.

¹⁴⁶ TURANBOY, Insider Muameleleri, s. 21.

yetkiyi kullanan SEC, 10/b-5 sayılı hileli eylemlerle ilgili bir çerçeve çizen kuralını koymuştur. ABD’de manipölasyonlarla ilgili birçok mahkeme kararında esas alınan, içtihatların oluşmasında önemli bir rol oynayan¹⁴⁷ bu kural şöyledir:

- Aldatmak amacıyla herhangi bir plan, vasıta veya marifet kullanmak,
- (Sermaye piyasası ile ilgili) maddi olaylar hakkında gerçeğe aykırı açıklamalarda bulunmak veya açıklamanın yapıldığı şartlar altında üçüncü şahısların bu açıklamalardan yanılmamaları için gerekli olan önemli bilgileri açıklamamak,
- Menkul kıymetin alım-satımı sırasında herhangi biri üzerinde hile etkisi bırakacak veya onu aldatacak her türlü davranışta bulunmak yasaktır.

Gerek SA’da ve gerekse SEA’da manipölasyonun tanımı yapılmamış iken, SEC’in 10/b-5 kuralına istinaden Amerikan Yüksek Mahkemesi ve Amerikan Temyiz Mahkemesi tarafından çeşitli tanımlar yapılmıştır. ABD Yüksek Mahkemesi, 10/b-5’i uyguladığı davalarda genel olarak aldatma unsurunun olup olmadığını aramıştır¹⁴⁸.

SEA’nın 9/a maddesinde sınırlayıcı olmamak üzere manipölasyon teşkil eden birtakım işlem kalıpları belirlenmiştir. Maddedeki işlem kalıplarını şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Gerçekte mülkiyet değişikliği yaratmayan alım-satım işlemleri¹⁴⁹;
- Diğer şahısları bir sermaye piyasası almaya, satmaya sevk etmek için fiyatları sabit tutmaya, azaltmaya ya da yükseltmeye yönelik bir dizi işlem yapmak;

¹⁴⁷ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 23; TURANBOY, Insider Muameleleri, s. 27.

¹⁴⁸ KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2, s. 471.

¹⁴⁹ Bunlar “yıkama satışlar (wash sales)” ve “eşleştirilmiş emirler (matched orders)”dir. Bu tür işlemlerde gerçekte hem alıcı hem de satıcı genelde aynı ya da ortak havuz oluşturan anlaşmalı kişilerdir. Amaç menkul kıymetin fiyatını artırmak, aynı seviyede tutmak ya da aktif bir piyasanın olduğu izlenimi oluşturmaktır. Böylece yükselen fiyattan elde edilen menkul kıymetleri satacaklar, bilahare fiyatların düşmesini bekleyecekler ve yeniden alış yaparak kâr elde edeceklerdir. Amerikan Temyiz Mahkemesi, yıkama satışlar ile eşleştirilmiş emirlerin kendiliğinden manipölasyon teşkil ettiğini, bu eylemlerin içersinde kastın kendiliğinden mevcut olduğunu kabul etmiştir (bkz. KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2, s. 335).

- Piyasada işlem yapanların ya da aracıl原因ın menkul kıymetlerin değerini etkileme yönünde şayia çıkarmaları, gerçeğe aykırı ve aldatıcı açıklamalar yapılması;
- Aracı ya da yatırımcılardan menfaat sağlanarak, menkul kıymetin değerini etkileyecek şayia çıkarılması ya da yayılması;
- (Birinci el piyasada) fiyat istikrar işlemleri ile ilgili olarak SEC'in koyduğu kuralların ihlal edilmesi.

1933 tarihli SA'nın 24'üncü, 1934 tarihli SEA'nın 32'nci maddeleri gereğince manipülasyon suçları kasıtlı işlenen suçlardır. Ancak, yasada açıkça sayılmamış olup SEC'in yasadan (SEA'nın 10/b maddesinden) kaynaklanan yetkisi ile yaptığı düzenlemelerden haberdar olmayan şahıslar için bir kurtuluş beyyinesi getirilmiştir. Buna göre, SEC tarafından konulmuş bir kural veya düzenlemeden haberdar olmadığını ispat eden şahıslar cezalandırılmaz¹⁵⁰.

2.2. ÜLKEMİZDEKİ MANİPÜLASYONLARIN TARİHİ SEYRİ

2.2.1 1854 Kırım Savaşı Ortamı

Esasen Kırım Savaşından önce de, özellikle Osmanlı Devleti'nin içersindeki azınlıklar, Sanayi Devriminden sonra ortaya çıkan Avrupalı büyük şirketlerin hisse senetleriyle ilgilenmişlerdi. Türklerin borsa ile geniş çaplı ilgilenmeleri ise Tanzimat hareketlerinin getirdiği kültürel, politik, sosyal ve ekonomik yenilikler ile birlikte olmuştur¹⁵¹.

1854 yılında Kırım Savaşı nedeniyle Devletin acil sıcak paraya ihtiyacının bulunması, İngiltere ile Fransa'nın çıkarılan tahvillere kefil olmasının da teşviki nedeniyle tarihte ilk olarak iç borçlanma yoluna gidilmiştir. Çıkarılan bu tahviller diğer yerli ve yabancı anonim şirketlerin hisse senetleri gibi piyasada kolaylıkla alınıp satılır hale gelmiştir¹⁵². Hatta bu kolaylığın sağlanabilmesi için önceleri nama yazılı olup defterlere kaydedilen bu tahviller, zamanla ortadan kaldırılarak hamiline

¹⁵⁰ KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 1, s. 239.

¹⁵¹ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 8; KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 31.

¹⁵² KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 31.

yazılı senetler haline getirilmiştir¹⁵³. Bunlar ile önceki borçlanmaların konsolide edilmesi amacıyla çıkarılan ve genel olarak “Eshamı Cedide” denilen ancak borsa çevresinde “konsolid” olarak adlandırılan bu tahviller gerek borsa içinde ve gerekse borsa dışında yoğun rağbet görmüştür¹⁵⁴. Adeta para gibi tedavül etmiş; Londra ve Paris gibi Avrupa’nın büyük borsalarında dahi işlem görmüştür. Konsolidler, Galata Borsasında büyük bankerlerin yönlendirdiği manipülasyonların bir aracı haline gelmiştir¹⁵⁵. Elinde konsolid olmayan şahısların dahi, bunların değerinin ne kadar artacağı hususunda bahse tutuştukları, “hava” adı verilen bir itibari kıymet belirleyerek konsolidlerin havasını alıp sattıkları, “hava oyunları” adı ile anılan, adeta bir kumar halini almış manipülatif esaslı işlemler yapılmaya başlanmıştır¹⁵⁶. Aracılar ve bankerler, özellikle devlet içersindeki derin ilişkilerini kullanarak hükümetin durumu, yeni tahvil çıkarılıp çıkarılmayacağı, faiz oranlarının artıp artmayacağı, ödemelerin zamanında yapılıp yapılmayacağı ile ilgili haberlere ulaşarak, tahvillerin değerinin düşeceğini önceden bilip, eldeki kâğıtların değerini yükseltecek politik haberler üretmişler ve fiyatları yükselen kâğıtları satıp büyük kazançlar elde etmişlerdir¹⁵⁷. Hava oyunları, kısa sürede para kazanmak isteyen, mali durumunu bu yöntemle düzeltmek isteyen her türlü çevreden çok sayıda insanın ilgisini çekmiş ve tecrübesi olmayan çok sayıda insanın ekonomik mahvına yol açmıştır.

2.2.2 1875 Mahmut Nedim Paşa Olayı

1875 yılında Sadrazamlık görevini yürüten Mahmut Nedim Paşa, özel danışmanı “John Pasha” vasıtasıyla piyasada çok miktarda tahviller satmış, bilahare kendisinin ve devletin üst düzey görevlilerinin de bulunduğu bir komisyonda, Devlet

¹⁵³ ZİYA, Borsa Rehberi, s. 15.

¹⁵⁴ FERTEKLİGİL, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi, s. 72; ZİYA, Borsa Rehberi, s. 16.

¹⁵⁵ FERTEKLİGİL, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi, s. 72.

¹⁵⁶ Konsolid (devlet tahvili) üzerinde yapılan manipülatif işlemlere “hava oyunları” adını veren, bu hususta 1875 yılında “Konsolidenin Hava Oyunlarıyla Sair Muamelatı Hakkında ve Müstekrezat Maliyeye Dair Risaledir” isimli, bilgisiz ve tecrübesiz yatırımcıların nasıl aldatıldıklarını, kurgusal diyaloglarla anlattığı 66 sayfalık kitapçık çıkartan İstanbul Borsası’nın ilk komiseri Abidin Bey’dir. Adı geçen kitapçıktan geniş diyalog alıntıları için bkz. FERTEKLİGİL, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi, s. 72 vd.

¹⁵⁷ FERTEKLİGİL, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi, s. 79.

bütçesindeki açıklar nedeniyle tahvillerin anapara ve faizlerinin yarısının beş yıl içerisinde ödeneceği, kalan yarısı için de on yıl vadeli %5 faizli tahviller çıkarılacağına ilişkin karar alınmasını sağlamıştır. Karardan önceden haberi olanlar, kararın duyurulmasından önce ellerindeki tahvilleri yüksek fiyattan satmışlar, kararın açıklanmasından sonra yarıya düşen fiyatlardan alımlar yaparak yüklü kârlar elde etmişlerdir¹⁵⁸. Alınan bu tahvillerin ödenmesinin ertelenmesi ve yeniden yapılandırılması, İstanbul Borsası'nı olduğu kadar diğer Avrupa borsalarını da derinden etkilemiş, yatırımcılar uzun süre konsolid satın almaya ilgisiz kalmışlardır¹⁵⁹.

2.2.3 1895 Altın Şirketi Olayı

1895 yılında Osmanlı Bankası müdürü olan Sir Edgar Wincent isimli şahıs ilginç bir olay tertiplemiştir. Önce Güney Afrika'ya doğru bir seyahate çıkmış, daha gideceği yere ulaşmadan, zengin altın yatakları bulduğu haberini İstanbul'a telgrafla bildirmiş ve kısa sürede İstanbul'a dönerek bir altın şirketi kurdurmuş, şirketin hisse senetlerini piyasaya sürdürmüştür. Çokça reklamı yapılan bu şirketin hisse senetleri yüksek fiyatlardan kısa sürede satılmış, ancak olayın gerçek yüzü ortaya çıkınca hisse senetlerini satın alanlar bunları elden çıkarmaya çalışmışlar, yok pahasına satmışlardır¹⁶⁰. Bu olayın üzerine Ermeni olayı gibi birtakım iç olayların da eklenmesi ile borsa iyice krize sürüklenmiş, Borsa'nın isteği ile hükümet, Borsayı dört ay süre ile kapatmış, bu süre zarfında birçok borsacı işi bırakarak başka alanlara yönelmiştir¹⁶¹.

Altın şirketi olayı, bu olayın piyasa üzerindeki olumsuz etkilerinin uzun süre giderilememesi, iç karışıklıklar, sık yaşanan savaş yılları borsanın gelişmesini olumsuz etkilemiş, Cumhuriyetin ilanından sonra ise, kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, milli ve dışa kapalı ekonomi düzenine geçilmesi,

¹⁵⁸ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 47; ZİYA, Borsa Rehberi, s.16.

¹⁵⁹ ZİYA, Borsa Rehberi, s. 16.

¹⁶⁰ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 48; ZİYA, Borsa Rehberi, s.17.

¹⁶¹ ZİYA, Borsa Rehberi, s. 18.

borsanın yabancı unsurlardan arındırılması ile sermaye piyasası önemli ölçüde küçülmüştür¹⁶².

2.2.4 Bankerler Olayı

Türkiye'deki sermaye piyasasının gelişmesinde bir acı tecrübe olarak 1979-1981 yılları arasında yaşanan bankerler olayının da etkili olduğu dile getirilmiştir¹⁶³. Bu olay sermaye piyasası ile doğrudan ilgili olmayıp esasen para piyasası ile ilgilidir. Ancak, bileşik kaplardakine benzer şekilde para piyasasında meydana gelen bu olumsuz durum sermaye piyasasını da derinden etkilemiştir¹⁶⁴. Bankerler, esasen 1970'li yıllardaki %107'lere çıkan yüksek enflasyon, yetersiz mevzuat ve bankalara konulan faiz sınırı ortamında boy göstermişlerdir. Bankalara konan faiz haddinin bankerlere uygulanmayışı, para piyasasından anlamayan, alt yapısı yetersiz bu şahısların yüksek faiz oranları ile para toplamalarına, toplanan bu paraların verimli yerlere plase edilmeyerek batmasına yol açmıştır¹⁶⁵. Bankerler, paraları toplarken tahvil, mevduat sertifikası gibi menkul kıymetleri yatırımcılarına vermişler, kendilerinin ekonomik güçleri ve tecrübeleriyle ilgili olarak medya araçlarını kullanarak reklam yoluyla halka yanıltıcı bilgi yaymışlar, tasarrufların sermaye piyasasından ziyade kendilerine akmasını sağlayarak yaptıkları aldatıcı hareketlerle sermaye piyasasını olumsuz etkilemişlerdir. Sonuç olarak da çok sayıda ailenin mağduriyetine yol açan bankerlerin batması üzerine bu alandaki boşluğu doldurmak, yatırımcıların korunmasını sağlamak gayesi ile bir tepki kanunu olarak SerPK çıkarılmıştır¹⁶⁶.

¹⁶² KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 31.

¹⁶³ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 217; KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 33.

¹⁶⁴ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 217.

¹⁶⁵ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 217.

¹⁶⁶ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 217.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MANİPÜLASYON KAVRAMI, MANİPÜLASYONUN ÇERÇEVESİNİN BELİRLENMESİ, ÇEŞİTLERİ VE CEZAI SONUÇLARI

3.1. GENEL OLARAK

SerPK’da manipülasyon suçu 47’nci maddesinin 1’inci fıkrasının A bendinin 2 ve 3 no.lu alt bentlerinde düzenlenmiştir. 2 no.lu bentte, “Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak”, 3 no.lu bentte ise “Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgileri açıklamamak” suç olarak düzenlenmiştir. Her iki bentte öngörülen ceza miktarı aynı olmasına rağmen, maddi unsurları itibariyle birbirinden ayrıldıkları görülmektedir. 2 no.lu bentte sermaye piyasasında alım-satım yapılarak sermaye piyasası aracının değerini etkileme hali söz konusu iken; 3 no.lu bentte, sermaye piyasası aracının değerini etkileyen unsur, bilginin saklanması ya da gerçeğe aykırı olarak yayılmasıdır. İşte bu maddi unsurların ayrımından hareketle doktrinde, 2 no.lu bentteki suça “işleme dayalı manipülasyon”, 3 no.lu bentteki suça ise “bilgiye dayalı manipülasyon” adı verilerek ikili bir ayrıma gidildiği görülmektedir.

Buna karşın, doktrinde, bilgiye ve işleme dayalı manipülasyon yanında, “davranış bazlı manipülasyon” olarak adlandırılan üçüncü bir gruptan da söz edilmektedir.

Chambers, davranış bazlı manipülasyonu şu şekilde izah etmektedir: “Davranış bazlı manipülasyon, hisse senedinin gerçek ya da tahmin edilebilir değerini değiştirmek amacıyla yapılan davranışlar bütünüdür. Yapılan temel davranış ise devralma fiyat teklifini yükseltmektir. Burada manipülatör bir şirketin hisse senetlerini satın aldıktan sonra bu hisse senetlerini devretmek için fiyat teklifi verir. Bu da şirketin hisse senetlerinin fiyatının yükselmesine neden olur. Fiyatlar yükseldikten sonra da manipülatör elindeki hisse senetlerini bu yüksek fiyattan satarak kazanç sağlar. Doğal olarak, bundan sonra da teklif fiyatı düşüşe geçer”¹⁶⁷.

Yazarın davranış bazlı manipülasyon açıklamaları incelendiğinde, fiyat teklifi, fiyatın yükselmesi, satış gibi kavramlara ağırlık verdiği, halbuki sözkonusu faaliyetlerin, sermaye piyasasındaki işlemlerin birer parçası olduğu görülmektedir. Bu nedenle, bahsedilen faaliyetlerin, işleme dayalı olarak yapılan manipülasyonun içerisinde değerlendirilmesi gerekmektedir. Biz çalışmamızda genel kabul gören ayırmadan hareketle manipülasyon çeşitlerini “işleme dayalı” ve “bilgiye dayalı” olarak iki ana sınıf halinde inceleyeceğiz¹⁶⁸.

Çalışmamızın bu bölümünde, önce manipülasyon kavramı üzerinde durup manipülasyon düzenlemeleriyle korunan hukuki yarar ile manipülasyonun maddi konusunu açıklayacağız. Bilahare SerPK’da öngörülen manipülasyon çeşitlerini irdeleyip sınırlarını belirlemeye çalışırken benzer ekonomik suçlarla mukayesesini de yapacağız.

3.2. MANİPÜLASYON KAVRAMI, TANIM SORUNU

“Manipülasyon” kavramı, Fransızca kaynaklı bir kelime olarak literatürümüze yerleşmiştir. Büyük Türkçe Sözlükte bu kelimenin anlamı, “yönlendirme; seçme, ekleme ve çıkarma yoluyla bilgileri değiştirme; varlıkları yapıcı, açıklayıcı ve yararlı bir biçimde kullanma işi” olarak verilmiştir¹⁶⁹. Burada sermaye piyasasına ilişkin en yakın anlamı olarak “yönlendirme” kavramını dikkate

¹⁶⁷ CHAMBERS, Sermaye Piyasalarında Manipülasyon, s. 63.

¹⁶⁸ Nitekim SPK, Aralık 2003 tarihinde hazırladığı “Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Kullanılan Yöntem Örnekleri, Manipülatif İşlem Kalıbı Örnekleri, Korunma Yolları” başlıklı çalışmasında da manipülasyonu “işlem bazlı” ve “bilgi bazlı” olarak iki gruba ayırmıştır.

¹⁶⁹ TDK, Büyük Türkçe Sözlük, <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=manip%FClasyon&ayn=tam, çevrimiçi: 27.02.2010>.

alabiliriz. Ancak bu kelime de başlı başına “manipülasyon” kavramını tam karşılamaktan uzaktır. Yabancı kaynaklı olsa da “manipülasyon” kelimesi artık diğer ülkelerde olduğu gibi bizim dilimize de yerleşmiş, evrensel bir sermaye piyasası terimi haline gelmiştir.

“Manipülasyon” kavramı yerine doktrinde, “sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyecek aldatıcı hareketler yapmak”, “menkul değerlerin fiyatlarını etkileyebilecek hileli hareketlerde bulunmak” ve “piyasa muvazaası” gibi ifadeler de kullanılmıştır¹⁷⁰. Ancak bu ifadelerden ilk ikisinin terim olmaktan ziyade bir tanımlama olma niteliğinde olduğunu, özellikle yaygın kullanılan bilgiye dayalı manipülasyonu kapsamakta ve ifade etmekte yetersiz kaldığını, muvazaanın ise daha çok özel hukuk (borçlar hukuku) uygulamalarını çağrıştırdığını, yine kamuya açıklanması zorunlu olan bilginin açıklanmayarak haksız çıkar sağlanması eylemlerini ifade etmekte yetersiz kaldığını düşünmekteyiz. Bu nedenlerle biz çalışmamızda, artık evrensel bir boyut kazanan, uygulamada yerleşen “manipülasyon” terimini kullanacağız.

Doktrinde, manipülasyona ilişkin olarak yapılan tanımlardan bazıları şunlardır:

“Manipülasyon, sermaye piyasalarında sermaye piyasası araçlarının fiyatının yapay olarak kontrol edilmesi ve yönlendirilmesi çabalarıdır”¹⁷¹.

“Manipülasyon, arz ve talep güçlerine müdahale etmek suretiyle yapılan bir sermaye piyasası aracının fiyatındaki aldatıcı harekettir”¹⁷².

“Manipülasyon, sermaye piyasalarında alım satım konu olan finansal varlıkların fiyat oluşumuna gerçek ve kabul edilebilir bir nedene dayanmaksızın etkide bulunulması, kendi amaç ve istekleri doğrultusunda diğer yatırımcıların yanlış

¹⁷⁰ “Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyecek aldatıcı hareketler yapmak” ifadesi için bkz. EVİK, Ali Hakan, Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (manipülasyon) Suçları. “Menkul değerlerin fiyatlarını etkileyebilecek hileli hareketlerde bulunmak” ifadesi için bkz. ERMAN, Sahir, Şirketler Ceza Hukuku, Ticari Ceza Hukuku, İstanbul 1993, C. VII, s. 132 vd. “Piyasa muvazaası” için bkz. KÜTÜKÇÜ, Doğan, Sermaye Piyasası Hukuku, Beta Yayınları, İstanbul, 2004, C. 2, s. 326 vd.

¹⁷¹ KÜÇÜKSÖZEN, Sermaye Piyasasında Yatırımcının, s. 178.

¹⁷² KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2, s. 326.

yönlendirilmesi ve bunların menfaat sağlamaya yönelik olarak yapılmasını içeren davranış ve işlemlerin bütünüdür”¹⁷³.

“Manipülasyon, bilerek ve isteyerek, sermaye piyasası fiyatlarını kontrol etmek veya yapay şekilde etkilemek suretiyle yatırımcıları aldatmayı ve dolandırmayı amaçlayan davranışlardır”¹⁷⁴.

“Manipülasyon, genelde milli ekonomiyi, özelde de yatırımlarını sermaye piyasasında değerlendiren tasarruf sahiplerinin mali haklarını ve borsada işlem gören menkul kıymetlerin değerini (fiyatını), kamuyu aydınlatma ilkesi düzenlemelerine aykırı olarak, gerçek olmayan alım-satımlar veya açıklamalarda bulunmak suretiyle, yapay bir şekilde etkileyebilecek aldatıcı işlemler yapmaktır”¹⁷⁵.

Yapılan bu tanımlara yakından bakıldığında, manipülasyonun bütün çeşitlerini ve unsurlarını belirleyecek ve tamamını kapsayacak şekilde olmadıkları görülmektedir.

İMKB, yatırımcıları bilgilendirmek için çıkardığı eğitim setinde manipülasyonu “menkul kıymetlerin arz ve talebinin, dolayısıyla da etkin bir piyasanın varlığının temel koşullarından biri olan fiyatlarının herhangi bir bilgiye ya da iktisaden anlamlı bir nedene dayanmadan etkilenmesine yönelik her türlü müdahaleler”¹⁷⁶ olarak tanımlamış, sermaye piyasası araçlarının fiyatını yapay yollarla etkilemek veya kontrol etmek suretiyle yatırımcıları aldatmayı veya yanıltmayı amaçlayan tüm kasıtlı eylemleri kapsadığını belirtmiştir.

SPK, aracı kuruluşları, yatırımcıları ve kamuyu bilgilendirmek, manipülatif işlem ve yöntemleri açıklamak ve bu fiillere karşı korunma yöntemleri konusunda kamuyu aydınlatmak amacıyla Aralık 2003 tarihinde hazırladığı bir çalışmada, manipülasyona ilişkin çeşitli ülke mevzuatları, doktrin ve mahkeme kararlarındaki

¹⁷³ CHAMBERS, Nurgül, Sermaye Piyasalarında Manipülasyon ve İMKB'deki Örnekleri, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 24, (2004), s. 63.

¹⁷⁴ UĞURLU, Erdoğan, Yazılı Basının Hisse Senetleri Piyasası Üzerindeki Etkisi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İletişim Bilimleri Anabilim Dalı, Basın Ekonomisi ve İşletmeciliği Bilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2002, s. 18.

¹⁷⁵ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 80.

¹⁷⁶ İMKB, Borsa Eğitim Seti, http://www.imkb.gov.tr/Libraries/Egitim_Setleri/imkb_hisse_senetleri_piyasalar%C4%B1.sflb.ash, çevrimiçi: 08.02.2010.

tanımlardan hareketle manipülatif eylemlere ilişkin ortak bir tanımlama yapmıştır. Buna göre,

- Arz ve talebin serbest bir şekilde etkileşimini engelleyerek fiyat mekanizmalarına müdahalede bulunmak,
- İnsanları kandırarak bir menkul kıymette işlem yapmaya sevk etmek,
- Menkul kıymet fiyatını yapay bir seviyede tutmak, maksadıyla tasarlanan eylemler manipülatif olarak kabul edilmektedir¹⁷⁷.

Biz, sermaye piyasasının sürekli değişen ve gelişen yapısı, bilgisayar ve internet kullanımının hızla yaygınlaşması, yeni tür manipülasyon uygulamalarının ortaya çıkması karşısında konunun kelimelerle sınırlandırılmaya çalışılması halinde bazı açıklıklar kalacağını düşünerek, kavram kargaşası da meydana getirmemek için tanım yapmak yerine kavramın, evrensel olarak kabul görmüş unsurlarının belirlenip genel hatlarının çizilerek açıklanmasının daha doğru olacağını düşünmekteyiz¹⁷⁸.

3.3. MANİPÜLASYON DÜZENLEMELERİ İLE KORUNAN HUKUKİ YARAR

SerPK'nın amacı, 1'inci maddesinde belirtildiği gibi; tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemektir. Diğer bir deyişle Yasanın temel amacı, milli ekonominin kalkınmasını ve gelişmesini sağlamaktır. Bunun için de, piyasayı ayakta tutan yatırımcıların hak ve yararlarının korunması zorunludur.

Sermaye piyasasında, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyen; şirketlerin finansal durumları, yönetim şekilleri, ülkenin genel ekonomik durumu, alınan yatırım kararları, işleyiş ve mali durumla ilgili kamuya açıklanmış gerçek bilgiler, reklam, vergi istisna ve muafiyetleri gibi pek çok faktör vardır. Normal

¹⁷⁷ SPK, Yatırımcı Köşesi, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Kullanılan Yöntem Örnekleri, Manipülatif İşlem Kalıbı Örnekleri, Korunma Yolları <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pid=7&menuid=3&subid=0&fn=370.pdf>, çevrimiçi: 23.10.2009.

¹⁷⁸ Aynı doğrultudaki görüş için bkz. MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, s. 14, 15.

koşullar altında, bir başka deyişle hukuki zemin içerisinde, fiyat, bu faktörlerin etkisiyle arz ve talep sonucunda oluşur. Manipülasyon ise dışarıdan bu faktörlere yapay bir müdahale teşkil eder ve piyasanın işleyişini doğal mecrasından çıkarır. Doğal mecrasından çıkan piyasada, iyi niyetli yatırımcıların zarara uğraması, bunların piyasadan uzaklaşmalarına yol açar, yapılan halka arza ilgi azalır ve böylelikle şirketlerin halka açılmaları, taze kaynak sağlamaları güçleşir. Ayakta kalamayan bu işletmelerin ekonomi ve ticari hayatın dışında kalmaları sonucunda da ülke ekonomisi hedeflediği büyüme oranlarını gerçekleştiremez. Sermaye piyasası araçlarındaki manipülasyon sonucu oluşan fiyatlardaki değişiklikler bütün mal ve değerlerin fiyatlarına ve hatta banka faizlerine de derece derece etki yapar¹⁷⁹. Tüm bu açıklamalardan anlaşılacağı gibi, manipülasyon ile korunmak istenen öncelikli olarak milli ekonomidir.

Manipülasyon düzenlemeleri ile korunmak istenen ikinci grup ise, sermaye piyasasında menkul kıymetlerini halka arz eden veya satan şirketler ile bunları alan yatırımcıların iktisadi menfaatleridir¹⁸⁰. Sermaye piyasası, tasarruflarını yatırıma dönüştürmek isteyen küçük ve büyük yatırımcılar ile mali kaynak veya büyüme ihtiyacı nedeniyle, piyasaya menkul kıymet ihraç eden şirketleri doğrudan ve süratle karşı karşıya getirdiğinden, daha az maliyetle daha fazla kaynak sağlanması, istendiğinde menkul kıymetin nakde çevrilmesi, tüketim eğiliminin tasarrufa dönüştürülmesi imkânı verdiğinden¹⁸¹ bu sistemin işlemesine dışarıdan yapılacak bir müdahale bu şahısların pozisyonlarının bozulmasına yol açacak ve piyasadan çekilmeleri sonucunu doğuracaktır.

Manipülasyon yoluyla fırsat eşitliğinin, dürüstlük ve rekabet kurallarının, dolayısıyla fiyat oluşum mekanizmasının bozulmasının temelinde kamuyu aydınlatma ilkesinin tam olarak uygulanmaması yatmaktadır¹⁸². Zira etkin, sürekli, zamanında bir bilgilendirmeyi ifade eden kamuya aydınlatma ilkesi gereği, yatırımcı, sermaye piyasası aracı ihraç eden AO'nun yönetimi ve mali durumu hakkında edindiği bilgiyi kullanarak, arz edilen aracın belirlenen fiyatının gerçek değerine

¹⁷⁹ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 134.

¹⁸⁰ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 134.

¹⁸¹ KARSLI, Borsa, Sermaye Piyasası, s. 20, 21.

¹⁸² MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 20, 21.

uygun olup olmadığını belirleyerek yatırım kararı alacak ya da almaktan vazgeçecek, bu şekilde hem aydınlanmış, hem de aldatılmalara karşı korunmuş, aldanmamış olacaktır¹⁸³.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, açıklanan bilgiler, mali tablo ve raporların bütün yatırımcılar tarafından aynı düzeyde yorumlanamayacağı, yatırımcılar arasında eşitsizliğe yol açabileceği noktasında haklı olarak eleştirilebilmektedir¹⁸⁴. Ancak, bu durum kamuyu aydınlatma ilkesinin gereksiz olduğunu veya haksız kazanca yol açtığını göstermez. Aksine, kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulanmasında, sadece sermaye piyasasında olup biten olaylar ve şirketlerin mali bilançolarının açıklanması ile yetinilmemesi gerektiğini, bunun yanında, yatırımcıların gerek SPK ve gerekse piyasanın diğer denetim yetkisine sahip İMKB, VOB, TSPAKB gibi kuruluşlar veya aracı kurumlarca, piyasanın dengesini bozmaya yönelik, gerçekleşen olaylar ya da olabilecek tehlikeli durumlar hakkında sürekli olarak bilgilendirilmeleri, eğitici faaliyetlere tabi tutulmaları gerektiğini ifade eder. Bu sayede piyasaya girmek isteyen diğer yatırımcılar da özendirilmiş, önyargılarından arındırılmış olacak ve sermaye piyasası hak ettiği derinliğe kavuşacaktır.

Sermaye piyasasının dengesini bozan eylemlerin kısa zamanda yaptırıma bağlandığını gören yatırımcılar, hukukun korumasından yararlandıklarını gördükçe kendilerini güvende hissedecekler, piyasa suistimaline yönelen şahıslar ise hareket alanlarının daraldığını anlayıp, caydırıcı etki nedeniyle piyasadan çekileceklerdir.

3.4. MANİPÜLASYONUN MADDİ KONUSU

SerPK'nın 47'nci maddesinin 1'inci fıkrasının A-2 bendinde “yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler”; A-3 bendinde de “sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren, haber yayan, yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle,

¹⁸³ KÜÇÜKSÖZEN, Sermaye Piyasasında Yatırımcının, s. 15.

¹⁸⁴ KÜÇÜKSÖZEN, Sermaye Piyasasında Yatırımcının, s. 16.

tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler” cezalandırılmakta olup, her iki manipölasyon halinde de suçun maddi konusunu sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır.

Uygulamada “sermaye piyasası araçları” yerine “menkul kıymetler” teriminin de kullanıldığı görülmektedir. Ancak, sermaye piyasası araçları, menkul kıymetlerle birlikte, şartları SPK tarafından belirlenen, nukut, çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları dışındaki evrakları da kapsamına alan üst kavramdır.

SerPK’nın 3’üncü maddesinde, nukut, çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikalarının sermaye piyasası araçları arasına dâhil edilemeyeceği belirtilmiş olmakla, SPK’ya bunların dışında bir sermaye piyasası aracı geliştirme ve belirleme yetkisi verilmiştir¹⁸⁵. Ancak, uygulamada diğer sermaye piyasası aracı niteliğindeki belgelerin neler olduğu hususunda kesin bir bilgi bulunmamakta olup, Kurul tarafından bu konuda çıkarılmış herhangi bir tebliğ ya da yönetmelik de yoktur¹⁸⁶. Bununla birlikte SerPK’nın 22/j maddesindeki “ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve döviz dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dâhil her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını, bu araçların işlem göreceği borsalar ve piyasalarda çalışacakların denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemenin SPK’ya ait olduğu” hükmünden hareketle burada geçen “türev aracın” diğer sermaye piyasası aracı niteliğinde olduğu savunulmuştur¹⁸⁷. Bu görüşün maddenin gerekçesi ile de örtüştüğü görülmektedir. Zira madde gerekçesinde, “...sermaye piyasasının hızlı bir gelişim sürecinde olması ve dinamik yapısı gözetilerek; mevzuatın, piyasanın ihtiyaçlarına paralel gelişmesini teminen, Kurulun, yeni sermaye piyasası aracı türleri ve sermaye piyasası kurumları ihdas etmesi, sermaye piyasasının yapısına uygun varlığa dayalı senetlerle, bunları

¹⁸⁵ SerPK madde gerekçesinde, “...Hiçbir şekilde sermaye piyasası aracı kapsamına alınmayacak olan ve esasen para piyasası aracı sayılan banknot ve döviz ile münferit borç ilişkilerine dayanan kredi ve ödeme aracı niteliğini haiz kambiyo senetleri, sermaye piyasası araçlarının dışında bırakılmıştır. Böylece uygulamada ortaya çıkabilecek tereddütlerin giderilmesi amaçlanmıştır.” denilerek sermaye piyasası araçları olarak belirlenecek belgelerin sınırları çizilmiştir. Maddedeki “nukut” ifadesinin (bu kavram, yasa metnlerinin çoğunda nutuk olarak yanlış şekilde yazılmıştır), banknot ve döviz yerine kullanılan bir terim olduğu anlaşılmaktadır. Zira TDK’nın Büyük Türkçe Sözlüğünde de “nukut”un anlamının “paralar” olduğu ifade edilmiştir. Bkz. <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=nukut&ayn=tam>, çevrimiçi: 31.03.2010.

¹⁸⁶ ÜNAL, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 40.

¹⁸⁷ Bkz. EVİK, Manipölasyon Suçları, s. 155.

ihraç edecek finansman şirketlerinin düzenlenmesi, halen açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemlerini piyasada yaygın biçimde yapılan, vadeli işlem sözleşmeleri ile menkul kıymetlerin geri satın alma veya satma taahhüdüyle alım satımı işlemlerine yasal bir çerçeve kazandırmasından...” bahsedildiği görülmektedir¹⁸⁸. Buradan da anlaşılabacağı gibi, manipülasyon suçunun maddi konusunu sadece menkul kıymetler oluşturmaz. Menkul kıymetlerin yanında, diğer sermaye piyasası araçlarından olan türev araçların, mahsus borsalarında alınıp satılmasında da manipülasyon sözkonusu olabilir.

Suçun maddi konusunu oluşturan sermaye piyasası araçları üzerinde manipülasyon suçunun işlenmesi için, sermaye piyasası aracının mutlaka ilgili borsaya kota edilmesi yani borsada işlem görmesi gerekmektedir. Borsaya kayıtlı olan sermaye piyasası araçlarının borsa dışında alım-satımı ya da borsaya kayıt edilmeyen sermaye piyasası araçlarının yapay olarak alım-satımının yapılması ile bu suç işlenemez.

3.5. KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ ve MANİPÜLASYONLA İLİŞKİSİ

Manipülasyonun tarihsel süreci ile mukayeseli hukuktaki manipülasyonla mücadele için yapılan düzenlemeler incelendiğinde, devletlerin özellikle ağırlık verip üzerinde çalıştıkları konunun, kamuyu aydınlatma ilkesinin sermaye piyasasına hakim kılınması amacı olduğu görülmektedir. Bu nedenle, kamuyu aydınlatma ilkesini ayrı bir başlık altında incelemekte fayda görmekteyiz.

Sermaye piyasasında, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyen pek çok faktörler vardır. Yatırımcılar bu faktörlerden bilgiler vasıtasıyla haberdar olurlar. Fiyat, bu faktörlerin etkisiyle arz ve talebin karşılaşması sonucunda oluşur. Manipülasyon, dışarıdan bu faktörlere yapay bir müdahale teşkil eder ve piyasanın doğal işleyişini bozar. İşte bu noktada yatırımcıların, hangi tür faktörlerin yapay

¹⁸⁸ SerPK’nın 22/j ve 40’ıncı maddelerinde 15.12.1999 Tarih, 4487 Sayılı Yasa ile değişiklik yapılarak, ülkemizde türev araçların alım-satımının yapıldığı, vadeli işlem ve opsiyon borsası kurulmasının yolu açılmış, bununla ilgili olarak hazırlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” 23/02/2001 tarihinde yürürlüğe girmiş ve 19.10.2001 tarih ve 24558 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOB) unvanı altında bir vadeli işlem borsası kurulmuş, 05.03.2004 tarihinde faaliyet izni verilen bu borsa, 04.02.2005 tarihinde resmen faaliyetlerine başlamıştır.

olduğu, gerçek olmadığı, veya hangilerinin gerçek olduğu hakkında anında bilgilendirilmeye ihtiyacı vardır. Yatırımcıların, tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmeleri hususu kamuyu aydınlatma ilkesinin özünü oluşturur. Yatırımcılar ne kadar bilgilendirilirse, manipülasyonların başarı şansı o kadar azalacaktır. Şu halde, kamuyu aydınlatma ilkesi ile manipülasyon arasında bir ters orantılı ilişkinin olduğu açıktır.

Sermaye piyasasının temelini güven esası oluşturur¹⁸⁹. Bu güven ise, yatırımcıların doğru ve zamanında bilgilendirilmesi ve böylece kötü niyetli davranışlara karşı gerekli önlemlerin alınması ile sağlanabilir. Ayrıca yatırımcının gereği gibi korunabilmesi için bilgiye ulaşmak temel bir hak niteliğinde olup, piyasanın saydamlığı yönünden de bu husus asli bir unsurdur¹⁹⁰.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin tam olarak uygulandığı bir piyasada, sermaye piyasası araçlarının fiyatı, o araçla ilgili doğru bilgiler üzerinden oluşacaktır. Yatırımcı, sermaye piyasasıyla ilgili olumlu, olumsuz, gerekli bütün bilgileri edinmekte zorlanırsa, aldatılma tehlikesi ile karşı karşıya kalacak veya piyasaya dahil olmaktan kaçınacaktır.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin gelişmesinden önceki dönemlerde bu ilkenin yerinde “gizlilik esası” mevcuttu ve şirketlere dair bilgilerin çoğunluğu ticari sır kapsamında değerlendirilirdi; bu sırları kamuya açıklamak ise yasaktı¹⁹¹.

Sermaye piyasası hakkında kasıtlı olarak halka yanlış bilgiler verilmesi, ilk olarak İngiltere’yi harekete geçirmiştir. İngiltere’de, 1720 yılında bu tür manipülatif hareketlere çok ağır cezalar getiren “Bubbel Act” isimli bir kanun çıkartılmıştır. Ancak, piyasanın olumsuz yönde etkilenmesi nedeniyle bu kanun yürürlükten kaldırılmıştır. Bilahare, anonim şirketlerin hisse senetlerine ilgi gösteren yatırımcıların, şirketin iç yüzünü öğrenmeleri için gerekli bilgilerin verilmesi gerektiğine işaret eden bir özel komisyon raporunun düzenlenmesinden sonra kamuyu aydınlatma ilkesi doğarak İngiltere’den diğer ülkelere 1800’lü yıllardan

¹⁸⁹ ÇAPANOĞLU, Sermaye Piyasası Özelleştirme, s. 61.

¹⁹⁰ TANÖR, Reha, Türk Sermaye Piyasası, Halka Arz, C. 2, Beta Yayınları, İstanbul, 2000, s. 237.

¹⁹¹ TUNCER, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 324.

sonra yayılmıştır¹⁹². Ülkemizde ise, TTK'daki AO'ların kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında izahname ve sirküler yayımlamalarına ilişkin düzenlemeler bir kenara bırakılırsa kamuyu aydınlatma ilkesinin yasal ortamı ilk kez SerPK ile hazırlanmıştır¹⁹³.

Poroy, kamuyu aydınlatma ilkesini şu şekilde tanımlamıştır: "İç ve dış denetime rağmen ve onunla birlikte, gerek hisse senedi sahiplerinin, gerek katılmayı düşünenlerin -kamu- en iyi korunmalarının yolu AO'nun faaliyeti hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olmalarıdır. AO, ticari sırlar istisna edilirse, camdan bir evde oturmalıdır. Bilanço, rapor, izahname, sirküler gibi belgeler gerekçeler hakkında tam bilgi verecek usul ile yeterli ayrıntıları gösterecek modellere göre düzenlenmelidir, açıklanmalıdır. ABD sisteminde üzerinde en önemle durulan bu açıklamadır: Disclosure¹⁹⁴. Diğer sistemler de bu ilkeyi benimsemişlerdir. Fransa'da publicité, Almanya'da Publizität, Türk sisteminde bu ilke kamuyu aydınlatma olarak adlandırılmıştır"¹⁹⁵.

Tekinalp'in, kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin tanımı şudur: "Ortaklık pay sahipleri ve alacaklıların menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerekse dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin tümüdür"¹⁹⁶.

Doktrinde yapılan bir başka tanım ise şudur: "Kamuyu aydınlatma ilkesi; yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek her türlü bilginin tamlık, açıklık, doğruluk ve dürüstlük çerçevesinde aynı kapsamda ve eş zamanlı olarak sermaye piyasasının tüm muhataplarına sunulmasıdır"¹⁹⁷.

¹⁹² ÇAPANOĞLU, Sermaye Piyasası Özelleştirme, s. 61, TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası, s. 327.

¹⁹³ FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, s. 274; TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası, s. 326.

¹⁹⁴ Disclosure'nin İngilizce-Türkçe sözlüklerdeki anlamı, açığa çıkarma, açıklama, açma, ortaya çıkarma, açığa vurma, kamuya açıklamadır.

¹⁹⁵ POROY (TEKİNALP/ÇAMOĞLU), Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, s. 223, 224.

¹⁹⁶ TEKİNALP, Ünal, Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, İstanbul 1979, s. 10.

¹⁹⁷ İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s. 63.

Bu tanımlardan hareketle, kamuyu aydınlatma ilkesinin iki işlevi olduğunu görmekteyiz. Bu işlevlerden birincisi, yatırımcıların bilgi almada şirketle bir şekilde bağı olanlara nazaran dezavantajlı konumlarının ortadan kaldırılarak bilgi almalarında eşitliğin sağlanması; ikincisi ise, yatırımcıların ve ilgililerin zamanında ve tam bilgilendirilerek hileli işlem yapmak isteyenler yönünden bir caydırıcı görev ifa etmesi, yatırımcılar yönünden aldatılmalarının önlenmesidir¹⁹⁸.

TTK'nın örnek olarak saydığı haksız rekabet hallerinden sayılan hüsnüniyet kaidelerine aykırı davranışlardan biri 57/7 maddesindeki “Müstahdemleri, vekilleri veya diğer yardımcı kimseleri iğfal suretiyle, istihdam edenin veya müvekkillerinin imalat veya ticaret sırlarını ifşa ettirmek veya ele geçirmek”tir. Yine TTK'nın 358'inci maddesine göre “Murakıplar, vazifelerini yaptıkları esnada öğrendikleri hususları münferit pay sahiplerine ve üçüncü şahıslara ifşa etmekten memnudurlar”. Şu halde hangi tür bilgilerin ticari sır sayılmayacağı, ya da kamuya aydınlatma ilkesi gereği hangi tür bilgilerin açıklanması gerektiği hususunu irdelemek gerekecektir.

SerPK'nın 22'nci maddesinde, Kurul'un görevleri arasında “Kamunun zamanında yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, genel özel nitelikte kararlar almak ve her türlü mali tablo ve raporlar ile bunların bağımsız denetimlerinin, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yayımlanacak izahname ve sirkülerin ve araçların değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin kapsamını, standartlarını ve ilan esaslarını tespit ve bu konularda tebliğler yayımlamak” da sayılmıştır. Burada hangi bilgilerin sermaye piyasası araçlarının değerini etkiler nitelikte bulunduğunu belirleme, kamuya ne şekilde yansıtılacağına kriterlerini saptama yetkisi Kurul'a verilmiş ve bu yetki doğrultusunda da Kurul, tebliğler çıkarmıştır.

Doktrinde kamuya açıklanacak bilgilerin neler olacağına ilişkin “finansal bilgi” kavramı geliştirilmiştir. Buna ilişkin olarak Küçüksözen/Küçükhocaoğlu şu şekilde bir tanım yapmıştır. “Finansal bilgi; bir şirketin muhasebe ve finansal raporlama sistemi tarafından üretilen, şirketin finansal durum, faaliyet ve faaliyet sonuçları ile ilgili, para ile ifade edilen ve bağımsız denetimden geçirilerek ilgililere

¹⁹⁸ TURANBOY, İnsider Muameleleri, s. 188.

finansal tablo ve raporlar ile özel durum açıklaması şeklinde sunulan bilgilerdir”¹⁹⁹. Görüldüğü gibi buradaki bilgiler, şirketlerin, bilanço, kâr ve zararına ilişkin muhasebe sonuçları, yıllık faaliyet raporları, gerek SPK ve gerekse bağımsız denetim şirketleri tarafından yapılan denetim sonuçlarına ilişkin bilgilerdir. Açıklanan bilgilerin sınırımı, şirketlerin ticari sırları, şirketin iç ilişkileri ile yönetimi oluşturur ve kamuyu aydınlatma ilkesi kullanılarak şirketin bu iç ilişkilerine karışma ortamı sağlanamaz²⁰⁰.

Kamuyu aydınlatma ilkesine esas alınan bilgilerden büyük bir kısmını finansal bilgiler oluşturur²⁰¹. Ekonomide kayıt dışılık önlenemediği sürece ise mali tabloların şeffaf, güvenilir, tam ve gerçek olmalarının sağlanması mümkün değildir²⁰².

Şirketlerin teknik-ticari bilgi ve tecrübelerinin (know-how) bu şirketin görevlilerinden öğrenilmesi, TTK’nın 57/7’nci maddesi gereğince haksız rekabet teşkil edeceğinden bu bilgilerin kamuya açıklanması da beklenemez²⁰³.

Mevzuatımızda bilgi alma hakkına ilişkin hükümler SerPK’den önce de vardı. TTK’nın 362 ve 363’üncü maddelerinde, şirket hissedarlarının bilgi edinme hakları düzenlenmiştir. 362’nci maddeye göre hissedarların, kâr ve zarar hesabını, bilanço ve yıllık raporlarını genel kurul toplantısından itibaren bir yıl müddetle inceleme hakları vardır. Ayrıca kâr ve zarar hesabından ve bilançodan bir suret alabilirler²⁰⁴.

¹⁹⁹ KÜÇÜKSÖZEN, Cemal/ KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray, Finansal Bilgi Manipülasyonu: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselearningmanipulation2-.pdf>, çevrimiçi: 08. 01. 2010.

²⁰⁰ TUNCER, Türkiye’de Sermaye Piyasası, s. 83.

²⁰¹ YALKIN, Yüksel Koç, Muhasebe Standartları Açısından Sermaye Piyasası, 15. Yıl Sempozyumu, SPK Yayını, Yayın No: 119, Ankara 1998, s. 169.

²⁰² KÜÇÜK, İsmail, Finansal Raporlamada Hile-Manipülasyonlar ve Önlenmesi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İletişim Bilimleri İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2008, s. 232.

²⁰³ BERZEK, Ayşe Nur, Ticaret Hukukunun Genel İlkeleri, Beta Basım Yayım, İstanbul 2004 s. 91.

²⁰⁴ TTK md. 362: Kâr ve zarar hesabı, bilanço, yıllık rapor ve safî kazancın nasıl dağıtılacağı hususundaki teklifler, murakıplar tarafından verilecek raporla birlikte umumi heyetin adi toplantısından en az on beş gün önce şirketin merkez ve şubelerinde pay sahiplerinin emrine amade bulundurulur.

Bunlardan kâr ve zarar hesabı, bilanço ve yıllık rapor, toplantıdan itibaren bir yıl müddetle pay sahiplerinin emrine amade kalır. Her pay sahibi masrafı şirkete ait olmak üzere kâr ve zarar hesabıyla bilançonun bir suretini isteyebilir.

TTK'nın 363'üncü maddesine göre hisse sahipleri, şüpheli gördükleri noktalarda murakıpların dikkatini çekebilirler ve kendilerine bu hususun açıklanmasını isteyebilirler²⁰⁵. Yine aynı maddede ortaklara, öğrenmiş oldukları sırlarla ilgili sır saklama yükümlülüğü getirilmiş,; bilgi alma hakkının, bilgiyi yayma durumuna dönüştürülemeyeceği vurgulanmıştır. Yine maddeye göre, hissedarların bilgi alma hakkı mutlak ve kazanılmış bir haktır²⁰⁶. Yani bu maddeler çerçevesindeki bilgi alma hakkı ne esas mukavele ne de şirketin organlarınca ortadan kaldırılamaz ve sınırlandırılmaz.

TTK'daki düzenlemeler incelendiğinde esasen “bilgi alma hakkı” kavramının vurgulandığı, bu kavramın sermaye piyasası hukukundaki “kamuyu aydınlatma” kavramından farklılıklar gösterdiği görülmektedir. Bilgi alma hakkında hissedarlar, aktif bir rol oynar iken, sermaye piyasası aktörleri kendilerine bilginin açıklanmasını beklerler²⁰⁷. Bir diğer ifade ile, TTK'daki bilgi alma hakkının muhatabı bilgi edinme hakkı kapsamında bilgi isteyen hissedardır. Bilgi, bu hissedarın isteklerine cevap olarak verilir. Sermaye piyasası hukukunda ise açıklanan bilginin muhatabı sermaye piyasası ile ilgili olsun veya olmasın herkeştir.

TTK'daki bilgi alma düzenlemelerinin esas amacı, şirketteki pay sahiplerinin menfaatlerini dengelemek ve özellikle azınlıktaki pay sahiplerinin çoğunluğa karşı

Hamile yazılı hisse senetleri ihraç edilmiş ise yukarda adı geçen vesikaların pay sahiplerine açık bulundurulduğu keyfiyeti 37 nci maddede anılan gazeteden başka esas mukavele ile muayyen şekilde dahi ilan olunur.

Pay defterine kaydedilen nama yazılı hisse senedi sahiplerine ayrıca tebligat yapılır.

²⁰⁵ TTK md. 363: Pay sahipleri, şüpheli gördükleri noktalara murakıpların dikkat nazarlarını çekmeye ve lüzumlu izahatı istemeye salahiyetlidirler.

Şirketin ticari defterleriyle muhaberatının tetkiki yalnız umumi heyetin açık bir müsaadesi veya idare meclisinin kararıyla mümkündür. İncelenmesine müsaade edilen defter ve vesikalardan öğrenilecek sırlar hariç olmak üzere, hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenmeye salahiyetli değildir. Her ortak, her ne suretle olursa olsun öğrenmiş olduğu, şirkete ait iş sırlarını, sonradan ortaklık hakkını zayı etmiş olsa dahi, daima gizli tutmaya mecburdur. Bu mecburiyeti yerine getirmeyen ortak, meydana gelecek zararlardan şirkete karşı mesul olduğu gibi şirketin şikâyeti üzerine, her hangi bir zarar umulmasa dahi, bir yıla kadar hapis veya beş yüz liradan on bin liraya kadar adli para cezasıyla veya her ikisiyle birlikte cezalandırılır.

Pay sahiplerinin malumat alma hakkı esas mukavele ile veya şirket organlarından birinin kararıyla bertaraf veya tahdid edilemez.

²⁰⁶ TURANBOY, İçsiner Muameleleri, s. 179.

²⁰⁷ İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s. 104.

zayıf olan konumunu güçlendirmek, şirketin kontrolüne katılımını sağlamaktır²⁰⁸. Kamunun aydınlatılmasında ise amaç, şirketin iç denetiminin yapılmasına katkı sağlamaktan ziyade, piyasa şartlarında yatırımcıyı karar alırken doğru ve zamanında bilgilendirmek, ayrıca kötünietli şahıslara karşı korumaktır.

SerPK’da kamunun aydınlatılması, “Mali tablo ve raporlar ile bağımsız denetlemeye tabi olunması durumunda bağımsız denetim raporunun kamuya duyurulması (SerPK md. 16/5)” ve “kamunun aydınlatılmasında özel durumlar (SerPK md. 16/A)” düzenlemeleri ile hüküm altına alınmıştır.

3.5.1. Mali Tablo ve Raporlar ile Bağımsız Denetim Raporlarının Kamuya Açıklanması

Kurulca düzenlenmesi öngörülen mali tablo ve raporlar ile bağımsız denetlemeye tabi olunması durumunda bağımsız denetim raporu, Kurulca belirlenen usul ve esaslar dâhilinde Kurula gönderilir ve kamuya duyurulur (SerPK md. 16/5).

Mali tabloların, işletmelerin varlıkları, kaynakları, mali durumu ve kâr veya zararı hakkında, gerçeği ve doğruyu yansıtacak bir şekilde hazırlanması, Kurulca belirlenen standart, ilke ve formlara uygun bulunması, açık ve anlaşılır olması için, bu tablolarda bulunması gereken bilgilerin tümünün yer alması, hesap kalemlerinin ayrı ayrı gösterilmesi, bir önceki hesap dönemiyle karşılaştırmasının yapılması, hesapların anlaşılabilir bir duruma getirilmesi için gerekli bilgilerin dipnotlarla ayrıntılı olarak verilmesi gerekir.

SerPK’nın 16/5’inci maddesine dayanarak Kurul tarafından, mali tablo, rapor ve bağımsız denetim raporlarının tanzimi ve kamuya duyurulmasına ilişkin olarak çıkarılan ve halen geçerli olan tebliğler şunlardır:

- 29.01.1989 tarih ve 20064 sayılı RG’de yayımlanan Seri: XI, No:1 sayılı "Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ"²⁰⁹,

²⁰⁸ İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s. 103.

²⁰⁹ Bu Tebliğin 49’uncu maddesinin değiştirilmesi hakkında Seri: XI, No: 28 sayılı Tebliğ çıkarılmıştır.

- 28.11.2001 tarihli ve 24597 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Seri: XI, No: 20 sayılı “Yüksek Enflasyon Dönemlerinde Mali Tabloların Düzeltilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ”²¹⁰,
- 15.11.2003 tarih, 25290 sayılı Mükerrer sayılı RG’de yayımlanan Seri: XI, No: 25 sayılı “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ”. Bu tebliğ, SerPK’nın değişik 16 ve 22/e maddeleri uyarınca işletmeler tarafından düzenlenecek mali tablo ve raporlar ile bunların hazırlanması ve ilgililere sunulmasına ilişkin muhasebe ilke ve kurallarını belirlemek amacıyla çıkarılan tebliğdir. Çok kapsamlı olup ekleri hariç 727 maddeden oluşmaktadır²¹¹.
- 09.04.2008 tarihli RG’de yayımlanan Seri: XI, No: 29 sayılı “Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği”. Bu tebliğ, kamunun zamanında, yeterli ve doğru bir şekilde aydınlatılmasını teminen, işletmeler tarafından düzenlenecek finansal raporlar ile bunların hazırlanması ve ilgililere sunulmasına ilişkin ilke, usul ve esasları belirler.

Mali tablo ve raporlar ile bağımsız denetim raporlarının kamuya açıklanmasına ilişkin olarak yukarıda sayılan tebliğlerde yer alan ilke ve esasları özetle şu şekilde sıralayabiliriz:

- Kullanıcılarının ekonomik kararlarında faydalı olacak şekilde, bir işletmenin mali durumu, performansı ve mali durumundaki değişiklikler hakkında bilgi vermek amacıyla hazırlanan mali tabloların hazırlanışı, performans ve mali durumlarındaki değişikliklerin tespiti, mali tabloların niteliklerinin belirlenmesi, nakit ve nakit benzerlerinde meydana gelen değişimlerin tespiti, aynı hesap döneminde farklı işletmeler arasında veya

²¹⁰ Bu Tebliğin 14/4 ve 36’ncı maddeleri Yüksek Enflasyon Dönemlerinde Mali Tabloların Düzeltilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri: XI, No: 26) ile değiştirilmiştir.

²¹¹ Bu tebliğe, Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri: XI, No: 27) ile ek 1’inci madde getirilmiştir. Bu ek maddeye göre, “Mali tablo ve rapor ile dipnot formatları dâhil bu Tebliğin 5’ inci maddesi uyarınca Kurulca yayımlanan muhasebe standartları açıklamaları saklı olmak üzere, işletmelerin Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarını uygulamaları, bu Tebliğde öngörülen düzenleme ve ilan yükümlülüklerinin yerine getirilmesi hükmündedir. İlk uygulama yılında mali tabloların bağımsız denetimine ilişkin hükümler saklıdır”.

aynı işletmenin farklı hesap dönemleri arasında performans karşılaştırmalarının yapılabilmesi için hisse başına kazancın hesaplanması ve gösterimine ilişkin ilkelerin belirlenmesi, işletmelerin mali tablolarını tutarlı olarak hazırlayıp sunma imkânına sahip olmalarını sağlamak üzere muhasebe politikalarının seçilmesine, muhasebe politikalarında ve tahminlerinde meydana gelen değişikliklerin ve hataların muhasebeleştirilmesine ve kamuya açıklanmasına ilişkin kriterlerin düzenlemesi esasları;

- Mali tablo kullanıcıları tarafından işletmelerin geçmiş performansının daha iyi anlaşılabilmesi, risk ve getirilerinin daha iyi değerlendirilebilmesi ve işletme hakkında bir bütün olarak daha doğru karar verilebilmesine yönelik olmak üzere, finansal bilgilerin üretilen farklı türdeki ürün ve hizmetler ile işletmenin faaliyet gösterdiği farklı coğrafi bölgeler bazında bölümlere göre raporlanmasına ilişkin usul ve esaslar;
- Banka ve benzeri finansal kuruluşların mali tablolarının kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esaslar;
- İnşaat sözleşmelerinden kaynaklanan hâsılat ve maliyetlerin muhasebeleştirilmesine ilişkin esaslar;
- Mali tablo kullanıcılarının, durdurulan faaliyetlere ilişkin bilgileri, devam eden faaliyetlere ilişkin bilgilerden ayırarak işletmenin nakit akımları, kazanç üretme kapasitesi ve finansal durumu hakkında planlama yapabilme olanaklarının geliştirilebilmesini teminen durdurulan faaliyetlerle ilgili bilgilerin raporlanmasına ilişkin ilkeler;
- Devlet teşvikleri ile diğer devlet yardımlarının muhasebeleştirilmesine ilişkin usul ve esaslar;
- Yatırım amaçlı gayrimenkullerin muhasebeleştirilmesi ve kamuya açıklanmasına ilişkin esaslar;
- Kurum kazancı üzerinden hesaplanan vergilerin mali tablolara yansıtılmasına ilişkin esaslar;
- Bir işletmenin, çalışanının yapmış olduğu hizmete karşılık ileride ödeyeceği faydalara ilişkin yükümlülüğüne ve yapmış olduğu hizmetten

doğan ekonomik faydanın işletme tarafından kullanılmasına ilişkin giderlerin, muhasebeleştirilmesi ve mali tablolarda açıklanmasına ilişkin esaslar;

- Tarımsal faaliyetle ilgili işlem ve olayların muhasebeleştirilmesi ve kamuya açıklanmasına ilişkin ilke ve esaslar;
- Yıllık mali tabloların Kurula ve ilgili borsaya bildirimine ilişkin esaslar;
- Mali tabloların ve ara mali tabloların kamuya açıklanması, gazetede ve elektronik ortamda ilanına ilişkin esaslar²¹².

3.5.2. Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar

SerPK'nın 16/A maddesinde kamunun aydınlatılmasında özel durumlar şu şekilde düzenlenmiştir: “halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekâlet istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucu veren, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerden Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapar.

Hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortakları, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuya aydınlatma açısından

²¹² İşletmeler yıllık mali tablolarını her yıl olağan genel kurul toplantılarını izleyen 30 gün içinde Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlatmak zorundadır. Ancak genel kurul yapılsın yapılsın, bu ilan en geç yıllık hesap döneminin bitimini izleyen altıncı ayın sonunda yapılır. Yıllık mali tablolarını, Kurula ve ilgili borsaya olağan genel kurulları öncesi gönderen işletmeler, bu tablolar ile genel kurulda görüşülen mali tablolar arasında fark bulunması halinde, ilanlarında bu farklılıklara ilişkin gerekli açıklamaları yapmakla yükümlüdürler..... Kendisine ait bir internet sitesi bulunan işletmeler, yönetim kurulu yıllık faaliyet raporu ile... hazırlanan yıllık veya ara mali tablolarını ve varsa buna ilişkin bağımsız denetim görüşünü, mali tablo kullanıcıları tarafından kolaylıkla ulaşılabilecek şekilde, Borsada kamuya açıklandıktan sonra ilgili sitede yayımlamak zorundadırlar. Bu bilgilerin, ilgili internet sitesinde en az 5 yıl süreyle saklanması zorunludur. İşletmeye ait birden fazla internet sitesinin bulunması durumunda, açıklama için kamuoyunda en fazla bilinen site kullanılır (bkz. Seri : XI, No:25, md. 711).

gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dâhilinde Kurul ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler”.

SerPK’nın 22’nci maddesi kapsamında verilen görev gereği, Kurul tarafından çıkarılan Seri VIII Tebliğinden bir kısmı kamunun aydınlatılması ilkesinin çerçevesinin çizilmesine ve şartlarının belirlenmesine ilişkindir. Kurul bu hususta kapsamlı olarak çıkardığı, 6.7.1993 tarihli ve 21629 sayılı mükerrer RG’de yayımlanan Seri: VIII, No: 20 “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ve 19.2.1996 tarihli ve 22559 sayılı RG’de yayımlanan Seri: VIII, No: 29 “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ”i yürürlükten kaldırarak aynı konuda 20.7.2003 tarihli ve 25174 sayılı RG’de yayımlanan Seri: VIII, No:39 sayılı Tebliği yürürlüğe koymuştur. Bu tebliğin bazı maddelerine Seri: VIII, No: 42 Tebliği ile eklemeler yapmıştır. 30 Mayıs 2009 tarihli RG’de yayınlanan “Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Kamuyu Aydınlatma Platformuna Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkındaki (Seri: VIII, no: 61) Tebliğ” ile 15.1.2004 tarih, 5070 sayılı Elektronik İmza Kanunu’na uyum ilkeleri belirlenmiştir. Nihayet 06.02.2009 tarihli ve 27133 sayılı RG’de yayımlanan Seri: VIII, No: 54 “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile değişen koşullara gerekli uyarlamalar yapılarak özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin tüm düzenlemeler gözden geçirilmiştir.

Tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamak amacıyla hazırlanan Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ’de, yapılacak açıklamaların nitelikleri belirlenmiştir. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Yapılan açıklamalar, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak nitelikte olmalı;
- Açıklama gecikmeden, tam zamanında yapılmalı,
- Açıklama mutlaka doğru ve tam olmalı, kişiler üzerinde tereddüt bırakmamalı,
- Açıklama dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olmalı; belli yerlere atıf yapar tarzda, anlaşılması için özel uzmanlık bilgisi gerektiren şekilde olmamalı,

mümkün olduğunca sade bir dille yapılmalı, konu ile ilgili açıklıklar bırakılmamalı;

- Yatırımcılar ya da ilgililerin karar alabilmesi için gerekiyorsa, açıklanan durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilmeli;
- Sermaye piyasası aracıyla ilgili değişiklikler açıklanmalı, bu değişikliklerin ortaya çıkardığı etkiler varsa bunlar bildirilmeli, değişikliklerin miktar veya bedel olarak karşılığı belirlenebiliyorsa, yapılacak açıklamalarda miktar ve tutara yer verilmeli;
- Önceden yapılmış olan özel durum açıklamalarında meydana gelen gelişmeler ve değişiklikler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulmalı²¹³;
- Daha önce özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurulan ve henüz sonuçlanmamış bir hususta herhangi bir gelişme olmaz ise, bu durum konuya ilişkin son özel durum açıklama tarihinden itibaren altmışar günlük sürelerle, gerekçeleri ile birlikte kamuya açıklanmalıdır.

Ev ve işyerlerinde bilgisayar ve internet kullanımının yaygınlaşması sonucu Kurul, çıkardığı son tebliğlerde, bilgilerin kamuya açıklanmasında internet kullanımının yaygınlaştırılması yoluna gitmiştir. Bu durum, gerek bilginin açıklanıp yayılmasına ilişkin maliyetleri azaltması ve gerekse bilginin yayılmasını arttırması açısından olumlu olmuştur. Ancak, internet kullanımının getirdiği çeşitli sorunların gözden ırak tutulmaması gerekir. Tebliğlerde, bilgilerin şirketlerin açılış sayfasında açıklanması, siteden belli sürelerden önce kaldırılmaması gibi yükümlülükler getirilmiş olması, yatırımcıların korunmasının sağlanması açısından önemlidir. Buna karşın, özellikle internet sitesine ulaşım kapasitesinin arttırılmaması, bunun için gerekli altyapının oluşturulmaması, bilgilerin indirilmesi için gerekli olanakların yeterli olmaması, karmaşık mönülerle bilgilere ulaşılması hallerinde ise, bilginin yayılması sınırlı kalacak ve özellikle başka yollardan bilgi edinenler lehine piyasadaki fırsat eşitliği zedelenmiş olacaktır.

²¹³ Bu hükümden de açıkça anlaşılabileceği gibi sermaye piyasası hukukumuz “sürekli kamuyu aydınlatma ilkesi” ni benimsemiştir (bkz. TURANBOY, İnsider Muameleleri, s. 8, 9).

3.6. İŞLEME DAYALI MANİPÜLASYON

SerPK’da açıkça tanımlanmamakla birlikte, 47’inci maddenin 1’inci fıkrasının A-2 no.lu bendindeki, “Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak” eylemlerine uygulamada genel olarak işleme dayalı manipülasyon (ya da işlem bazlı manipülasyon) adı verilmiştir.

İşleme dayalı olarak yapılan manipülasyonlarda, yapılan işlemler şeklen yasal görünüldür, ancak bu işlemleri diğerlerinden ayıran, işlemin amacı, yapılış zamanı ve şekli gibi unsurlar vardır²¹⁴. Bu unsurlarla birlikte yapılan işlemin diğer yatırımcıları, piyasada işlem yapmaya sevk etmesi gerekmektedir. Özetle, işlemin manipülasyon oluşturması için, ekonomik ya da psikolojik etkenlerin de bulunması gerekmektedir. Özellikle, davranışsal finans kuramı savunucuları, yatırımcıların “sürü” psikolojisi içerisinde, ekonomik bilgi analizleri yapmadan, diğer yatırımcıların aldığı kararlardan etkilenerek işlem yapabildiklerini ileri sürmektedirler²¹⁵. Kamuya açıklanan bilgileri gereği gibi analiz etmeyen veya değerlendirme yetenekleri sınırlı, tecrübesiz yatırımcıların olduğu piyasada manipülasyonların çoğaldığı²¹⁶ göz önüne alındığında psikolojik etkenlerin fiyatları doğrudan etkilediğini kabul etmek gerekir.

SPK, yatırımcıları, hangi tür davranışların manipülasyon sayılabileceği konusunda bilgilendirmek için, manipülatif davranış olarak kabul edilen işlem kalıplarını belirlemiş ve Aralık 2003 tarihli çalışmasında saymıştır. Bunlar şu şekilde sıralanmıştır²¹⁷:

- Verilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin menkul kıymetin günlük işlem hacmi içinde önemli bir oran teşkil etmesi ve özellikle bu işlemlerin menkul kıymetin fiyatında önemli değişimlere neden olması,

²¹⁴ SPK, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, s. 4.

²¹⁵ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 89.

²¹⁶ SPK, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, s. 4.

²¹⁷ SPK, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, s. 16-18.

- Menkul kıymette önemli oranda pozisyona sahip kişiler tarafından verilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin menkul kıymet fiyatında önemli bir değişikliğe yol açması,
- Menkul kıymette yükselişten menfaat elde edecek olanlarla işlem gerçekleştirenlerin birlikte hareket etmeleri,
- Seans içinde sürekli olarak aynı anda veya yakın zaman aralıklarıyla alım ve satım emirleri verilmesi ve kendi vermiş olduğu emirlerin eşleşmesi ile hisse senedinin mülkiyetinde herhangi bir değişikliğe yol açmayan işlemler gerçekleştirilmesi, bu emirlerin ve işlemlerin kişinin toplam işlemleri içinde ve toplam işlem hacmi içinde önemli bir yer tutması,
- Seans içinde kısa zaman aralıklarıyla alıcı pozisyonundan satıcı pozisyonuna veya satıcı pozisyonundan alıcı pozisyonuna dönülerek gerçekleştirilen işlemlerin yatırım mantığıyla yapılmaması, bu işlemlerin hisse senedinin günlük işlem miktarının önemli bir oranını teşkil etmesi ve bu işlemlerin menkul kıymetin fiyatında önemli değişikliklere yol açması,
- Verilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin seansın çok kısa bir bölümüne denk gelmesi ve hisse senedinin fiyatında ters yönde bir değişime neden olması,
- Hisse senedinin sırasında bekleyen en iyi alış ve en iyi satış fiyatını değiştirmeye yönelik emirler verilmesi veya hisse senedinin alış ve satış emirlerinin kompozisyonunu değiştirmeye yönelik alış ve satış emirleri verilmesi ve bu emirlerin gerçekleşmeden önce iptal edilmesi,
- İşlemlerin yoğun olarak seans başında veya seans sonunda gerçekleştirilmesi,
- Çok sayıda aracı kurum üzerinden kendi adına veya vekâleten yönetilen veya kontrol edilen hesaplar vasıtasıyla emirler verilmesi ve işlem gerçekleştirilmesi,
- Değişik aracı kurumlardaki farklı hesaplar üzerinden emirler verilmesi ve işlem gerçekleştirilmesi, işlemlerin gerçekleştirildiği dönemde menkul kıymetin fiyatında önemli değişikliklerin meydana gelmesi ve hesap sahiplerinin hesaplarında gerçekleştirilen işlemleri açıklayabilecek mali

güçlerinin ve yapılan işlemleri izah edebilecek menkul kıymet işlemleriyle ilgili bilgi ve tecrübelerinin bulunmaması,

- Birlikte hareket eden kişiler tarafından farklı aracı kurumlar ve farklı hesaplar üzerinden seans içinde birbirleriyle eşleşmesini sağlayacak şekilde devamlı olarak üst veya alt fiyat basamaklarından karşılıklı alım ve satım emirleri verilmesi ve karşılıklı olarak verilen emirler sonucunda işlemler gerçekleştirilmesi, bu emir ve işlemlerin hisse senedinde gerçekleşen toplam işlemlerin önemli bir oranını oluşturması,
- Satın alınan hisse senedi bedellerinin, $t+2$ ²¹⁸ gününde aynı hisse senedinden yapılan satışlara teminat olarak kabul eden başka bir aracı kurum tarafından satış tutarında kullanılan kredi ile ödenmesi, yapılan satışlara ilişkin takas yükümlülüğünün de $t+2$ gününde satın alınan hisse senetleriyle karşılanması, söz konusu işlem ve kredi sisteminin işlem gerçekleştirilen günlerde devamlı olarak uygulanması.

SPK, hazırladığı bu çalışmada, en çok başvurulan ve bilinen davranış kalıplarını saymıştır. Bunların haricinde de sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyen, yapay işlemler vardır ve sermaye piyasasının dinamik yapısı gereği bunların sınırlandırılması da mümkün değildir. Ancak yine de sayılan bu kalıplarda net bir işlem kalıbı ortaya konamamıştır. Özellikle, yapılan işlemlerin hacminin, miktarının ve fiyattaki etkilenmelerin “önemli oran” gibi soyut, belirsiz ve yoruma muhtaç kavramlarla izah edilmesi, hürriyeti bağlayıcı ceza, piyasadan men, tazminat gibi ağır yaptırımları bulunan manipülasyon fiilinin net olarak ortaya konmasını zorlaştırmakta, aynı zamanda, piyasa yatırımcılarının çekingen davranmalarına da yol açmaktadır. Diğer taraftan manipülasyon suçları bir tehlike suçu olarak kabul edilmesine rağmen, suçun oluşması için, yapılan işlemlerin sermaye piyasası araçlarının fiyatında önemli değişikliğe yol açması koşulunun getirildiği, adeta suçun bir zarar suçu haline yaklaştırıldığı görülmektedir. Bütün olarak bakıldığında, Kurulun bu çalışmasında, suçla mücadelede çok, sermaye piyasası işlemlerinin

²¹⁸ İMKB’de “ $t+2$ ” kuralı, pay alım satım işlemlerinin takasının, işlem gününü izleyen ikinci iş günü sonunda gerçekleştirildiğini, yani, ikinci günün sonunda işlemin kesinleşip gerçekleşmiş olduğunu ifade eder.

kesintiye uğratılmadan halkın geniş katılımının sağlanması ve işlem hacminin arttırılması amacının güdüldüğü görülmektedir.

3.6.1. Maddi Unsur

SerPK'nın 47'inci maddesinin 1'inci fıkrasının A-2 no.lu bendindeki, işleme dayalı olarak yapılan manipülasyonun maddi unsurunu, sermaye piyasasında alım ve satım yapmak (işlem yapmak) oluşturur. Maddenin metninden, işleme dayalı manipülasyon suçunun bir “tehlike” suçu olarak düzenlendiğini görmekteyiz. Bunun anlamı ise, manipülasyon suçunun tamamlanması için mutlaka sermaye piyasası araçlarının değerinin etkilenmesinin gerekli olmayıp, esasen etkilemek amacıyla, bu amacı gerçekleştirmeye elverişli bir yapay alım veya satımın yapılmasının yeterli olduğudur.

Sermaye piyasasında, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyen ekonomik ve psikolojik birçok etken vardır. Bunlardan en önemlilerinden biri, piyasada yapılan alım veya satımdır. Yapılan bu alım veya satımlar, görünüm itibariyle yasal işlemlerdir. Bunları diğer işlemlerden ayıran unsur ise, bu işlemlerin yapay olması noktasındadır. Hangi işlemin yapay, hangi işlemin yapay olmadığı ise sermaye piyasası ilgililerinin en çok üzerinde durduğu ve belirlenmesi oldukça zor, kanunilik unsuru açısından da tartışmalı bir konudur²¹⁹.

Ülkemizde yeni oluşturulan ve gelişmekte olan türev piyasalar ayrık düşünülürse manipülasyonun gerçekleştiği yer İMKB'dir. Bir menkul kıymetin borsada işlem görmesi için onun borsa kotuna alınması zorunludur. Yani, borsaya kayıtlı olmayan bir menkul kıymetin borsada alınıp satılması mümkün değildir. Menkul kıymetin alınıp satılması süreci ise, yatırımcının alım veya satım emrini²²⁰

²¹⁹ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 143.

²²⁰ İMKBY, Müşteri emirlerinin verilmiş şekli, md. 28: Borsada menkul kıymet alıp satmak isteyenler bu isteklerini Borsa üyelerine alım veya satım emirleriyle iletirler. Alım satım emirleri esas olarak yazılı verilir. Ancak Borsa üyeleri telefon ve benzeri iletişim araçlarıyla ya da sözlü olarak kendilerine iletilen emirleri de, isterlerse kabul edebilirler. Bu tür emirler, şekli Borsaca belirlenen ve hazırlanmış ve sıra numarası takip eden listelere, alınışı sırasında üye veya temsilcileri tarafından kaydedilir ve kaydedildiği sıra numarası ve kodu o anda müşteriye bildirilir.

Borsa üyelerinin merkez dışı teşkilatlarına 1 inci fıkradaki şekillerde verilen emirler de üyeye verilmiş sayılır.

aracı kuruluşu bildirmesiyle başlar, menkul kıymetin el değiştirmesine, aracı kuruluşların Yönetmelik gereği aracın takasını yapmasına kadar devam eder. Manipülasyon da bu süreçte gerçekleştirilir.

Doktrinde ve uygulamada genel kabul gören işleme dayalı manipülasyonun yapılış biçimleri; yıkama satışlar, eşleştirilmiş (Kurgulu) emirler, seansın açılış ve kapanış fiyatlarını belirleme amacıyla yapılan işlemler, yoğunlaştırılmış işlemler, fiktif hesaplar kullanarak pay depolama, arzı kısıtlama, açığa satış kurallarının ihlali ve fiyat istikrar işlemlerine aykırılıklardır.

3.6.1.1. Yıkama Satışlar (Wash Sales)

Sermaye piyasası aracının görünüşte alım ve satımının yapılması olup, mülkiyette gerçek anlamda değişiklik yaratmayan işlemlerdir. Yıkama satışın en basit halinde, bu işlemi yapan şahıs iki farklı aracı kurumla çalışarak, önce birinin aracılığıyla satış emri verir, diğer aracı kuruluşu ise aynı miktarda alım emri verir. Sonuçta borsa kayıtlarına geçen işlem, sermaye piyasası aracının malikinde bir değişiklik meydana getirmediğinden yanıltıcı bir görüntü oluşturur²²¹. Satışı yapan şahıs ile alan şahsın borsa kayıtlarına göre aynı şahıs olarak gözükmesi şart değildir. Aynı amaç doğrultusunda hareket eden, aralarında, işveren-işçi, karı-koca gibi aynı menfaat doğrultusunda hareket ederek ortak hesaptan işlem yapan kişiler arasındaki işlemler de yıkama satış sayılır²²².

Yıkama satış yapanlar, sık sık yaptıkları işlemlerle, sermaye piyasası aracının likiditesinin yüksek olduğu görüntüsünü oluşturarak fiyatları etkileyip diğer yatırımcıları, oluşan bu fiyattan işlem yapmaya sevk etmeye çalışırlar²²³.

Üyeler, emirleri kısmen veya tamamen kabul etmeyebilirler. Ancak, nedenini açıklama zorunluluğu olmamakla birlikte, durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine hemen bildirmek zorundadırlar.

Emri veren müşteri, emrin Borsaya intikal ettirilmesinden önce emri değiştirebilir veya geri alabilir.

²²¹ KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2, s. 330.

²²² MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 140, 141.

²²³ SPK, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, s. 13.

3.6.1.2. Eşleştirilmiş (Kurgulu) Emirler (Matched Orders)

En eski ve basit manipülasyon çeşitlerinden biri olup, aktif bir piyasanın olduğu izlenimi oluşturmak veya fiyatta hareketlilik meydana getirmek gayesi ile sermaye piyasası araçlarının birbirine çok yakın veya aynı fiyatlardan alınması ya da satılması emirlerinin verilmesini ifade eder²²⁴. Piyasaya emir ileten kişi, bir başka şahıs tarafından (ki bu şahıslar aynı manipülatif amaç için ortaklaşa hareket eden şahıslardır) bu emirlerin yakın fiyatla, yakın zamanda, yakın miktarla verilecek emirlerle karşılanacağını bilmektedir²²⁵. Sermaye piyasasındaki bu hareketliliği gören, manipülasyondan habersiz yatırımcılar, oluşan fiyat doğrultusunda piyasaya katılarak fiyatlar yükseltiliyorsa alım, indiriliyorsa satım yapacaklar, manipülatör de, etkilenen bu fiyatlardan konumuna göre alım ya da satım yaparak haksız kazanç elde etmiş olacaktır.

Kurgulu emirler, tespiti en zor manipülasyon çeşidini oluşturmaktadır. Buradaki işlem görünüş itibariyle tamamen düzenlemelere uygundur. Yıkama satışlarda, alım ve satımı yapan şahıslar aynı olduğundan bu durumun tespiti halinde, manevi unsurun, yani suç kastının bulunduğu kabul edilirken, kurgulu emirlerde, manevi unsurun belirlenmesi çok daha zordur. Her şeyden önce, alım ve satım emri veren şahıslar arasında bir gizli anlaşmanın bulunduğu somut olarak ortaya konması gerekmektedir. Bir aracı kuruluş, müşterisine veya herhangi bir yatırımcıya, alım yapması konusunda tavsiyede bulunsa, bu kişinin alım emri verdiğini bilmeden satış emri verse dahi arada bir gizli anlaşma olmadığından manipülasyon fiili gerçekleşmemiş olacaktır²²⁶.

3.6.1.3. Seansın Açılış ve Kapanış Fiyatlarını Belirleme Amacıyla Yapılan İşlemler

Borsada, gün içinde yapılan işlemler sonucu oluşan fiyatlar, bir önceki güne göre gösterdiği değişim oranları, kapanış seansından sonraki seans açılışında oluşan yeni fiyatlar, yatırımcılar üzerinde işlem yapma konusunda önemli ölçüde etki yapmaktadır.

²²⁴ KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2, s. 470, 471.

²²⁵ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 141.

²²⁶ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 143.

Yatırımcılar üzerindeki bu etkiyi iyi okuyabilen manipölatörler, seans başlarındaki işlem hacmini veya fiyatları etkileyerek seansın gidişini belirlemek için bir dizi alım veya satım yapabilmektedir. Böylece seansın açılış fiyatını istedikleri şekilde belirleyip, oluşan fiyattan kendileri işlem yapıp kazanç sağlayabilmektedirler. Bunun gibi borsanın kapanışına çok yakın bir zamanda da, arz, talep veya fiyatları etkileyerek, sonraki seans için piyasayla ilgili diğer kişilerin beklentilerini ve işlem yapma kararlarını istedikleri doğrultuda oluşturmak amacıyla genellikle küçük miktartlı işlemlerle kapanış fiyatını istenen düzeye çekici yanıltıcı bir görünüm oluşturma yoluna başvurabilmektedirler²²⁷.

Seansın kapanış anına yakın işlemlere, sırf diğer anlardan daha fazla hacme sahip olması nedeniyle manipölatif şüphe ile yaklaşılması gerekir. Zira gün sonunda çeşitli nedenlerle nakde ihtiyacı olan yatırımcının, seansın kapanış anına kadar fiyatların yükselmesini beklemesi, satış anına karar verememesi nedeniyle mecburi satış yapma halinin de olabileceğinin değerlendirilmesi gerekir. Yapılan işlemlerin manipölasyon olarak değerlendirilmesi için, manipölatif bir planın bütün unsurlarının ortaya konması, işlem, para, menkul kıymet hareketleri ile yatırımcıları yanıltma halinin belirlenmesi gerekmektedir²²⁸.

3.6.1.4. Yoğunlaştırılmış İşlemler

Seri işlemler adı da verilen bu tür uygulamalarda, manipölatör, arka arkaya fiyat arttırarak verdiği alım emri ile bir sermaye piyasası aracının fiyatının artmasını sağlar ya da azalan fiyatlarla alım yaparak fiyatları azaltır. Bu yöntemde manipölatör, menkul kıymetin piyasasında yapay bir canlılık sağlamak için küçük miktartlı işlemler yapar, fakat fiyatları basamak basamak arttırır ya da eksiltir²²⁹. Bu şekilde, fiyatların düşürülmesini hedefledi ise gerçek fiyatının altındaki yapay fiyattan çok sayıda alım yapar, manipölasyonun etkisi kalktığında fiyatların yükselmesi ile satış yaparak kâr elde eder. Fiyatların artmasını hedefledi ise, elindeki araçları, oluşan (yapay) yüksek fiyattan satarak haksız kazanç elde etmiş olur.

²²⁷ SPK, Hisse Senedi Piyasasında Manipölasyon, s. 15.

²²⁸ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 145.

²²⁹ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 151., SPK Hisse Senedi Piyasasında Manipölasyon, s. 14.

Yoğunlaştırılmış işlem emirleri görünüşte yasal emir şeklindedir. Ancak bu emirler incelendiğinde, kademeli olarak fiyat arttırıcı alış ya da fiyat azaltıcı satış şeklinde olduğu görülür. Ancak yine de konjonktür gereğince emirler bu şekilde olabilir. Sırf bu yüzden verilen emirlerin manipülatif (yoğunlaştırılmış) olduğu önyargısına kapılmamak gerekir. Bu işlemlerin manipülasyon olduğuna karar verebilmek için yapılan işlemlerin ekonomik gerekçelerinin yani yatırımcı ya da aracı kuruluşun amacının araştırılması, yapılan işlemin rasyonel olup olmadığının irdelenmesi zorunludur²³⁰. Bazen, manipülatif amacın belirlenmesi fazla müşkülata yol açmaz. Örnek olarak, bir aracı kuruluş aynı sermaye piyasası aracı ile ilgili olarak aynı anda müşterilerinden birine satış, birine de alış emri vermesi tavsiyesinde bulunursa bu durum manipülatif eylem niteliğinde kabul edilir²³¹. Zira, burada aracı kurumun yapay bir piyasa görüntüsü oluşturma gayreti ve fiyatları etkileme girişiminin olduğu açık olup iyi niyet kurallarına ya da müşterinin çıkarlarını koruma ilkesine aykırılık doğrudan görülmektedir.

3.6.1.5. Fiktif Hesaplar Kullanarak Pay Depolama

Fiktif hesaplar kullanarak pay depolama, genel olarak yıkama satış veya eşleştirilmiş (kurgulu) emirlerin anlaşılmasında için kullanılan bir yöntemdir. Burada önce başkası adına fiktif hesaplar açılarak, aracı kuruluşlar vasıtasıyla bu hesaplara sermaye piyasası araçlarının toplanması, daha sonra da gerçek sahibine geri verilmesi işlemi söz konusudur. Fiktif hesaplar kullanarak pay depolama, hem birinci el piyasada hem de ikinci el piyasada yapılmaya müsaittir. Bu işlemler uygulamada “Warehousing” ve “parking” uygulamaları olarak da adlandırılmaktadır. Warehousing, bir aracı kuruluşun veya şahsın, asıl işlem yapan şahıslara devretmek üzere pay satın almasını; parking ise, bir aracı kurumun uhdesinde bulundurduğu, sermaye piyasası araçlarını bir başka aracı kuruma ya da kendi müşterilerinin hesabına geri almak üzere aktarmasını ifade eder²³². Pay depolama işlemlerinin yaygın olarak kullanılan şekillerini şu şekilde sıralayabiliriz:

²³⁰ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 153.

²³¹ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 153.

²³² MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 146.

- Birinci el piyasada sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışlarında; sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhrî hısımları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamazlar²³³. İşte bu kural gereği işlem yasağı bulunan aracı kuruluş ya da şahıslar, yasağı delmek gayesiyle bir başka şahıs ya da kuruluş adına hesaplar açtırarak işlem yapabilirler²³⁴.
- SerPK'nın 7'nci maddesi gereğince; Kurul, ilk halka arzda, satış süresi içinde satılamayan payların kendileri tarafından tamamen satın alınacağını ve bedellerinin ödeneceğinin, kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar arasından Kurulca belirlenenler tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini ister. Satılamayan kısmın geri alınma mecburiyeti nedeniyle satın alınması, sermaye piyasası aracının fiyatına etki eden nedenler arasında olup, aracın itibar kaybına yol açar. İşte bu itibar kaybının önüne geçmek için, geri alım taahhüdü verenler, daha geri alım yükümlülüğü doğmadan, piyasadan sermaye piyasası araçlarını baştan toplayarak arzı kısıtlayıp fiyatın düşmesini engelleme yoluna gidebilirler. Yapılan alımlar, görünürde işlem oluşturduğundan fiyatlarda artış da sağlar. Depolanan bu araçlar ileride peyder pey oluşan bu yüksek fiyattan satılarak haksız kazanç elde edilmiş olur.
- İkinci el piyasada, bir şirkete ait sermaye piyasası aracının büyük bir kısmını elinde bulunduran, arzı kısıtlama imkânına sahip yatırımcı, diğer yatırımcıları işlem yapmaya sevk etmek için elindeki araçları, anlaştığı şahısların hesaplarına yayarak, onlara piyasada işlem yapma talimatı verir. Bu şahısların yaptığı işlemlerle hem görünüşte aktif bir piyasa izlenimi oluşur hem de fiyatlar kademeli olarak artar²³⁵. Böylece büyük

²³³ Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği, (Seri: VIII No: 22) Halka Arzda İşlem Yasağı Ek Madde 1/1.

²³⁴ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 146.

²³⁵ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 148.

ortak niteliğindeki yatırımcı, elindeki araçları maksimum kârla elinden çıkarma imkânına kavuşmuş olur. Bu işlem daha çok günlük dalgalanmalara kapılarak işlem yapan, önemli bir bilgi birikimi, tecrübesi olmayan, piyasa bilgilerini takip etmeyen küçük yatırımcıları etkilemek için, piyasada likiditesi olmayan ve ileride fiyatının düşeceği endişesinde bulunan sermaye piyasası araçlarını elden çıkarmak için yapılan bir manipülasyon türüdür.

3.6.1.6. Arzı Kısıtlama

Bu tür işlemler, sermaye piyasası aracı hakkındaki olumlu bilgilerin etkisiyle yapılmaktadır. Manipülatör, mevcut piyasa yapısında önemli miktardaki sermaye piyasası aracını, diğer yatırımcıların daha sonra elindeki stoku yüksek fiyattan almak zorunda olduklarını bilerek almaktadır²³⁶.

Sermaye piyasasında bir şirketin hisse senetlerinin kontrolünü ele geçiren kişilerin bu hâkimiyetlerini kullanarak, özellikle açığa satış yapan kişilerin yükümlülüklerini yerine getirirken onları adeta köşeye sıkıştırıp, bu şahıslara yüksek fiyattan satış yaparak haksız kazanç sağladıkları görülmektedir²³⁷.

Arzı kısıtlama yönteminin yaygın olarak kullanıldığı yerlerden biri de türev piyasalardır. Türev piyasalar, yapısı itibariyle manipülasyona çok elverişlidir. Zira bu piyasalarda, finansal göstergeler ve belli özelliklere sahip mallar üzerinden oluşturulan türev araçlar işlem gördüğünden, manipülatif eylemler, hem bu malların piyasasında hem de türev aracın işlem gördüğü Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında yapılabilir²³⁸. Vadeli işlem borsalarında, bir ürünün fiyatı önceden sabitlenir ve ileri bir tarihte, bu fiyattan teslim alınacağı ya da teslim edileceğine ilişkin sözleşme yapılarak bu sözleşmeler alınıp satılır²³⁹. Bu şekilde yapılmış sözleşmeleri (aynı türev araçlarını) veya bunların dayalı olduğu malları yoğunlaşma ile elinde bulunduran manipülatör, türev aracı borçlusunu yükselttiği fiyattan alış yapmaya zorlayarak haksız kazanç sağlayabilir. Bu tür manipülatif sıkıştırma işlemleri, vadeli

²³⁶ SPK, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, s. 14.

²³⁷ CHAMBERS, Sermaye Piyasalarında Manipülasyon, s. 64.

²³⁸ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 167.

²³⁹ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 51; YASAMAN, Menkul Kıymetler Borsası, s. 79.

işlem sözleşmesinin bizzat alacaklısı tarafından yapılabileceği gibi üçüncü bir şahıs tarafından da gerçekleştirilebilir. Burada yine işlemin sorumluluk doğurabilmesi için mutlaka işlemi gerçekleştiren manevi unsur (manipülatif işlem kastı) araştırılmalıdır.

3.6.1.7. Açığa Satış Kurallarının İhlali

Açığa satış, satıcının elinde olmayan sermaye piyasası araçlarını ödünç olarak alıp satması ve vade sonunda da aynı miktardaki sermaye piyasası aracını satın alıp ödünç aldığı şahsa iade etmesi işlemidir. Açığa satış, bu konudaki Tebliğ hükümlerine uygun olarak yapıldığı takdirde manipülasyon teşkil etmez²⁴⁰.

Açığa satış işlemleri yapmanın mantıklı olabilmesi için, sermaye piyasası aracının fiyatının ileride düşeceği beklentisinin olması gerekir²⁴¹. Piyasada aynı sermaye piyasası aracının çok sayıda açığa satış işlemine tabi tutulduğunu gören birikimsiz yatırımcının ileride fiyatların aşırı şekilde düşeceği endişesine kapılıp elindeki araçları satabileceği öngörüsüne sahip olan manipülatör, anlaştığı şahıslar ile görünüşte açığa satış işlemi gerçekleştirerek hem düşük fiyattan yapay piyasa oluşturabilir, hem de sermaye piyasasında arzı kısıtlayabilir.

Diğer bir kural ihlali de, açığa satış yapan şahsın, sermaye piyasası aracını geri teslim vadesinin gelmesine yakın yaptığı küçük ve kademeli satışlarla fiyatları düşürme çabası içerisine girmesi halidir.

3.6.1.8. Fiyat İstikrar İşlemlerine Aykırılık

Fiyat istikrar işlemlerinin yapılması için gerekli koşulları ve uyulması gereken kurallar aşağıda açıklanmıştır²⁴². Aracı kurum, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı hisse senetlerinin satışında piyasanın olağan işleyişinin etkilenmemesi için azami özen ve dikkati göstermek zorundadır. Bu yükümlülüğe aykırı davranış manipülasyon sonucunu doğurabilir. Bu nedenlerle

²⁴⁰ Bkz. aşağı, s. 121 vd.

²⁴¹ SPK, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, s. 16.

²⁴² Bkz. aşağı, s. 117 vd.

aracı kurum, fiyat istikrar uygulama süresi içerisinde satın aldığı hisse senetlerini aynı süre boyunca halka arz fiyatının altında bir bedelle satamaz.

Fiyat istikrar işlemleri, sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında fiyatının hızlı düşmesini önlemek amacıyla, ihracın başarısız olmasını engellemek için yapılmaktadır²⁴³. Bu işlem yapılırken eğer fiyatları yükseltmek ve pay depolamak gayesi güdülürse işlem manipülatif olacaktır.

3.6.2. Hukuka Aykırılık (Yapaylık Sorunu)

Yapay kelimesi Türkçe sözlüklerde, “doğadaki örneklerine benzetilerek insan eliyle yapılmış veya üretilmiş, yapma, suni, sentetik, doğal karşıtı, yapmacık” şeklinde tanımlanmaktadır²⁴⁴. Buradaki tanımdan da anlaşılabilceği gibi, yapaylığın en önemli unsuru, doğal akışa dışarıdan bir insan müdahalesinin olmasıdır. Sermaye piyasasındaki fiyat oluşumunun doğal seyri, alıcı ve satıcıların özgür iradeleri ile alım-satım yapmalarıdır. Diğer bir deyişle, yatırımcılar piyasadaki sermaye piyasası aracıyla ilgili bütün gerçek bilgileri değerlendirip oluşmuş fiyat üzerinden alım-satım yapmaktadırlar. Ancak, onların bu kararlarını alım ya da satım yapmaları konusunda etkilemek isteyen ve bundan haksız kazanç sağlamak isteyenler, fiyatları etkilemek için yaptıkları alım ve satımlarla yeni bir fiyat oluşturarak yatırımcıların zararına yol açmaktadırlar. İşte bu amaçla hareket eden şahısların yaptığı alım ve satımlar yapay işlemleri oluşturur. Yapaylık unsuru, genelde kendisini piyasada arz, talep ve fiyatlarda hissettirmektedir²⁴⁵.

Erman, işlemlerdeki yapaylık kavramına, “borsada işlem gören menkul değerlerin fiyatlarının belirlenmesinde ekonomi kurallarına ve arz ve talebin sağlıklı biçimde oluşmasına ters düşen herhangi bir alım ve satım yapaydır”²⁴⁶ şeklinde genel bir tanımlama getirmiştir. Ancak, doktrinde, bu tanımda geçen “ekonomi kuralları”

²⁴³ SPK, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, s. 14.

²⁴⁴ TDK, Büyük Türkçe Sözlük, <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=yapay&ayn=tam> çevrimiçi: 31.03.2010.

²⁴⁵ CHAMBERS, Sermaye Piyasalarında Manipülasyon, s. 63.

²⁴⁶ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 143.

ve “arz ve talebin sağlıklı oluşması” ölçütlerinin kesin çizgilerle ortaya konmasının mümkün bulunmadığı da ifade edilerek tanıma bir eleştiri getirilmiştir²⁴⁷.

Piyasada hangi tür işlemlerin yapay olduğunun tespiti genelde oldukça güç bir konudur. Kara Avrupası ülkeleri ve ABD’de bu işlemlerin tespiti açısından, piyasayı gözetim ve denetim görevi verilen bağımsız idari otoritelere manipülatif işlemlerin kriterlerini oluşturma ve belli işlem kalıpları belirleme yetkisi de verilmiştir. Nitekim ABD sistemini örnek alan Ülkemizde de, SerPK md. 40/4’ün verdiği yetkiye istinaden SPK, çıkardığı çeşitli tarihli tebliğlerde serpiştirilmiş şekilde, manipülatif etki doğuracak işlemleri yasaklayan düzenlemeler yapmıştır. Özellikle, Seri: V, No: 46 sayılı, “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”de manipülasyon sonucunu doğuran işlemler sayılmamakla birlikte, aracı kuruluşlara, piyasanın doğal işleyişini sürdürmesi için birtakım yükümlülükler getirildiği görülmektedir.

Yine SPK tarafından hazırlanan ve 19.02.1996 tarihli, 22559 sayılı RG’de yayımlanarak yürürlüğe giren İMKBY’nin 24’üncü maddesinde borsa üyelerine²⁴⁸ yasaklanan, yapay piyasa oluşturmak maksatlı faaliyetler şu şekilde sıralanmıştır:

- Bir menkul kıymette gerçeğe uygun olmayan ve görüntüde aktif bir piyasa izlenimi yaratmak maksadıyla; menkul kıymetin sahipliğinde gerçek anlamda değişim yaratmayan bir dizi alım satım yapmak, fiyat ve miktar bakımından piyasayı yanlış yönlendirecek mahiyette borsa emri vermek (md. 24/a),
- Bir menkul kıymette tek başına veya başkaları ile birlikte, diğer üyeleri o menkul kıymeti alıp satmaya yöneltmek maksadıyla bir dizi işlemle; menkul kıymet için görünürde aktif bir piyasa olduğu izlenimi yaratmak, menkul kıymetin fiyatında yapay olarak artış veya düşüşe neden olmak (md. 24/b),
- Bir menkul kıymetin fiyatının artması veya azalmasına neden olacak aktif bir piyasanın olduğu veya olacağı şeklinde gerçek dışı bilgi dolaştırarak

²⁴⁷ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 104.

²⁴⁸ Borsaya, SPK tarafından aracılık faaliyetinde bulunmak üzere yetki belgesi verilmiş olan aracı kuruluşlar (aracı kurumlar ve bankalar) üye olabilir (İMKBY md. 6/1).

veya yayarak o menkul kıymetin alım veya satımını teşvik etmek (md. 24/c),

- Bir menkul kıymet ile ilgili olarak, diğer menkul kıymetlerin alım veya satımını teşvik etmek maksadıyla, bilerek gerçeğe aykırı veya yanıltıcı bilgi yaymak (md. 24/d),
- Piyasayı yanıltmak maksadıyla bir menkul kıymette fiyatı desteklemek, sabitlemek veya stabilize etmek üzere, dolaylı veya dolaysız olarak, bir veya daha fazla kişi ile anlaşarak bir dizi alım satım yapmak (md. 24/d),
- Piyasayı yanıltmak maksadıyla, yanıltıcı veya yanlış izlenim uyandıracak, gerçeğe aykırı sözlü veya yazılı beyanda, fiil ve davranışlarda bulunmak (md. 24/e).

Her ne kadar Yönetmeliğin 24'üncü maddesinde, borsa üyelerine ilişkin manipülatif işlemler gösterilerek bu yönde işlem yasağı getirildiği belirtilmiş ise de, bu kurallar sadece borsa üyeleri için değil, aynı zamanda aracı kuruluşların müşterisi olan yatırımcılar için de geçerli emredici hükümlerdir. Zira aracı kuruluşlar, kendi nam ve hesaplarına işlem yapabildikleri gibi, esasen yatırımcıların borsada alım satımına aracılık yapmak üzere oluşturulan kuruluşlardır. Bireysel yatırımcıların doğrudan bizzat işlem yapmasına sermaye piyasası hükümlerinin elvermemesi nedeniyle bu şahıslar, aracı kuruluşlara verdikleri emirlerle bu suçu işleyebilirler. Bu durumda hem yatırımcı, hem de (manevi unsurun oluşması kaydıyla) aracı kuruluşun yetkili temsilcileri bu manipülatif işlemlerden sorumlu olacaklardır.

İMKBY'nin 23'üncü maddesi gereğince, 24' üncü maddede sayılan yapay fiyat ve piyasa oluşturulmasında yasaklanan hallerin herhangi birinin var olduğunun tespiti halinde, iki veya daha fazla borsa üyesinin başvurusu üzerine ya da re'sen, üye ve/veya menkul kıymet bazında bekleyen emirler ve/veya gerçekleşen işlemler belirli bir zaman dilimi içinde veya zaman dilimine bağlı olmaksızın iptal edilebilir. Yine aynı Yönetmeliğin 25'inci maddesi gereğince, bir menkul kıymet için sağlıklı bir piyasa teşekkül etmesini önleyecek şekilde anormal fiyat ve/veya miktarda alım satım emirlerinin Borsaya intikal etmesi veya diğer unsurların ortaya çıkması halinde Borsa Başkanı, bir menkul kıymete ait borsa işlemlerini 7 güne kadar, Borsa Yönetim Kurulu da 7 günden fazla süreyle kapatabilir. Yönetmeliğin 26'ncı maddesinde de olağan dışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, Borsanın üç

güne kadar kapatılmasına Borsa Başkanı'nın, daha fazla süreler için ise Borsa Yönetim Kurulu'nun yetkili olduğu belirtilmiştir.

Yönetmeliğin bu maddelerinden de anlaşılacağı gibi, işleme dayalı manipülasyonun gerçekleşmesi için mutlaka işlemin tamamlanması gerekli değildir. İşlemin başladığını gösteren emrin sisteme girilmesi ile bu suç işlenmeye başlanır. Tam da burada esasen manipülatif olduğundan şüphelenilen emirlerin sıkı bir şekilde denetlenmesi ihtiyacı belirmektedir²⁴⁹. Aracı kuruluş kendisine gelen emri değerlendirecek, bir süzgeçten geçirecek, suç unsuru taşımayan yasal emir olduğunu anladığında borsada gerekli işlemi başlatacak, borsa organları ise gelen emirlerin borsaya iletilmesi halinde teknolojinin bütün imkânlarını ve piyasadaki bilgileri kullanarak başlatılan işlemin manipülatif olup olmadığını belirleyip, Yönetmeliğin kendisine verdiği yetkileri kullanacaktır. Bu yetkiler kullanılırken çok titiz davranma zorunluluğunu vurgulamak gerekir. Çünkü piyasadaki gerçek bilgilerle örtüşen bir alım ya da satım emri, sırf verilen emrin zamanı, fazlalığı gibi yüzeysel verilere dayandırılarak oluşturulan şüphe üzerine iptal edilir veya borsa işlemleri durdurulur ise, piyasanın uluslararası alandaki itibarı bundan zarar görür. Aynı zamanda, bilinçli yatırımcıların önü kesilmiş ve borsa aleyhine bu görünüşte önlemler nedeniyle bir dizi tazminat davaları açılarak kurumsal zararlar ödenmek zorunda kalınır. Bu tür sakıncaların önüne geçilmesi için piyasalardaki öz düzenleyici kuruluşların gerekli teknik ekip, uzman kadro ihtiyacının etkin bir şekilde karşılanmasında büyük yarar vardır²⁵⁰.

²⁴⁹ 2003/6 Sayılı EC Direktifinde de aynı doğrultuda düzenleme vardır. Direktife göre, finansal araçlara ilişkin işlemleri yerine getiren profesyonel kuruluşlar gerçekleştirdikleri işlemlerin içeriden öğrenenlerin ticareti veya manipülasyon teşkil etmesinden makul olarak şüphelenmeleri halinde söz konusu işlemler hakkında gecikmeksizin yetkili otoriteye bildirimde bulunmakla yükümlüdürler (bkz. PAWLIK, Market Abuse Directive, s. 13).

²⁵⁰ Manavgat, arz ve talebe göre oluşan fiyatla yapay fiyat arasındaki farkı kesin çizgilerle ayırmanın güç olması nedeniyle, manipülasyonla mücadelede, borsa sistemine zarar vermemek, yasal işlemlerin geçerliliğini her şüphelenilen olayda sorgulanır hale getirmemek, bu tür olaylara karşı daha tutucu bir yaklaşımla yaklaşmak gerektiği görüşündedir. Ayrıca, manipülasyonla hızlı ve etkin bir mücadele yapılmamasının temelinde bu olgunun (veya düşüncenin) bulunduğunu belirtmektedir (bkz. MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 103).

3.6.3. Manevi Unsur

Sermaye piyasası aracının değerini etkileyen manipülatif işlemler, TCK'daki suçların aksine, genelde görünüş itibariyle hukuka uygundur. Bu eylemleri suç haline getiren, işlemi yapanın kastıdır.

5237 Sayılı TCK'nın 21'inci maddesine göre, "Suçun oluşması kastın varlığına bağlıdır. Kast, suçun kanuni tanımındaki unsurların bilerek ve istenerek gerçekleştirilmesidir (md. 21/1). Kişinin, suçun kanuni tanımındaki unsurların gerçekleştirilebileceğini öngörmesine rağmen, fiili işlemesi halinde olası kast vardır (md. 21/2, ilk cümle)". Kanunumuz taksiri "dikkat ve özen yükümlülüğüne aykırılık dolayısıyla, bir davranışın suçun kanuni tanımında belirtilen neticesinin öngörülmeyle gerçekleştirilmesi" şeklinde tanımlamaktadır (TCK md. 22/2). Taksirle işlenen fiiller, kanunun açıkça belirttiği hallerde cezalandırılır (md. 22/2).

TCK'daki suçlarla ilgili, genel manevi unsur düzenlemelerinden, bir suçun taksirle cezalandırılabilmesi için mutlaka yasada bunun açıkça gösterilmesi gerektiğini anlamaktayız. Manipülasyon suçunun tedbirsizlik ve dikkatsizlik sonucu işlenmesini öngören bir yasal düzenleme ise yoktur. Bu nedenle taksir ile bu suçu işlemek mümkün değildir.

Olası kasıttan ise, bir eylemi yapmak kararlaştırılmış, bu eylemin belli bir neticeyi doğurabileceği muhtemel telakki edilmiş, neticenin gerçekleşmesi, olayın akışına bırakılmış, neticenin gerçekleşmemesi için özel bir çaba gösterilmemiştir²⁵¹. Bu haliyle olası kastın manipülasyonda uygulama alanı bulamadığını görmekteyiz²⁵². Zira, bu suçta failin amacı maddenin metninde açıkça istemek olarak sayılmıştır.

²⁵¹ ÖZGENÇ, İzzet, Türk Ceza Kanunu Gazi Şerhi (Genel Hükümler), Adalet Bakanlığı Eğitim Dairesi Başkanlığı yayını, Ankara, 2005, s. 294.

²⁵² Özgenç, olası kasıt ile doğrudan kasıt arasındaki farkı açıklamak için şu örneği vermiştir. "Kalabalık içinde bulunan bir siyasi şahsiyet hedef alınarak ateşlenen silahtan çıkan mermi hedeflenen şahsa değil, hemen yanındaki kişi veya kişilere isabet eder. Bu durumda, meydana gelen netice açısından failin olası kastlı hareket ettiğini kabul etmek gerekir. Ancak, fail hedef aldığı kişi açısından arzu ettiği neticeyi riske sokmamak için, silahını tarama şeklinde müteaddit defa ateşlemiş olabilir. Bu durumda gerek hedef alınan kişiye ve gerekse isabet alan diğer kişilere yönelik olarak doğrudan kastla öldürme suçu işlenmiş olur. Çünkü bu durumda, hedef alınan kişi dışında ölümüne neden olunan diğer kişilerin de isabet alacağı, günlük hayat tecrübelerimize göre muhtemel değil muhakkak surette öngörülür". Ayrıca diğer örnekler için de bkz. ÖZGENÇ, Türk Ceza Kanunu Gazi, s. 294-296.

SerPK md. 47/1-A.2'deki yasa koyucunun “Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla...” ifadesinden işleme dayalı manipülasyonun taksirle ya da genel kasıt veya olası kasıtle işlenemeyeceğini, özel kasıt altında işlenebileceğini anlamaktayız. Çünkü, yasada failin amacı, arz ve talebi etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatları aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak olarak açıkça sayılmıştır. Özetle failin, tehlikeli neticenin gerçekleşebileceğini bilmesi ve böyle bir neticenin gerçekleşmesini istemesi şeklinde, “tehlike kastı” olarak adlandırabileceğimiz bir özel kasıtle hareket etmesi gerekmektedir²⁵³.

3.6.3.1. Sermaye Piyasası Araçlarının Arz ve Talebini Etkileme Amacı

Sermaye piyasasının normal seyrinde fiyatlar arz ve talebin karşılaşmasıyla oluşur. Fiyatlardaki dalgalanmalara ise arz ve talepteki kaymalar yol açar. Arz ve talepteki kaymalar, genel ekonomik ortamdaki rasyonel değişikliklere bağlı olabileceği gibi, tamamen psikolojik ve söylentisel nedenlere de bağlı olabilir²⁵⁴. Piyasa ile ya da ekonominin genel durumu ile ilgili her türlü etken, hızlı bir şekilde piyasa tarafından değerlendirilmekte ve fiyat hareketine dâhil olmaktadır²⁵⁵. Sermaye piyasasını yatırımcılar arasında cazip kılan yönlerden biri de, bu ani fiyat değişikliğinden kazanç elde etme isteğidir. Sermaye piyasası aracının adım adım fiyat arttırıcı birer lot satışı ile, fiyatlarda arttırıcı etki meydana getirilebilir. Yine aynı şekilde, azalan fiyatlarla birer lot satımı ile zaman zaman anında fiyatları düşürücü etki meydana getirilebilmekte ve bilinçsiz yatırımcı panik havasına sokularak işlem yapmaya sevk edilebilmektedir.

İşte tüm bunların farkında olan manipülatör, yukarıda değindiğimiz yöntemlerden bir veya birkaçını kullanıp arzı kısıtlayarak, talebe göre oluşması beklenen fiyatı arttırarak elindeki sermaye piyasası araçlarının kârlı satışı yoluna gidebilir. Diğer taraftan da, talebi yapay olarak azaltıp arz fazlalığına ve bu arada

²⁵³ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 146.

²⁵⁴ KONURALP, Sermaye Piyasaları, s. 148.

²⁵⁵ CİVAN, Sermaye Piyasası Analizleri, s. 248.

fiyatların düşmesine yol açarak düşük fiyattan alım yaparak, manipülasyonun etkisi kalktığında yüksek fiyattan satış yapmak yoluyla haksız kazançlar elde edebilir.

3.6.3.2. Aktif Bir Piyasanın Varlığı İzlenimini Uyandırma Amacı

Aktif bir piyasanın varlığı izlenimi, genelde, yatırımcılar arasında pek rağbet görmeyen sermaye piyasası araçlarına itibar kazandırmak, yatırımcıların dikkatini çekmek ve bu araçların alım-satımının yapıldığı ya da fiyat hareketi olduğu izlenimi vermek gayesi ile bir dizi işlem yapmak, yanıltıcı piyasa görüntüsü vermek işlemidir²⁵⁶.

Aktif piyasa, bir sermaye piyasası aracının çok sayıda işlem gördüğü, çokça alınıp satıldığı ve alım fiyatı ile satım fiyatı arasındaki farkın az olduğu piyasadır²⁵⁷. Bir başka deyişle aktif piyasa, derinliğe sahip bir piyasadır. Piyasanın derinliğe sahip olması ise, yatırımcıların bu piyasaya güvenmesini ve daha çok katılmasını sağlar. Aldatıcı işlemlerin zararı bu tür piyasada daha az hissedilir, zarar oluşur ise, bu geniş yatırımcı kitlesine yayılacağından, risk de yayılmış olur.

Aktif piyasanın varlığı izlenimi, genelde, sermaye piyasası aracının ilk halka arzı sırasında, bu araca itibar kazandırmak ya da fiyat istikrar uygulamasının aracın itibarını düşürücü etkisini önlemek gayesiyle, arz fazlasının oluşturulan fiktif hesaplara depo edilmesi şeklinde; ikinci el piyasada ise yıkama satış ya da eşleştirilmiş emirlerle yapılmaktadır. Burada esasında sermaye piyasası aracının sahipliğinde bir değişiklik olmamakta, fakat yapılan işlemler borsa tahtasında gözüktüğü için, likiditesinin olduğu görüntüsü verilerek yatırımcıların adeta gözü boyanmaktadır. Yapılan bu işlemlerdeki temel amaç, kısa vadede fiyatları etkilemekten ziyade, uzun vadede sermaye piyasası aracının en azından fiyatının düşmemesi ve likiditesinin sağlanması için yatırımcılar üzerinde yapay olarak güven tesis etmektir.

²⁵⁶ CHAMBERS, Sermaye Piyasalarında Manipülasyon, s. 64.

²⁵⁷ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 199.

3.6.3.3. Fiyatları Arttırma, Azaltma veya Aynı Seviyede Tutma Amacı

Yasa koyucunun SerPK'nın 47'nci maddesinin 1'inci fıkrasının A-2 bendinde, işleme dayalı manipülasyonun manevi unsurunu sayarken, cümlelerin başındaki “sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek” ifadesini gereksiz bir şekilde “fiyatları aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak” şeklinde tekrar ettiği görülmektedir. Yukarıda sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek amacını açıklarken de değindiğimiz gibi, arz ve talebin etkilenmesi demek, fiyatın da etkilenmesi demektir. Çünkü fiyat, ekonominin temel kuralı gereği arz ve talebin karşılaşması ile meydana gelir. Bu nedenlerle biz burada sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkileme amacını anlatırken değindiğimiz açıklamalara gönderme yapmakla yetiniyoruz.

Diğer taraftan sermaye piyasası aracının fiyatını aynı seviyede tutmak ile aktif piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak da birbirine yakın kavramlardır. Zira aktif piyasa izlenimi oluşturmak isteyen manipülatörün öncelikli amacı fiyatları arttırmak veya eksiltmek değil, aynı seviyede tutup likidite sağlamaktır.

3.6.4. Netice

Ceza hukukunda netice, suçun kanuni tanımında unsur olarak yer alan fiilin dış dünyada meydana getirdiği değişikliktir²⁵⁸. Bazı suçlar yasadaki eylemin icra edilmesiyle tamamlanmış olur; bazı suçların tamamlanması için ise, fiilin icra edilmesi yeterli olmaz, aynı zamanda bir neticenin de meydana gelmesi beklenir ki, doktrinde bu suçlardan birincisine “sırf hareket suçları”, ikincisine ise “neticeli suçlar” adı verilmektedir²⁵⁹. İşleme dayalı manipülasyon suçunda manipülatörün sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, yapay bir piyasa görüntüsü oluşturmak, fiyatları aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla işlem yapması yeterli olup, ayrıca bir zararın ya da başka bir sonucun ortaya çıkması beklenmez. Zararın oluşması, maddede gösterilen para cezasının miktarında arttırıcı bir etki olabilir. Bu açıdan bakıldığında, suç, tipik bir “sırf hareket suçu”dur. Diğer

²⁵⁸ ÖZGENÇ, Türk Ceza Kanunu Gazi, s. 203.

²⁵⁹ ÖZGENÇ, Türk Ceza Kanunu Gazi, s. 204.

bir deyişle, hareketin yapılması ile sermaye piyasasında istenen netice oluşmuş, yatırımcıların menfaati ve ülke ekonomisi açısından bir tehlike meydana gelmiştir.

Burada karşımıza, yatırımcıların mali durumları ile ülke ekonomisinde bir zarar tehlikesinin oluşup oluşmadığının tespitinde hangi kriterin uygulanacağı sorunu çıkmaktadır. Zira bu kavramlar yoruma muhtaçtır. Örnek olarak küçük yatırımcı, sermaye piyasası aracının değerini yapay olarak düşürmek gayesiyle bir lotluk bir satış yapsa, yatırımcıların ya da ülke ekonomisinin menfaatlerini tehlikeye sokmuş olur mu? Bir diğer şekliyle, piyasada fiyata etki edebilecek yapay işlemlerin tamamı manipülasyon suçunu oluşturur mu? Doktrinde, bu hususlarda kıyaslama yapan bir görüş ortaya atılmıştır. Bu görüşe göre, eğer fiil, ülke ekonomisi için bir tehlike teşkil edebilecek seviyede, ani, olağanüstü, borsada panik oluşturabilecek şekilde düşüş veya artış meydana getirebiliyorsa manipülasyon suçu oluşmuştur²⁶⁰. Bize göre, bu halde manipülasyon suçunun oluştuğunda bir şüphe yoktur. Ancak, manipülasyon fiilinin cezalandırılması için, borsada panik oluşturacak şekilde bir fiilin meydana gelmesini beklemek düzenlemenin amacına uygun değildir. Çünkü, derinliği olan aktif bir piyasada yapılabilecek manipülatif bir fiille, manipülatörler tarafından aşırı kâr elde edilmesine rağmen, zararın yatırımcılara yayılması nedeniyle etkisi çok az hissedilebilir. Böyle bir piyasada, manipülasyon eylemleri büyük ölçüde serbest bırakılmış olur. Bu saptamadan sonra, yukarıdaki sorulara cevap verecek olursak; bir lotluk işlem, niteliği gereği fiyatlar üzerinde herhangi bir değişikliğe yol açabilecek etkiye sahip değildir. Dolayısıyla manipülasyon açısından burada işlenemez suç söz konusu olur. Ancak, arka arkaya birer lotluk işlemlerle fiyatları etkilemek mümkün olduğundan işlemlerin sayısı, fiyatları ve işlemin yapılma zamanı gibi unsurlar değerlendirilerek somut olayın özelliğine göre manipülasyonun oluştuğu kabul edilebilir.

3.7. BİLGİYE DAYALI MANİPÜLASYON

SerPK'nın 47'nci maddesinin 1'inci fıkrasının A-3'ncü bendi gereğince “sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren, haber yayan, yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü

²⁶⁰ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 145.

oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler” iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılır.

Bilgiye dayalı manipülasyon, işleme dayalı manipülasyona göre, daha az maliyetle yapılabilen, hatta bazen ihmali bir hareketle dahi gerçekleştirilebilen daha kolay bir manipülasyon çeşididir.

Sermaye piyasasında fiyatı oluşturan ve yatırımcıya, alıp-satma ya da piyasaya hiç girmeme yönünde karar vermesinde etkili olan en önemli unsur sermaye piyasası aracı ile ilgili bilgilerdir. Sermaye piyasası ile ilgili bilgi ne kadar gerçekçi olursa ve bu bilgi ne kadar erken yatırımcılara ulaşırsa fiyatlanma da o kadar gerçekçi olacaktır. Buradan da anlaşılabacağı gibi, kamuya açıklama ilkesinin tam anlamıyla hayata geçirildiği piyasalar, manipülasyonla mücadelenin en etkili olduğu piyasalardır.

3.7.1. Maddi Unsur

Bilgiye dayalı manipülasyonun maddi unsuru, madde metninde, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yapmak, yorum yapmak ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgileri açıklamamak olarak sayılmıştır. Bu eylemlerden açıklamakla yükümlü olunan bilgileri açıklamamak, ihmali hareketle, diğerleri ise icrai hareketle gerçekleştirilir.

3.7.1.1. Yalan, Yanlış, Yanıltıcı, Mesnetsiz Bilgi Vermek

Manipülasyonun işlenme aracı olan bilginin, sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek bilgi olması gerekir. Yasa koyucu, burada bilginin sermaye piyasası aracının fiyatı üzerinde kesin bir etkiyi oluşturması gerektiği şartını aramamakta, etkileyici bir özelliğe sahip olmasını yeterli görmektedir²⁶¹. Bu bilgi, sermaye piyasası aracının ait olduğu şirketin ticari ilişkileri, mali yapısı ile ilgili

²⁶¹ İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s. 188.

olabileceği gibi şirketin yöneticilerinin özel yaşantısı, ailevi durumu ile ilgili de olabilir²⁶².

Sermaye piyasasında hangi tür bilgilerin aracın değerine etki edebilecek nitelikte olduğunu saymak mümkün değildir. Zira sermaye piyasasının dinamik yapısı, bunu mümkün kılmaz. Ancak, uygulamada genel olarak bu bilgiler kategorilere ayrılmaktadır. Bu kategoriler şunlardır²⁶³:

- Şirkete ilişkin bilgiler,
- Sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgiler,
- Sermaye piyasasıyla ilgili bilgiler,
- Ülkenin genel iktisadi durumuna ilişkin bilgiler,
- Sermaye piyasasını etkileyebilecek nitelikteki siyasi bilgiler.

Bilgiyi veren, şirketin çalışanları, yöneticileri olabileceği gibi, şirket dışındaki, sermaye piyasası aracı ile ilgilenen herhangi bir şahıs da olabilir. Ancak uygulamada, dedikodu şeklinde üçüncü şahıslar tarafından çıkarılan ve başkalarına aktarılan bilgiler, sermaye piyasası aracının ait olduğu şirketler tarafından kısa sürede tespit edilip, gerçek bilgiler kamuya açıklanabilmekte iken; şirketlerin yöneticileri tarafından yapılan gerçeğe aykırı, yalan, yanlış bilgilerin tespit edilmesi ve bunların önlenmesi daha zordur.

Şirket yöneticilerince yapılan bilgiye dayalı manipülasyon, uygulamada “finansal bilgi manipülasyonu” olarak adlandırılmaktadır. Küçüksözen/Küçükkocaoğlu, finansal bilgi manipülasyonunu, “Şirketlerin finansal tablo ve raporlarında yer alan verilerin yöneticilerin istekleri ile uyumlu olması amacıyla finansal tablo ve raporların düzenlenme sürecine (muhasabe standartları çerçevesinde ya da bunun dışında) müdahalede bulunulması” olarak tanımlamıştır²⁶⁴.

²⁶² EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 220; ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 141.

²⁶³ İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s.188, 189; ÜNAL, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasasında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara 1999, s. 139; TEZCANLI, Meral Varış, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul 1996, s. 13; TURANBOY, Insider Muameleleri, s. 51 vd.

²⁶⁴ KÜÇÜKSÖZEN/KÜÇÜKKOCAOĞLU, Finansal Bilgi Manipülasyonu, İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselearningmanipulation2.pdf>, çevrimiçi: 08.01.2010, s. 2. Aynı çalışmada, finansal bilgi manipülasyonunun nedenleri şu şekilde sayılmıştır: “Şirketlerin zayıf yönetim yapıları, yöneticilerin menfaatleri ve şirketlerin ortaklık yapıları, şirketlerdeki zayıf iç denetim sistemi ve yetersiz bağımsız denetim komiteleri (ya da bağımsız denetim komitesinin hiç olmaması), finansal raporlama sürecinde finansal bilginin raporlanması açısından gerçek zamanlı değil periyodik bilgilendirmenin esas alınması, periyodik

Şirket yöneticilerince yalan, yanlış, mesnetsiz bilgi vermenin çeşitli amaçlarla yapıldığı görülmektedir. Bunların belli başlı olanları şunlardır²⁶⁵:

- Şirketin hisse senedi fiyatını ve riskini etkilemek,
- Borç sözleşmelerindeki finansal koşulları sağlamak,
- Kreditörler, yatırımcılar ve çalışanlarla ilişkileri iyi tutmak,
- Yönetici ücretlerini manipüle etmek,
- Halka açılmak veya sermaye artırımını suretiyle sağlanacak fon tutarını artırmak,
- Politik ve hukuki düzenlemelerden kaynaklanabilecek risklerden kaçınmak,
- Yatırımcıların şirketle ilgili olarak algıladıkları riski azaltmak,
- Şirketin gelecekteki performansı hakkında piyasaya olumlu sinyal göndermek,
- Vergi avantajı sağlamak.

Sayılan tüm bu manipülasyon amaçlarına bakıldığında ortak hedefin, şirkete, dolayısıyla da şirkete ait sermaye piyasası aracına itibar kazandırmak; diğer bir ifade ile sermaye piyasası aracının değerini olumlu yönde etkilemek olduğu görülmektedir. Ancak, şirkete ait sermaye piyasası aracının, yöneticiler tarafından değerini azaltıcı etkiye sahip yalan, yanlış, yanıltıcı ve mesnetsiz bilgilerin açıklanması hali de uygulamada pekâlâ söz konusu olabilir. Şöyle ki, esasen yatırım planları ve işleyişe göre, ileride yüksek kâr elde edeceği kesin olan bir şirketin finansal verileri, yöneticilerce çarpıtılarak, gerek birinci el piyasada halka arz edilen araçların ve gerekse ikinci el piyasada tedavül eden araçların, değeri düşürülmek suretiyle kendileri tarafından açılan fiktif hesaplara depo edilebilir ya da haberdar ettikleri yakınları tarafından düşük fiyattan pay depolaması sağlanabilir.

finansal raporlama sisteminin ortaya çıkardığı finansal analistlerin ve bunların tahminleri ile bu tahminlerin şirketlerin yönetimi üzerinde oluşturduğu baskı, muhasebe standartlarındaki, gerçekleşme, tahsis ve tahakkuk kavramları ve bu kavramlar da dâhil olmak üzere muhasebe sisteminin bir işletme için ekonomik sonuç doğuran işlem ve olayların kaydedilme zamanı (gerçekleşme), tutarı (tahmin dâhil değerlendirme) ve raporlanmasına ilişkin sağladığı esneklikler” (bkz. . KÜÇÜKSÖZEN/KÜÇÜKKOCAOĞLU, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 7).

²⁶⁵ KÜÇÜKSÖZEN/KÜÇÜKKOCAOĞLU, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 8.

Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyecek nitelikteki asılsız bilgiler sözlü ya da yazılı olarak verilebilir, bilgiyi kendiliğinden açıklamakla istek üzerine vermek arasında bir fark yoktur²⁶⁶.

3.7.1.2. Yalan, Yanlış, Yanıltıcı, Mesnetsiz Haber Yaymak

Yasa koyucunun, birbirine yakın bilgi vermek ve haber yaymak kavramlarını aynı maddede sayarak herhangi bir açıklık bırakmamayı amaçladığını görmekteyiz. Esasında bilgi vermede bir bireysellik ya da ikili ilişki veya bilenlerin sayısının sınırlı tutulması hali görülürken; haber yaymada, bilginin toplumun geneline yaymak, bir nevi ilan yapmak ön plana çıkmaktadır.

Konumuz açısından bakıldığında haber yaymak, sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek yapıya sahip (gerçeğe aykırı) özel veya genel nitelikteki bilgiyi, toplumun tamamına ya da çok sayıda kişiye duyurmak demektir²⁶⁷. Yayılan bilginin niteliklerine ise yukarıda değindiğimizden burada tekrar etmeyeceğiz²⁶⁸. Haber yayma, televizyon, radyo, gazete, dergi, el-duvar ilanları, internet, faks gibi her türlü iletişim vasıtasıyla gerçekleştirilebilir. Özellikle basının piyasada kanaat oluşturma etkisinin fazlalığı nedeniyle manipülatif amaçlarla kamuyu yönlendirici haber ve bilgi verip vermediği yönünden yetkili birimlerce günlük olarak izlenmesi gerekmektedir²⁶⁹.

3.7.1.3. Aldatıcı Yorum Yapmak

Yorumun, Türkçe sözlüklerdeki karşılığı, “bir yazının veya bir sözün, anlaşılması güç yönlerini açıklayarak aydınlığa kavuşturma, tefsir, bir olayı belli bir görüşe göre açıklama, değerlendirme, gizli veya hayali olan bir şeyden anlam çıkarma” olarak verilmiştir²⁷⁰. Sermaye piyasası araçları bakımından yorum yapmak

²⁶⁶ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 141.

²⁶⁷ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 141.

²⁶⁸ Bkz. yukarı, s. 98.

²⁶⁹ AYDIN, Zeynep, Sermaye Piyasası Hukukunda Manipülasyonlara İlişkin Müeyyideler, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara-2006, s. 35.

²⁷⁰ TDK, Büyük Türkçe Sözlük, <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=yorum&ayn=tam> çevrimiçi: 31.03.2010.

eylemi, belirli bir olay, bilgi, duyum ve öngörülere dayanılarak, bunların sermaye piyasası araçlarının değeri üzerinde yapması muhtemel genel ve özel nitelikteki etkiler hakkında görüş, mütalaa ve kanaat açıklamak olarak tanımlanabilir²⁷¹. Yapılan bu yorumu suç haline getiren, yoruma esas alınan olay, bilgi ve duyumların yalan, yanlış, uydurma olmasıdır. Yorum yapan manipülatör bu bilgilerin yalan ve yanlış olduğunu bilir, bazı bilgileri kendisi uydurur ve kasıtlı olarak yorumunu bu yanlış bilgiler üzerine bina eder.

Haber verme ve yorum yapmanın Anayasal bir hak olduğu savunulmuş ise de, Anayasa'nın gerçek haber verme ve yorum yapma hakkını koruduğu, kimseye, yalan, yanlış ve mesnetsiz haber verme ve yorum yapma imtiyazını tanıdığının düşünülemeyeceği ifade edilmelidir²⁷².

Yorum yaparak manipülasyon fiilini gerçekleştirme isnadıyla karşılaşması en muhtemel olan kişiler, sermaye piyasası ile ilgili, iletişim araçlarında yatırımcıları aydınlatma amacıyla görüş açıklayan profesyonel teknik analiz uzmanlarıdır. Sermaye piyasası aracının ait olduğu şirketin bilançolarında, sermaye yapısında önemli günlük değişiklikler olmamasına rağmen, teknik analizciler, piyasada fiyatların sürekli değiştiğinden, yükseldiğinden veya azaldığından bahsetmektedirler. Esasen bu uzmanların yorumunun çoğunluğu, şirketlerin bilançolarına ve kârlarına dayanmamakta, yakın gelecekle ilgili siyasi, ekonomik olaylara dayanmaktadır. Genelde de şirketin mali bilançolarındaki ölçütlerle örtüşmeyen öngörüler ortaya koymaktadırlar²⁷³. Teknik analiz uzmanlarının büyük bir kısmı, şirketlerin hisselerinin geçmiş zaman dilimindeki fiyat ve işlem miktarlarına bakarak analizlerde bulunmaktadır. Eğer fiyatlar düşme eğilimine girerse satma, çıkma eğilimine girerse de alma yönünde tavsiyelerde bulunurlar. Tam da bu noktada, işleme dayalı olarak bir manipülasyon varsa, teknik analiz uzmanının yaptığı yorumların büyük olasılıkla, manipülasyonun etkisini arttırıcı rol oynayacağı ortadadır. Biz, manipülasyon kastı olmaması nedeniyle bu suçtan cezalandırılma ihtimali bulunmayan teknik analizcilerin yapacağı yorumlara, sermaye piyasasının genel işleyişine zarar vermemek kaydıyla, haber ve yorum yapma özgürlüğünün

²⁷¹ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 142.

²⁷² ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 142.

²⁷³ BULUTOĞLU, Kenan, Tepeden Dibe Borsalar, Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul, t.y., s. 141.

özüne de dokunmadan, düzenleyici somut kriterler getirilmesi gerektiği görüşündeyiz.

3.7.1.4. Açıklamakla Yükümlü Olunan Bilgileri Açıklamamak

Yukarıda kamuyu aydınlatma ilkesini açıklarken hangi tür bilgilerin kamuya açıklanmasının zorunlu olduğunu ayrıntılı bir şekilde açıklamış idik²⁷⁴. Bu nedenle tekrar etmeyeceğiz. Ancak şunu öncelikle belirtmek gerekir ki, kamuyu aydınlatma ilkesinin her ihlali manipülasyon suçunu oluşturmaz. Suçun oluşması için, açıklanması gereken bilginin mutlaka sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek nitelikte bulunması gerekir. Burada kamuya açıklanması gereken her bilginin, nispeten az da olsa sermaye piyasası aracının değerini etkileyebileceği, bu nedenle bir ayrıma gidilmesinin yersiz olduğu savunulabilir. Fakat SerPK’da yasa koyucunun bu ayrımı yaptığı görülmektedir. Şöyle ki, 47’nci maddenin 1’inci fıkrasının C bendinde, manipülasyondan ayrı olarak düzenlenmiş²⁷⁵ adli para cezasını (binikiyüzelli gün adli para cezası) gerektiren suçlara yer verilmiştir. Bu suçlardan bir tanesi de, 16/A maddesindeki “hisse senetleri, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortaklarının, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuya aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dâhilinde Kurul ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmemeleri, bu yükümlülüklerini yerine getirmemeleri”dir. Maddede izah edilen kamunun aydınlatılmasında özel durum şeklindeki bu bilgileri açıklamamanın manipülasyon suçunu oluşturmayacağı açıkça ifade edilmiş olmaktadır. Şu halde, kamuya açıklanmayan hangi tür bilgilerin manipülatif olduğuna ilişkin, çözümlenmesi gereken, yasal düzenlemeye muhtaç bir sorun daha karşımıza çıkmaktadır.

²⁷⁴ Bkz. yukarı, s. 65 vd.

²⁷⁵ Bkz. aşağı, s. 135 vd.

3.7.2. Manevi Unsur

Bilgiye dayalı manipölasyon suçunun taksir ile işlenemeyeceği sadece kasıtlı işlenebileceği hususu kesin olmakla beraber, aranan kastın genel kasıt mı, yoksa özel kasıt mı olduğu tartışmalıdır.

Doktrindeki birinci görüş; failin tehlikeli neticenin gerçekleşebileceğini bilmesi ve bu neticeyi istemesi şeklinde özel kastının bulunması gerektiğini savunmaktadır²⁷⁶. Bunun aksine oluşan ikinci görüş ise; failin, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilginin, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz olduğunu bilmesinin ve bu bilgi vermeyi, haber yaymayı, yorum yapmayı istemesinin ya da açıklamakla yükümlü olduğu bilgileri açıklamayacak olmasının yeterli olduğunu, failin iradesini bu yönde kullanmasını gerektiren saikin öneminin bulunmadığını savunmaktadır²⁷⁷.

Bize göre ise, her ne kadar, suçun tanımlandığı yasa maddesinde, işleme dayalı manipölasyondaki gibi, failin amaçları sayılmasa da, failde, sermaye piyasası aracının değerini etkileme saikinin, yani, tehlikeli neticenin bilinmesi ve istenmesi şeklinde bir özel kastın bulunması gerekir. Aksi halde, esas amacı, şirket yöneticisinin şahsi itibarını zedelemek, toplumda küçük düşürmek, kısaca hakaret etmek olan failin, bu hareketiyle amacına aykırı şekilde, yöneticinin ait olduğu şirketin hisse senetlerinin fiyatında bir azalmaya yol açabileceği düşünüldüğünde, faili, daha ağır bir suç olan manipölasyon suçundan cezalandırma tehlikesi ortaya çıkacaktır.

3.7.3. Hukuka Aykırılık

Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyen en önemli unsurun bilgi olduğuna daha önce değinmiştik. Gerçek bilgilerin olduğu kadar, çarpıtılmış, uydurulmuş bilgilerin ve kamudan saklanmış bilgilerin de fiyatın oluşumunda etkisi vardır. Önemli olan ise, gerçek bilgilere dayalı fiyatın oluşturularak yatırımcıların kandırılmasının önüne geçilmesidir.

²⁷⁶ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 146.

²⁷⁷ EVİK, Manipölasyon Suçları, s. 245.

Bilgiye dayalı manipölasyon suçu, evrensel bir hak olan “düşünce ve kanaat hürriyeti” ve “basın özgürlüğü” ile alakası yönünden tartışılmaktadır. AY’nın 25’inci maddesi gereğince “Herkes, düşünce ve kanaat hürriyetine sahiptir. Her ne sebep ve amaçla olursa olsun kimse, düşünce ve kanaatlerini açıklamaya zorlanamaz; düşünce ve kanaatleri sebebiyle kınanamaz ve suçlanamaz”. Yine AY’nın 26’ncı maddesinin 1’inci fıkrasında düşünce ve kanaati açıklama hürriyeti şu şekilde izah edilmiştir: “Herkes, düşünce ve kanaatlerini söz, yazı, resim veya başka yollarla tek başına veya toplu olarak açıklama ve yayma hakkına sahiptir. Bu hürriyet resmi makamların müdahalesi olmaksızın haber veya fikir almak ya da vermek serbestliğini de kapsar”. Yine aynı maddenin 2’nci fıkrasında ise, bu hürriyetin sınırları çizilmiştir. Fıkra göre, “bu hürriyetlerin kullanılması, millî güvenlik, kamu düzeni, kamu güvenliği, Cumhuriyetin temel nitelikleri ve Devletin ülkesi ve milleti ile bölünmez bütünlüğünün korunması, suçların önlenmesi, suçluların cezalandırılması, Devlet sırrı olarak usulünce belirtilmiş bilgilerin açıklanmaması, başkalarının şöhret veya haklarının, özel ve aile hayatlarının yahut kanunun öngördüğü meslek sırlarının korunması veya yargılama görevinin gereğine uygun olarak yerine getirilmesi amaçlarıyla sınırlanabilir”. Diğer taraftan TMK’nın 2’nci maddesi gereğince “herkes, haklarını kullanırken ve borçlarını yerine getirirken dürüstlük kurallarına uymak zorundadır. Bir hakkın açıkça kötüye kullanılmasını hukuk düzeni korumaz”. Bu düzenlemelerden düşünceyi açıklama ve yayma özgürlüğünün, dolayısıyla basın özgürlüğünün de sınırsız olmadığını, özellikle, iyi niyet kaideleri gereğince hakkın kötüye kullanılamayacağını, başkalarının menfaatinin tehlikeye sokulamayacağını ve suç teşkil eden özgürlük kullanımının yasaklandığını açıkça görmekteyiz.

Konu açısından bakıldığında, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgileri açıklamamak suç sayılmış olup; failin eylemlerinin temelini, iyi niyet kurallarına aykırılık, hakkın kötüye kullanılması oluşturmaktadır. Zira toplum tarafından şahıslardan beklenen iyi niyettir²⁷⁸.

²⁷⁸ TMK m. 3: “Kanunun iyi niyete hukuki bir sonuç bağladığı durumlarda, asıl olan iyi niyetin varlığıdır. Ancak, durumun gereklerine göre kendisinden beklenen özeni göstermeyen kimse iyi niyet iddiasında bulunamaz”.

Doktrinde, “açıklamakla yükümlü olunan bilgileri açıklamamak” eyleminin, susma hakkının kullanılması niteliğinde olduğu, susma hakkının mutlak ve sınırsız bir nitelik taşıdığı, esasen saklanan bilgilerin, idari mercilerce herhangi bir şekilde ele geçirilebilmesinin mümkün olduğu gerekçeleri ile şahısların sermaye piyasası ile ilgili bilgileri açıklamaya zorlanmasının susma hakkının ihlali olduğu, suç olmaktan çıkarılması gerektiği savunulmuştur²⁷⁹. Biz bu görüşe katılmıyoruz. Şöyle ki, susma hakkı, ceza yargılaması kavramı olup, bir ceza normu ihlalinin gerçekleştiği olaydan sonra, bu olayla ilgili şüpheli veya sanıkların savunmaları alınırken isnat edilen suça karşı açıklamada bulunmama hakkını içerir. Açıklanması gereken sermaye piyasası ile ilgili, sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek nitelikteki bilginin, açıklanması gereken ana kadar açıklanmaması suç değildir. Açıklama yükümlülüğü doğduğu anda açıklamayı yapmak, suçun oluşmasını engeller. Aksine dair ihmali bir davranış ise suçu meydana getirir. Özetle, suçun oluşmasından önce, açıklama yapmak, sermaye piyasası kuralları gereği olup, ortada henüz suç olmadığından, ticaret hukukuna yönelik bir yükümlülük söz konusudur. Aksinin kabulü halinde, örneğin, kamusal bir görev olan tanıklık durumunda, tanıkların da susma hakkını gerekçe gösterebilecekleri; diğer taraftan, vergilendirme işlemleri sırasında beyan verme zorunluluğu bulunan yükümlünün, susma hakkının bulunduğunu belirtebileceği gibi, hukuk sistemini karmaşıklığa sokan bir durum ortaya çıkacaktır. Yine bir başka örnek vermek gerekirse, 4482 Sayılı Bilgi Edinme Kanunu’nda, kamu kurum ve kuruluşları ile kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşlarının faaliyetlerinde, demokratik ve şeffaf yönetimin gereği olan eşitlik, tarafsızlık ve açıklık ilkelerine uygun olarak kişilerin bilgi edinme hakkını kullanmalarına ilişkin esas ve usuller düzenlenmiş olup; Bu Kanun’un 29’uncu maddesi gereğince bilgi edinme taleplerinin yerine getirilmemesi halinde, ihmali olanlara idari ve cezai yaptırımların uygulanacağı belirtilmiştir. Burada, Kanuna göre bilgi vermekle yükümlü bulunan görevlinin susma hakkını kullandığını belirtmesi düşünülemez. Zira üstün tutulan değer, vatandaşın bilgi edinme hakkı olup, görevliye Devlet tarafından bir açıklama yükümlülüğü yüklenmiştir. Sermaye piyasasında da yatırımcıların bilgi edinmesinin önündeki bütün engellerin kaldırılmasının, aynı zamanda ülke ekonomisinin de şeffaflık ve eşitlik prensibi içerisinde Dünyaya

²⁷⁹ Bkz. EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 238 vd.

açılmasına vesile olacağını, bilgilerin açıklanmasının kamu otoritesi tarafından ilgililere verilmiş bir görev olduğunu, bu nedenlerle de SerPK'daki bilgi verilmemesine ilişkin cezai hükümlerin yerinde olduğunu düşünmekteyiz. Ancak bunun yanında, hangi tür bilgilerin kamuya açıklanmamasının manipülatif olduğunun belirlenmesinde objektif kriterlerin getirilmesine ilişkin yasal düzenlemelerin de acilen yapılması gerektiğini belirtmeliyiz.

3.7.4. Netice

Bilgiye dayalı manipülasyon suçu da, işleme dayalı manipülasyon suçu gibi, bir tehlike suçudur. Suçun oluşması için, herhangi bir zararın meydana gelmesi şart değildir. Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak fiillerinin yapılması ile ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgilerin açıklanması gereken zamanda açıklanmaması şeklindeki ihmali hareketin gerçekleşmesi ile suç tamamlanmış olur. Bunun yanı sıra sermaye piyasası aracının değerinin etkilenmesine, dolayısıyla herhangi bir kazancın elde edilmesine ya da zararın oluşmasına gerek yoktur. Özetle, uygun hareketin yapılması ile suç tamamlanmış olur. Bu suç da işleme dayalı manipülasyon suçu gibi “sırf hareket suçu” görünümündedir.

3.8. CEZA YARGILAMASI

Manipülasyon fiilinin gerçekleşmesi üzerine, olayın adli kolluğa, Cumhuriyet savcılığına ya da SPK'ya bildirilmesi ile cezai soruşturma başlatılmış olur. Mutlaka suçtan zarar görenlerin şikâyetinde bulunmaları gerekmez. Zira, bu suç şikâyet bağlı suçlardan olmayıp re'sen takibi gereken suçlardandır.

Suçların ihbarında, 5237 Sayılı TCK'nın, daha önceki yasamızda olmayan bir hükmü getirdiğini görmekteyiz. Yeni TCK'ya göre işlenmekte olan bir suçu yetkili makamlara bildirmeyen kişi, bir yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılır (md. 278/1). İşlenmiş olmakla birlikte, sebebiyet verdiği neticelerin sınırlandırılması halen mümkün bulunan bir suçu yetkili makamlara bildirmeyen kişi de aynı ceza ile cezalandırılır. Buna göre, suçun işlendiğine tanık olan yatırımcının, aracı

kuruluşların yetkililerinin, hatta sermaye piyasası ile ilgilenmeyen bir vatandaşın dahi suçu yetkili makamlara bildirme yükümlülüğü vardır²⁸⁰.

SerPK'nın 49'uncu maddesinde uygulanacak usul açıklanmıştır. Bu maddeye göre, "47'nci madde kapsamına giren suçlardan dolayı soruşturma yapılması, Kurul tarafından Cumhuriyet Savcılığına yazılı başvuruda bulunulmasına bağlıdır. Bu başvuru ile Kurul aynı zamanda katılan sıfatını kazanır.

Bu Kanuna aykırı fiillerin işlendiğine dair bilgi edinen Cumhuriyet savcıları, Kurulu haberdar ederek durumun incelenmesini isteyebilirler.

Cumhuriyet savcıları kovuşturmayaya yer olmadığına karar verirlerse, Kurul kendisine tebliğ edilecek bu kararlara karşı Ceza Muhakemesi Kanununa göre itiraza yetkilidir".

Maddedeki, soruşturma yapılmasının Kurul tarafından Cumhuriyet savcılığına yazılı başvuru şartına bağlanması halini bir yargılama engeli olarak anlamamak gerekir²⁸¹. Suçtan zarar görenler ya da üçüncü bir şahıs tarafından savcılığa ihbarda bulunulması halinde, savcılık, Kurulun görevli olduğunu, kendisinin görevsiz olduğunu gerekçe göstererek işlem başlatmaktan kaçınmaz. Bu ihbarı, yapacağı ön inceleme sonucunda manipülasyon fiili (ya da SerPK'daki diğer suçlardan biri) olarak nitelerse, gerekli incelemenin yapılması için SPK'ya bildirimde bulunma yükümlülüğü vardır²⁸². Cumhuriyet savcısı, iddianın manipülasyon olduğuna kanaat getirmekle birlikte, olaya ilişkin herhangi bir delil olmadığı kanaatinde olsa dahi, kovuşturmayaya yer olmadığına karar veremeyecek, mutlaka Kurulu bilgilendirecek, Kurulun da inceleme yapmasını isteyecek ve bu

²⁸⁰ Maddenin gerekçesinde bu suçun konuluş amacı şu şekilde açıklanmıştır: "...Suçluların cezalandırılmasını devletten istemek, kişi açısından bir hak olduğu gibi; herhangi bir suç olgusunun gerçekleştiğini öğrenen kişinin durumu suçu takibe yetkili makamlara bildirmesi, aynı zamanda bir yükümlülüktür. Bu itibarla, herhangi bir suç olgusunun gerçekleştiğini öğrenmesine rağmen durumun suçu takibe yetkili makamlara bildirilmemesi, genel olarak haksız bir davranıştır...".

²⁸¹ Özgen, buradaki hükmün, dava açabilmek, bir diğer deyişli her türlü muhakeme (yargılama) faaliyeti yapabilmek için aranan bir muhakeme koşulu olduğu görüşündedir. Bkz, ÖZGEN, Eralp, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 49'uncu Maddesi ile Sermaye Piyasası Kurulu'na Tanınan Başvuru Yetkisinin, Talep ve Şikâyet Kavramları Açısından Değerlendirilmesi ve Cumhuriyet Savcılarının Takdir Yetkisi, SPK 15'inci Yıl Sempozyumu, SPK Yayın No:119, Ankara, 1998, s. 190.

²⁸² ABD'de, savcıların, SEC'in, herhangi bir başvurusu olmadan soruşturma yapma yetkisi vardır ve soruşturma SEC'den bağımsız olarak sürdürülür (bkz. KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2, s. 479).

incelemenin sonucunu bekleyecektir. Çünkü madde metni, kovuşturma öncesinde, Cumhuriyet savcılığınca yapılan soruşturma işlemi için dahi, Kurulun başvuruda bulunması gerektiğini şart koşmuştur.

Kurul, suçla ilgili incelemeyi²⁸³ tamamladıktan sonra, olayın manipülasyon ya da SerPK'daki bir başka cezai hükmün ihlali niteliğinde bulunmadığını tespit edip bildirirse, artık Savcılık, bu yönde bir araştırmaya gidemeyecek, Kurulun topladığı delilleri değerlendirip, SerPK dışında bir suç şüphesi görür ise o yönde bir araştırma yapacak, aksi takdirde, kovuşturmaya yer olmadığına ilişkin karar vererek dosyayı kapatacaktır.

SPK'nın yaptığı inceleme sonunda eylemin manipülasyon olduğunu bildirmesi halinde ise, Cumhuriyet savcısı, bu kapsamda yeniden bir değerlendirme yapacak, kamu davası açılıp açılmayacağını kendisi takdir edecektir. Kurul, bildirimde bulunmakla dosyadan el çektiğinden, bu inceleme raporu doğrultusunda savcılık yeni delil toplayabilecek, tarafların şikâyet ve savunmalarını alabilecek ve suçun işlendiği yönünde kamu davasının açılmasını gerektiren yeterli şüphe oluşturacak delil elde edilememesi veya kovuşturma olanağının bulunmaması hallerinde CMK'nın 172'nci maddesi gereğince kovuşturmaya yer olmadığına karar verecektir. Bu karar, suçtan zarar gören ile önceden ifadesi alınmış veya sorguya çekilmiş olan şüpheliye ve SPK'ya bildirilir. Kurul bu karara karşı CMK'nın 173'üncü maddesine göre tebliğ edildiği tarihten itibaren onbeş gün içinde, bu kararı veren Cumhuriyet savcısının yargı çevresinde görev yaptığı ağır ceza mahkemesine en yakın ağır ceza mahkemesi başkanına itiraz edebilir²⁸⁴. Ağır ceza mahkemesi başkanı, bu kararın usul ve yasa hükümlerine uygun olduğu kanaatine varırsa, itirazı reddeder. Bu karar kesin olduğundan, kovuşturmaya yer olmadığına ilişkin karar da kesinleşmiş olur. Eğer yeni delil ortaya çıkarsa savcılıkça dosya yeniden ele

²⁸³ Denetim ve inceleme, Kurul uzman ve uzman yardımcıları tarafından yapılır. İlgililer bu görevlilerin istedikleri bilgi, belge, defter ve diğer kanıtları vermek ve tutanakları imzalamakla yükümlüdürler. Bunların ibraz veya teslim edilmemesi halinde, ihraççılar, sermaye piyasası kurumları, bunların iştirak ve kuruluşları nezdinde Kurulun gerekçeli bir yazı ile arama kararı vermeye yetkili sulh ceza hâkiminden talepte bulunması üzerine, sulh ceza hâkiminin istenilen yerlerde arama yapılmasına karar vermesi halinde Kurul görevlilerince arama yapılabilir ve inceleme için belgelere el konabilir (bkz. SerPK. md. 45). SerPK düzenlemelerinden, esasen adli kolluğa tanınan, Sulh Ceza Hâkimince verilmiş arama ve el koyma işlemi icra etme yetkisinin SPK'ya verilerek, Kurulun yargısal bir faaliyetin parçası haline getirildiğini görmekteyiz.

²⁸⁴ Bu karara karşı Kurul'dan ayrı olarak suçtan zarar gören sıfatı olan şikâyetçinin de itiraz hakkı bulunmaktadır.

alınabilir. Yeni delil ortaya çıkması halinde, SPK'nın, savcılığın aynı dosyayı yeniden ele alınmasını isteme hakkı vardır²⁸⁵.

Soruşturma sonucunda, eylemin manipülasyon teşkil ettiğinin Cumhuriyet Savcısınca belirlenmesi halinde, davaya bakmaya yetkili asliye ceza mahkemesine, sanıkların cezalandırılmaları istemiyle dava açılacak, iddianamenin yasal unsurları taşıdığının tespiti halinde, “iddianamenin kabul kararı” verilerek kovuşturma aşamasına geçilecektir. Bu aşamadan sonra, SPK'nın yanı sıra, suçtan zarar gören yatırımcılar da davaya katılan sıfatıyla iştirak edebilecekler, delil sunabilecekler ve sanıklar hakkında lehe verilen kararlara karşı yasa yoluna başvurabileceklerdir.

Mahkeme, sermaye piyasasının yapısı ve manipülasyon suçlarının ıspatının zorluğunu göz önüne alarak her türlü delili titizlikle incelemeli, SPK'nın, soruşturma aşamasında yaptığı inceleme ile yetinmemeli ve konunun uzmanı olan bilirkişilerden, faillerin yaptığı işlemlerin yapay olup olmadığına, yapılan işlemlerin hangi amaca yönelik olduğuna ilişkin mutlaka detaylı ve doyurucu rapor almalıdır²⁸⁶.

²⁸⁵ Özgen, yeni olay ve delillerin bulunması durumunda, önceki başvurunun artık etkisini kaybettiğinden, Kurulun yeniden bir başvuru yapması gerektiği görüşündedir (Bkz. ÖZGEN, Sermaye Piyasası Kanunun, s. 96). Bize göre ise, kovuşturmayaya yer olmadığına ilişkin kararlar, mahkeme kararları gibi kesin hüküm teşkil etmeyeceğinden, dava zamanaşımı süresi içerisinde, her an için esasa etkili yeni bir delil nedeniyle başka bir merciin kararına gerek kalmadan Savcılıkça re'sen kovuşturmayaya yer olmadığına ilişkin karar kaldırılabilirliğinden, dosya deyim yerinde ise yeniden canlandırılmış ve kaldığı yerden devam etmiş olduğundan Kurulun önceki başvurusu da geçerli olur. Soruşturmaya devam etmek için yeni bir başvuru şartına gerek yoktur. Şunu da belirtmek gerekir ki, Kurul önceki mevcut delil durumuna göre dava açılması yönünde görüş bildirmiş olduğundan, yasal engel olmamakla birlikte, Savcılığın Kuruldan yeniden inceleme yapmasını istemesinin gereği de yoktur.

²⁸⁶ Konuya ilişkin olarak manipülasyon suçlarının temyiz mercii olan Yargıtay 7. CD'nin 14.02.2008 tarih, 2005/8229ç E., 2008/1117 K. Sayılı kararı şöyledir: “...Sermaye Piyasası Kurulu'nun 15.07.2003 tarihli raporuyla Türk Hava Yolları hisse senedinde 02.04.2001-27.04.2001 tarihleri döneminde görülen olağan dışı fiyat ve miktar hareketlerine ilişkin yapılan incelemeler sonucunda sanıklar hakkında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-2 gereğince cezalandırılmaları istemiyle dava açıldığı anlaşılmakla; sanıklarca kısa zaman aralıklarıyla gün içinde yapılan işlemlerin ne amaca yönelik olduğu, değişik aracı kurumları kullanarak yaptıkları işlemlerin olağan kabul edilip edilemeyeceği, birlikte hareket edip etmediklerinin tespiti, birlikte hareket ettikleri tespit edildiği takdirde bu hareketin yapay fiyat ve piyasa oluşturmaya yönelik eylemler olup olmadığının belirlenmesi yönünde sermaye piyasası hukuku konusunda uzman bilirkişi kurulundan rapor alınması yerine somut tespit ve incelemeye dayanmayan 04.11.2004 tarihli bilirkişi kurulu raporunun hükme esas alınarak yazılı şekilde eksik inceleme ile sanıkların beraatlerine karar verilmesi Yasaya aykırıdır...” (bkz. Yargıtay Kararları Dergisi, Kasım-2008, s. 2291).

3.9. CEZAI MÜEYYİDE

Manipülasyon fiilini gerçekleştiren gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adli para cezası²⁸⁷ ile cezalandırılır (SerPK md. 47/1-A son paragraf)²⁸⁸.

Yapılan manipülasyon sonucunda manipülatörün haksız bir kazanç elde etmesi halinde, verilecek para cezaları üst sınırla bağlı olmaksızın suçun işlenmesi suretiyle temin edilen menfaatin üç katından az olamaz (SerPK md. 47-son). Manipülatörün muhtemel bir zararın önlenmesi için işlem yapması sonucunda amacına ulaşarak zararını önlemesi de bir menfaat sayılır²⁸⁹.

Faile uygulanacak adli para cezasının belirlenmesinde, elde edilen menfaatin miktarının gözönüne alınması gerektiğine ilişkin yasal düzenlemenin, ceza hukukunda yaygın olarak benimsenen “ekonomik suça ekonomik ceza”²⁹⁰ ilkesinin bir yansıması olduğunu görmekteyiz. Zira elde edilen ekonomik menfaat miktarına

²⁸⁷ TCK md. 52: Adli para cezası, beş günden az ve kanunda aksine hüküm bulunmayan hallerde yediyüzotuz günden fazla olmamak üzere belirlenen tam gün sayısının, bir gün karşılığı olarak takdir edilen miktar ile çarpılması suretiyle hesaplanan meblağın hükümlü tarafından Devlet Hazinesine ödenmesinden ibarettir.

En az yirmi ve en fazla yüz Türk Lirası olan bir gün karşılığı adli para cezasının miktarı, kişinin ekonomik ve diğer şahsi halleri göz önünde bulundurularak takdir edilir.

Kararda, adli para cezasının belirlenmesinde esas alınan tam gün sayısı ile bir gün karşılığı olarak takdir edilen miktar ayrı ayrı gösterilir.

Hâkim, ekonomik ve şahsi hallerini göz önünde bulundurarak, kişiye adli para cezasını ödemesi için hükmün kesinleşme tarihinden itibaren bir yıldan fazla olmamak üzere mehil verebileceği gibi, bu cezanın belirli taksitler halinde ödenmesine de karar verebilir. Taksit süresi iki yılı geçemez ve taksit miktarı dörtten az olamaz. Kararda, taksitlerden birinin zamanında ödenmemesi halinde geri kalan kısmın tamamının tahsil edileceği ve ödenmeyen adli para cezasının hapse çevrileceği belirtilir.

²⁸⁸ Bu paragrafın 23.01.2008 tarih, 5728 S.Y’nın 372’inci maddesi ile değiştirilmeden önceki son hali şu şekilde idi: “...gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkilileri... 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar. Suçun işlenmesinde, bu bentte yazılı hallerden iki veya daha fazlası birleşirse, hapis cezasının asgari haddi 3, azami haddi 6 yıldır”. Bize göre bu değişiklikler yerinde olmuştur. Daha önce de değindiğimiz gibi, maddede belirtilen eylemlerin her biri birbirinden bağımsız suç olup, biri diğerinin unsuru ya da ağırlaştırıcı şekli olmadığından her bir eyleme ayrı ceza verilmesi gerekmektedir.

²⁸⁹ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 146.

²⁹⁰ SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray, son hazırladıkları kanun taslağı da dâhil olmak üzere yaptıkları düzenlemelerle 'ekonomik suça, ekonomik ceza' mantığı ile hareket ettiklerini belirterek, SPK'ya, yargılamaya gidilmeksizin yaptırım gücü veren bir kanun çalışması içerisinde olduklarını belirtmiştir (bkz. http://www.borsagundem.com/haber/oku/kulis/13622/spkya_yaptirim_gucu_veren_bir_kanun_geliyor/print, çevrimiçi: 08.02.2010).

göre adli para cezasında bir artış söz konusudur. Şunu da vurgulamak gerekir ki, yargılama sonucunda hâkim, sadece para cezasında bir artışa gidecek, hapis cezasında artış yapamayacaktır. Ancak, TCK md. 61/1 gereğince hâkim, somut olayda; suçun işleniş biçimini, suçun işlenmesinde kullanılan araçları, suçun işlendiği zaman ve yeri, suçun konusunun önem ve değerini, meydana gelen zarar veya tehlikenin ağırlığını, failin kastının ağırlığını, güttüğü amaç ve saiki göz önünde bulundurarak işlenen suçun kanuni tanımında öngörülen cezanın alt ve üst sınırı arasında temel cezayı belirleme görev ve yetkisine sahiptir. Buna göre hâkim, manipülâtörün sağladığı menfaatin fazlalığını göz önünde bulundurarak temel hapis cezasını belirlerken suçun asgari haddinden ayrılabilir, hatta, somut olayın durumuna göre üst sınırdan da ceza verebilir²⁹¹.

SerPK'nın 47'nci maddesinin 3'ncü fıkrası, 23.01.2008 tarih, 5728 SY'nın 372'inci maddesi ile değiştirilmeden önceki son halinde, “bu maddede öngörülen cezaların verilmesini gerektiren fiillerin tekrarı halinde, verilen cezalar yarı oranında artırılarak hükmolunur, cezaların artırılabilmesi için daha önce verilen cezanın infazı şartı aranmaz” hükmü vardı. Ancak, 01.06.2005 tarihinde yürürlüğe giren Yeni TCK'nın suçların tekerrüründe yeni bir sistem belirlemesi²⁹², tekerrür hükümlerinin uygulanması için tekerrüre esas cezanın infaz edilme koşulunun kaldırılması nedeniyle SerPK'daki bu özel tekerrür hükmü işlevsiz kaldığından madde metninden çıkarılmıştır.

3.10. MANİPÜLASYON SAYILMAYAN EYLEMLER

3.10.1. Spekülasyon

Sermaye piyasalarında risk alarak maksimum kazanç sağlamayı uman ABD'de “speculator”, İngiltere'de ise “trader” adı verilen yatırımcı grubu

²⁹¹ Doktrinde, para cezasıyla ilgili artırımın, suç neticesinde oluşan zarar nedeniyle yapıldığı, bu nedenle artırım ölçüsünün zarara göre belirlenmesi gerektiği, menfaat miktarının, zarar miktarını karşılamadığı, fail tarafından bir menfaat temin edilmiş olmasının, mutlaka bir zararın doğduğu anlamını taşımayacağı, zararın oluşmasına rağmen de bir sebeple menfaatin elde edilemeyeceği gerekçeleri ile maddedeki “menfaat” kriteri yerine İtalyan sistemindeki gibi “zarar” kriterinin benimsenmesinin daha uygun olacağı savunulmuştur (bkz. EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 204).

²⁹² TCK md.58/1: “Önceden işlenen suçtan dolayı verilen hüküm kesinleştikten sonra yeni bir suçun işlenmesi halinde, tekerrür hükümleri uygulanır. Bunun için cezanın infaz edilmiş olması gerekmez”.

(spekülatörler) vardır²⁹³. “Risk alma”, sermaye piyasasını cazip kılan faktörlerden biridir. Genelde, yatırım araçlarında riskin artış oranına bağlı olarak getiri de artmaktadır²⁹⁴. Bunun yanında az bir harcama ile çok para kazanma isteğinin insani duygu olduğu da bir vakıdır. Yatırımcıların, sabit getirisi olan, devlet tahvili, mevduat hesapları, değerli madenler gibi alternatif risksiz yatırım yolları var iken, sermaye piyasasına yönelmesinde bu duygunun önemli olduğu yadsınamaz bir gerçektir. İşte az harcama ile kısa vadede daha fazla kâr elde etmek isteyen bu yatırımcı grubu, deneyim, bilgi ve öngörülerini kullanarak yatırımlarını yönlendirmektedir.

Sermaye piyasalarında manipülasyondan söz edilirken, bazen bu kavramın yerine spekülasyonun kullanılageldiği görülmektedir. Bu kullanım konuya yüzeysel bakışın getirdiği bir durumdur. Spekülasyon, manipülasyondan ayrı bir durum olup, bizim sermaye piyasamızda olduğu gibi ABD ve diğer Dünya borsalarının tamamına yakınında suç sayılmamaktadır.

Spekülasyonun Türkçe sözlüklerdeki genel anlamı “vurgunculuk” olmasına karşılık, iktisat terimleri sözlüğündeki anlamı “Kişisel öngörülere dayanarak fiyatında yükselme beklenen iktisadi varlığı satın alarak veya fiyatında düşme bekleneni satarak aradaki fiyat farklılıklarından kâr elde etme etkinliği”dir²⁹⁵. Borsa ve banka sözlüklerindeki anlamı ise “Bireyin gelecekle ilgili beklentileri doğrultusunda fiyat ya da döviz kurundaki değişimlerden bir gelir elde etmek amacıyla yapılan işlemdir”²⁹⁶.

Manipülasyonda, sermaye piyasası araçları üzerinde yanlış, yanıltıcı, aldatıcı bilgilerle veya piyasada aldatıcı işlemlerle menkul kıymetlerin fiyatlarını etkilemek söz konusu iken; spekülasyonda, sermaye piyasası aracının değerini etkileyecek işlemler yapılmamakta, o anki mevcut piyasa yapısı değerlendirilerek ileride fiyatların artacağı veya azalacağı dikkate alınarak ve risk üstlenilerek aradaki fiyat

²⁹³ ERSAN, İlyas, Finansal Türevler, Futures & Options & Swaps, 3. Basım, İstanbul, 2003, s. 83.

²⁹⁴ ERTEN, Ali, Gayrimenkul Sertifikaları, 15. Yıl Sempozyumu, SPK Yayını, Yayın No: 119, Ankara, 1998, s. 211.

²⁹⁵ TDK, Büyük Türkçe Sözlük, <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=spek%FClasyon&ayn=tam, çevrimiçi: 22.02.2010>.

²⁹⁶ Bankacılık Terimleri, <http://www.bankalar.org/bankac%C4%B1l%C4%B1k-terimleri/>, çevrimiçi: 12.02.2010.

farklarından kazanç sağlama amacı güdülmektedir. Bu şekilde hareket eden spekülâtörler bir nevi profesyonel piyasa oyuncularındır.

Sermayenin kısa vadeli kârlara odaklanmış yapısının bütün mali piyasaları hedef haline getirdiği, büyük miktartlı fonların milli piyasalara anlık giriş ve çıkışları etkisini doğuran büyük çaplı spekülâtif sermaye hareketlerinin sebep olduğu dalgalanmaların bütün dünya ekonomilerini etkileyebilecek olumsuz ekonomik sonuçlar doğurabileceği iddia edilmiş ise de²⁹⁷; esasen borsa uygulamalarında piyasanın sadece küçük yatırımcılardan ibaret olmadığı, böyle bir piyasanın cazip olmayacağı, büyük lotlarla oynayan spekülâtörlerin borsanın likiditesini sağlayan kişiler olduğu, spekülâtörlerin piyasadaki işlemeleri halinde piyasadaki işlemlerin çok azalacağı²⁹⁸ da savunulmuş, yatırımcılara bu öngörüler içerisinde işlem yapma taktikleri veren çeşitli çalışmalar yapılmıştır.

Spekülasyonun lehinde ve aleyhinde olan görüşleri değerlendirdiğimizde, spekülasyonun, manipülasyona dönüşmesini engelleyici düzenlemelerin yapılması gerekliliğinin ortaya çıktığını gözlemlemekteyiz. Zira yatırımcıdaki kasıt bir yana bırakıldığında, spekülâtif bir öngörü ile hareket eden yatırımcı, piyasada o anda fazlaca işlem hacmi olmayan bir sermaye piyasası aracından çok sayıda alım ya da satım işlemi yapacak, dolayısıyla fiyatın oluşmasında arz ya da talebi etkilemiş olacak, piyasayı izleyen diğer yatırımcılar da bu hareketlenmelerden etkilenecek işlem yapabilecektir.

Görüldüğü gibi spekülasyonu manipülasyondan ayırmak çoğu zaman güç olup, yatırımcının kastı ile ilgili sübjektif bir değerlendirmeyi zorunlu kılmaktadır. Buna göre yatırımcı, sermaye piyasası araçlarının değerini yapay olarak etkilemek ve bu şekilde oluşan değer üzerinden diğer yatırımcıları işlem yapmaya sevk edip bundan kâr elde etmek kastıyla hareket ediyorsa işlem manipülasyon olacaktır. Eğer sadece kendi birikimini ya da sermaye piyasası araçlarını en uygun şekilde değerlendirmek istiyorsa, bir başka deyişle en uygun zamanda kârlı gördüğü araçlara yatırım yapmak veya en uygun zamanda elindeki araçları satmak ve bu şekilde kâr etmek kastıyla hareket ediyorsa işlem spekülasyon olacaktır.

²⁹⁷ AKDİŞ, Muhammet, Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye, Finansal Krizler-Beklentiler, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm>, çevrimiçi: 08.02.2010.

²⁹⁸ MERGEN, Kurt Kapanı, s. 11, 12.

Sonuç olarak, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren spekülâtör yatırımcı tipinin, piyasanın likiditesini ve cazibesini arttırdığını, işlem hacmini genişlettiğini, piyasanın durgunluğa girmesini önleyici etki yaptığını gözlemekle birlikte, piyasada bu tür yatırımcı sayısının az ve elindeki sermaye piyasası araçlarının çok olduğu hallerde, bir tekelleşme olacağını, artık yapılan bu alım-satımların, spekülasyon boyutunu aşıp manipülasyon teşkil edeceğini düşünmekteyiz. Bunun için piyasadaki tekelleşmelerin ve şirketler arasındaki (kâr aktarımı gibi) örtülü işlemlerin yapılacak denetimlerle önüne geçilmesi gerektiğini; kamuyu aydınlatma projesinin tam anlamıyla hayata geçirilerek sermayenin mümkün olduğunca tabana yayılmasının sağlanması gerektiğini; aynı zamanda, sermaye piyasasında gözetim ve denetim yetkisi bulunan bağımsız idari otoritenin ve diğer sermaye piyasası kuruluşlarının yatırımcıları sürekli olarak bilgilendirici faaliyetlerde bulunması gerektiğini belirtmeliyiz.

3.10.2. Geri Alım Programları (İhraççıların Halka Arz Ettikleri Sermaye Piyasası Araçlarını Geri Almaları)

TTK'nın 329'uncu maddesindeki genel kurala göre “şirket, kendi hisse senetlerini temellük edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez. Bu senetlerin temellükü veya rehin alınması neticesini doğuran akitler hükümsüzdür”. Ancak, bu kuralın istisnaları da aynı maddede gösterilmiş olup, şirketin kendi paylarını devralması halleri şunlardır:

1. Hisse senetlerinin şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınması;
2. Hisse senetlerinin şirketin kuruluşu veya sermaye artırımını dolayısıyla vaki olan iştirak taahhüdünden başka bir sebepten doğan şirket alacaklarının ödenmesi maksadiyle devralınması;
3. Hisse senetlerinin bir mamelekin veya işletmenin borç ve alacaklarıyla beraber temellük edilmesi neticesinde şirkete geçmesi;
4. Şirketin konusu gereği hisse senetlerinin devir veya rehin;

5. Hisse senetlerinin yönetim kurulu üyeleri, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen mükellefiyetlere karşı rehin olarak yatırılması;
6. Karşılıksız devralma.

Hisse senetleri, şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa derhal imha edilir ve bu hususta tutulan tutanak ticaret siciline verilir. Diğer hallerde ise geri alınan bu senetler ilk fırsatta tekrar elden çıkarılır. Bu işlemler yıllık raporda gösterilir. Şirketçe devralınan payların genel kurulda temsili yasaktır (TTK md. 329/2).

SPK, yabancı ülkelerde HAAO'lar tarafından geri alım programlarının finansman politikası olarak yoğun bir şekilde uygulandığı gerçeğini göz önüne alarak, TTK'nın 329'uncu maddesindeki istisna hükümlerinden hareketle, payları İMKB'de işlem gören aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarının kendi paylarını satın almaları durumunda uymaları gereken ilke ve esasları belirlemiştir²⁹⁹. Kurul, aldığı 01.09.2009 tarih 27/748 sayılı İlke Kararında bu ilkeleri ayrıntılı olarak sıralamıştır³⁰⁰. Yapılan bu düzenlemeye baktığımızda, geri alım programının içeriden öğrenenlerin ticareti ya da manipülasyon etkisi göstermemesi için kapsamlı tedbirlerin alındığını görmekteyiz.

Bir şirketin kendi hisse senedini geri alabilmesi için öncelikli olarak TTK'nın 329'uncu maddedeki istisnai hallerden birinin gündemde olması gerekir. Böyle bir durumda olan şirketin sermaye piyasasında geri alım programını uygulaması için hisse senedinin mutlaka İMKB'de işlem görmesi ve geri alımın da mutlaka İMKB'de yapılması ve öncelikli olarak İMKB'nin belirlediği işlem kurallarına uyulması gerekmektedir.

Kurul, ilke kararında bunlara ilaveten, geri alım programıyla ilgili, yetki, işlem hacmi, işlem zamanı, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, fiyatla ilgili sınırlayıcı düzenlemeler getirmiştir.

²⁹⁹ SPK, <http://www.spk.gov.tr/daireduyurukarargoster.aspx?aid=94&ct=c>, çevrimiçi: 22.02.2010.

³⁰⁰ İlke kararının tam metni için bkz. <http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2009&sayi=39&ext=.pdf#page=3>, çevrimiçi: 22.02.2010.

Yetki yönünden bakıldığında, geri alım programında, programı³⁰¹ hazırlama, genel kurulun onayına sunma ve programı uygulama yetkisi yönetim kuruluna aittir. Yönetim kuruluna bu yetki genel kurul tarafından en çok 18 aylık bir süre için verilir. Yönetim kurulu, aldığı bu yetki çerçevesinde hareket etmek zorundadır³⁰².

İşlem hacmi yönünden sınırlama ise; geri alımı yapılacak payların, daha önce iktisap edilenler dâhil toplam nominal değerinin, ortaklık ödenmiş/ çıkarılmış sermayesinin %20'sini aşamayacağı; ortaklık tarafından bir günde geri alımı yapılacak toplam pay miktarının, payların son üç aydaki günlük işlem miktarı ortalamasının %25'ini geçemeyeceği noktasındadır.

İhraççıların halka arz attikleri sermaye piyasası araçlarını geri almalarında işlem zamanı yönünden de bir sınırlama yapılmıştır. Buna göre, açılış seansında ve birinci seansın son 15 dakikası ile ikinci seansın ilk ve son 15 dakikası içinde geri alım emri verilemez. Fiyatları etkilemeye yönelik aldatici alım-satımların genelde bu zaman diliminde olduğunu dikkate alan Kurul, yatırımcıların aldanmalarının önüne geçmek için bu zaman dilimlerinde geri alım işlemi yapılmasını yasaklamıştır.

Geri alım programı uygulamasına ilişkin bir başka sınırlandırma da fiyat yönündendir. Bu kurala göre; geri alım için verilen fiyat emri, mevcut fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen satış fiyatından daha yüksek olamaz. Kurulun bu düzenlemesinin de, yatırımcıları korumaya yönelik, yapay bir fiyat artışından doğacak sakıncaları ortadan kaldırmaya ilişkin olduğu görülmektedir.

Tüm bu sınırlandırmalardan en önemlisi ise, kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince geri alım programının, hazırlanmasından itibaren her aşamasının genel olarak veya sürekli özel durum açıklamaları ile kamuya duyurulması zorunluluğudur. Geri alım programı uygulaması sırasında kamuya yapılan açıklamalar sayesinde, borsada işlem yapan yatırımcılar, işlem hacminin genişliğinden ve aktif piyasa

³⁰¹ SPK'nın 01.09.2009 tarih 27/748 sayılı İlke Kararı i-i bendi: "Ortaklık yönetim kurulu tarafından, geri alımın amacını, geri alım için ayrılan fonun toplam tutarı ile kaynağını, geri alınabilecek azami pay sayısını, payların geri alınması için belirlenen alt ve üst fiyat limitlerini, alımlar için yetkilendirilen kişileri (tüzel kişi ve yetkilileri dâhil), genel kuruldan talep edilecek yetki süresi ile söz konusu programın onaya sunulacağı genel kurul tarihini ve tamamlanmış en son geri alım programının özetini içeren bir geri alım programı hazırlanır ve bu program onaya sunulacağı genel kurul tarihinden en az 15 gün önce şirket web sitesinde yayımlanarak kamuya duyurulur".

³⁰² İlke kararının "n" bendinde, makul gerekçelerin varlığı halinde yönetim kurulu tarafından genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan da geri alım yapılabileceği belirtilmiş, ancak bu makul durumların neler olduğu sayılmamıştır.

görünümünden etkilenmeden yatırım kararlarını piyasa koşullarını göz önüne alarak verebilecektir.

3.10.3. Fiyat İstikrar İşlemleri

Sermaye piyasasında manipülasyona nitelik itibariyle en çok benzeyen yasal işlemler fiyat istikrar işlemleridir³⁰³. Çünkü bu işlemler, birinci el piyasada sermaye piyasası aracının halka arzından sonra arz ve talep dengesinde oluşması gereken fiyata müdahale niteliğinde olup; arz fazlasının destekleme alımları ile geri alınması, ya da arzı aşan talep fazlasının ihracı yapan kurumlarca karşılanması işlemleridir. Görüldüğü gibi fiyat istikrar işlemleri piyasanın normal işleyişine dışarıdan bir müdahale ile yapay fiyat oluşturma çabası olup, kasıt unsuru bir tarafa bırakılırsa, tipik bir manipülasyon hareketidir.

Hisse senetlerinin halka arzından sonra fiyat istikrar işlemi olarak alım yapılmasını manipülasyon suçu kapsamından çıkaran ilk düzenlemeye ABD’de 1934 tarihli SEA’da yer verilmiştir. Bu Yasada, ilk halka arzdan sonra ikinci el piyasada bu aracın değerinin halka arz fiyatından aşağıya düşmesi halinde, fiyatın düşüşünü önlemek gayesi ile sınırlı bir sürede fiyat istikrar uygulaması yapılabileceği düzenlenmiştir³⁰⁴.

Manavgat, fiyat istikrar işlemlerini şu şekilde tanımlamıştır: “Fiyat istikrar işlemleri piyasada oluşan arz ve talep dışında bir mekanizmayla fiyat oluşumuna olanak tanıyan, piyasada oluşabilecek olumsuz etkilerin fiyata yansımaları engelleyen; bu manipülatif özelliğine karşılık, anılan işlemler, halka arz sonrasında arz ve talebin istikrar kazanmadığı, fiyat konusunda belirsizliklerin olduğu bir dönemde piyasayı düzenleme işlevi gördüğü, dolayısıyla hem ihraççıyı, hem de yatırımcıyı koruma amacı taşıdığı için belli sınırlamalar içinde izin verilen işlemler bütünüdür”³⁰⁵.

³⁰³ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 47.

³⁰⁴ KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray/ ALAGÖZ, Ayşegül, Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme, http://www.tkyd.org/files/downloads/Halka_Arzlardan_Fiyat_Istikrari_Islemlerinin_Etkinligi.pdf, s. 4., çevrimiçi: 22.02.2010.

³⁰⁵ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 46.

Halka arzda, ihraççı firma ile yatırımcılar, her ne kadar ileride, sermaye piyasası aracının sürekli işlem görmesini, likiditesinin yüksek olmasını bekleseler de; bunların ilk halka arzı sırasındaki beklentileri ve amaçları birbirinden farklıdır. İhraççı şirket, halka arz ettiği hisse senedini mümkün olduğunca en yüksek fiyattan satma, bu şekilde şirkete taze kaynak oluşturma çabasına girerken; yatırımcı, çıkarılan bu hisse senedinin ilk etapta fiyatının çok düşük olmasını isteyecek, yaptığı bu düşük maliyetli alımdan sonra fiyatlarda artış olması için beklentiye girecek ve artış olduğunda da satarak kârını maksimize etmeye çalışacaktır. İşte bu beklenti ve dengeler içerisinde halka arz edilecek aracın fiyatının belirlenmesi önem arz etmekte olup; ihraççı firma ya da halka arza aracılık yapan aracı kurumun fiyatı düşük belirlemesi durumunda, ikinci el piyasada yükselmesi ile ihraççı firmanın zararı söz konusu olabilecek; fiyatları yüksek belirlemesi halinde ise hisse senetleri elde kalacak ve gereksiz yere fiyat istikrar işlemleri uygulanmasına neden olacaktır³⁰⁶.

Ülkemizde, fiyat istikrar işlemleri, 15.11.1998 tarihli RG’de yayımlanan Seri: I, 26 No’lu “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliğinde” değişiklik yapan 17.12.2003 tarihli RG’de yayımlanan, Seri: I, No: 32 Tebliği ile manipülasyondan istisna tutulan işlemler olarak hukukumuzda dâhil olmuştur. Seri: I, No: 32 Tebliği ile 26 No.lu Tebliğin, “ek satış” başlıklı 21’inci maddesi değiştirilmiş ve aynı Tebliğe “halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler” başlığı ile 21/A maddesi eklenmiştir.

Tebliğ düzenlemeleri incelendiğinde fiyat istikrar uygulamasının iki halde uygulanmasının kabul edildiği görülmektedir. Bunlar; ek satış ve halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerdir

3.10.3.1.Ek Satış

Seri I, 32 No’lu Tebliğin 1’inci maddesi ile değişik, Seri I, 26 No.lu Tebliğin 21’inci maddesinde ek satış, “talep toplama sonucunda toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde fazla talebin karşılanması amacıyla azami miktarı daha önce belirlenen ve kamuya duyurulan payların dağıtımına tabi tutulacak toplam hisse senedi miktarına ilave edilmesi” olarak tanımlanmıştır.

³⁰⁶ KÜÇÜKKOCAOĞLU/ ALAGÖZ, Halka Arzlarda Fiyat, s. 3.

21'inci madde düzenlemesine göre, HAAO'larda hisse senetlerinin halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla halka arz işlemlerinde, talep toplama yönteminin kullanılması durumunda, toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde, izahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması koşuluyla bu talebi karşılamak amacıyla ek satış gerçekleştirilebilir. Ek satışa konu hisse senetleri, ortaklar tarafından satılabileceği gibi, halka arza aracılık eden aracı kurumlardan biri tarafından ortaklardan ödünç alınarak "ödünç alımlı satış" adı verilen yolla da satılabilir. Ödünç alımlı satış işlemini gerçekleştiren aracı kurumun, ödünç işleminden kaynaklanan yükümlülüğünü, ödünç sözleşmesinde yer alan esaslar çerçevesinde, hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren otuz gün içerisinde kapatması zorunludur. Ek satışa konu toplam hisse senetleri, ek satış öncesi halka arz edilen hisse senedi miktarının %15'ini aşamaz. Ayrıca, aracı kurum, hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başlamasını takip eden otuz gün içerisinde ödünç işleminden doğan yükümlülüğünü, ortaklara hisse senetlerini mislen iade ederek veya halka arz fiyatı üzerinden bedelini ödeyerek kapatmak zorundadır.

Aracı kurumun bu şekilde ortaklardan ödünç aldığı hisse senetlerinin bedelini, ödünç süresinin sonunda ilk halka arz fiyatından ödeme hakkını kullanması evrensel hukukta "green shoe option" olarak adlandırılmaktadır³⁰⁷. Bu şekilde aracı kurumların halka arz sırasında fiyatı düşük belirleyip, ödünç alma yöntemi ile açık kapatarak ve sürenin sonunda da "green shoe option" hakkını kullanarak aradaki farktan haksız kazanç sağlayabilecekleri ve yapay fiyat oluşturabileceği eleştirilerine³⁰⁸ karşın; halka arzdan sonra hisse senedinin fiyatlarının yükselmesi halinde, aracı kurumun ödünç yükümlülüğünü risk altına girmeden kapatması için bir teminat niteliğinde olduğu da savunulmuştur³⁰⁹.

3.10.3.2.Halka Arz Sonrası Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler

Halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler, Seri I, 32 No'lu Tebliğin 6'ncı maddesi ile Seri 1, 26 No'lu Tebliğ'e 21/A maddesi olarak eklenmiştir.

³⁰⁷ KÜÇÜKKOCAOĞLU/ALAGÖZ, Halka Arzlarda Fiyat, s. 4.

³⁰⁸ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 51.

³⁰⁹ KÜÇÜKKOCAOĞLU/ ALAGÖZ, Halka Arzlarda Fiyat, s. 4.

Maddede, HAAO'larda hisse senetlerinin halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla halka arz işlemlerinde talep toplama yönteminin kullanılması durumunda, hisse senetleri borsada işlem görmeye başladıktan sonra, halka arza ilişkin izahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması koşuluyla, halka arza aracılık eden ve izahnamede belirtilen aracı kurum tarafından fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alımda bulunulabileceği belirtilmiştir. Bu işlemler, ilgili hisse senedinin borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok otuz gün süreyle gerçekleştirilebilir. Alım emrindeki fiyatın en fazla halka arz fiyatı kadar olması gerekir, yani aracı kurum tarafından bu fiyatın üzerinde emir verilemez. Borsada işlemin başladığı tarihten itibaren otuz gün içerisinde borsadaki fiyat, halka arz fiyatının altına düşerse, halka arza aracılık eden ve izahname ile kamuya duyurulan aracı kurum tarafından alımda bulunulabilir. Aracı kurumun, bu otuz günlük süreden veya izahnamede belirtilen süreden önce fiyat istikrar işlemini sona erdirmeye hakkı vardır. Ancak aracı kurumun bu kararını hemen sonraki iş günü içerisinde SPK'ya ve borsaya bildirerek, borsanın bu durumu kamuya açıklamasını sağlamalıdır.

Tebliğ, yapılan fiyat istikrar işlemlerinin piyasada yapay hareketliliğe yol açmaması ve manipülasyon sonucunu doğurmaması için aracı kuruma dikkat ve özen yükümlülüğü getirmiştir. Buna göre, aracı kurum, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı hisse senetlerinin satışında piyasanın olağan işleyişinin etkilenmemesi için azami özen ve dikkati göstermek zorundadır. Örnek vermek gerekirse, fiyat istikrar uygulamasının bitiminden sonra aracı kurum, piyasadaki geri aldığı hisse senetlerini topluca veya büyük miktarlarda elden çıkarırsa, uygulamanın amacına aykırı hareket etmiş olacak, yatırımcıların ellerindeki senetlerin aşırı değer kaybına yol açacak, oluşan panik havası, piyasanın güven unsurunu derinden etkileyecek, manipülasyona kadar giden bir süreç başlamış olacaktır.

Diğer taraftan, aracı kurum, fiyat istikrar uygulama süresi içerisinde satın aldığı hisse senetlerini aynı süre boyunca halka arz fiyatının altında bir bedelle satamaz. Tebliğde, bu yasaklama getirilirken buna aykırı hareket halinde müeyyidenin ne olduğu belirtilmemiştir. Kanaatimizce, fiyat istikrar uygulaması, hukuki mevzuat (tebliğlerdeki düzenlemeler) çerçevesi içerisinde yapıldığı takdirde, esasen manipülasyon niteliğindeki işlemleri hukuka uygun hale getirdiğinden,

tebliğdeki düzenlemenin aksine olarak bu süre içerisinde yapılan, halka arz fiyatının altındaki satış halinde, hukuka uygunluk sebebi ortadan kalkmış olur ve işleme dayalı manipülasyon suçu meydana gelir. Bunun sonucunda da satış işlemini gerçekleştiren aracı kurumun yöneticilerinin cezai sorumluluğu, aracı kurumun da hukuki sorumluluğu doğar.

Sonuç olarak bakıldığında; bu uygulamaya gerek olup olmadığının, mali tablolar, şirket içerisindeki bilgiler ile hisse senedinin değerini etkileyebilecek bütün unsurların bir ön çalışmayla tam olarak analizinin yapıldıktan sonra belirlenmesi gerektiğini ifade etmeliyiz. Bu yönde bir ihtiyaç olduğunun tespitinden sonra yapılan fiyat istikrar işlemlerinin, uygulamanın her aşamasının etkin bir biçimde kamuya duyurulması ve aracı kurumlar ve borsanın gerekli hassasiyetleri göstermesi halinde, hisse senetlerinin olması gereken değerinin fiyatına yansımada olumlu katkıda bulunacağını, yatırımcıların aldanmalarının önlenmesine yardımcı olacağını düşünmekteyiz.

3.10.4. Açığa Satış

Açığa satış, 14.07.2003 Tarih ve 25168 Sayılı RG’de yayımlanan “Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ (Seri: V, No:65)” ile düzenlenmiştir.

Tebliğ’e göre, açığa satış işlemi; sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satışa ilişkin emrin verilmesini ifade eder. Satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılır. Bir başka deyişle açığa satış, satıcının elinde olmayan sermaye piyasası araçlarını ödünç olarak alıp satması ve vade sonunda da aynı miktardaki sermaye piyasası aracını satın alıp ödünç aldığı şahsa iade etmesi işlemidir³¹⁰.

Açığa satış işlemleri, çeşitli amaçlarla yapılabilmektedir. Bu amaçlardan biri, açığa satış işlemlerinden kazanç sağlamaktır ki; bu işlemin özü esasında spekülasyondur. Böyle bir durumda yatırımcı, ödünç aldığı sermaye piyasası aracını, vade sonunda değerinin düşeceği tahmin ve inancı ile derhal satıp, vade içerisinde

³¹⁰ ULUDAĞ, Aracı Kurumların Mali, s. 121.

fiyatın düşmesini bekleyecek, fiyatın düştüğü en uygun zamanda aynı miktardaki aracı satın alıp borcunu yerine getirecek ve aradaki miktar kadar kâr elde etmiş olacaktır. Bilgi ve tahminine güvenerek açığa satıştan kâr elde etmek isteyen yatırımcının bu beklentisi, manipülasyon işlemlerindeki manipulatörlerin beklentisi veya planlarıyla da görünüşte birbirine çok yakındır³¹¹. Çok sayıda açığa satış yapıp ödünç süresi içerisinde beklentisi gerçekleşmeyen yatırımcının, zarardan kurtulmak için manipülasyon sonucunu doğuran işlemlere kalkışabileceği, üzerinde düşünülmesi gereken bir husustur.

Yatırımcıları açığa satış işlemi yapmaya götüren saiklerden biri de, açığa satış işlemlerinin kredi ihtiyaçlarının giderilmesinin bir yolu olmasıdır. Diğer finansal kaynaklardan kredi ihtiyacını karşılayamayan veya, açığa satışı diğer kaynaklarla kıyasladığında daha az maliyetli bulan yatırımcı, yapacağı açığa satışlarla nakit ihtiyacını giderebilir.

Yatırımcıların açığa satış kararı almadan önce göz önünde bulundurması gereken en önemli husus, açığa satışın, diğer yatırımcıları da satış yönünde baskılayıp, sermaye piyasası aracının fiyatını düşürücü etkiye sahip olduğudur³¹².

Yatırımcının açığa satış yapabilmesi için öncelikli olarak bir aracı kurumla açığa satış çerçeve sözleşmesi³¹³ yapması gerekir. Açığa satış işlemi, aşağıdaki gibi iki şekilde gerçekleşebilir:

- İlk olarak; açığa satış yapmak isteyen yatırımcı, müşterisi olduğu aracı kuruma vereceği yazılı açığa satış emri ile bu satışı yapabilir. Bu açığa satış emrinin aracı kuruma yazılı olarak bildirilmesi zorunludur.

³¹¹ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 164.

³¹² MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 164.

³¹³ Seri V-No: 65 Tebliği, “Çerçeve sözleşmeler”- md. 11: Sermaye piyasası araçlarının kredili alımı, açığa satışı ve ödünç alma ve verme işlemlerinde bulunulabilmesi için aracı kurum ile müşteri arasında işlemin niteliğine göre sermaye piyasası araçlarının kredili alım işlemi çerçeve sözleşmesi., .açığa satış işlemi çerçeve sözleşmesi ve Sermaye piyasası araçları ödünç alma ve verme işlemleri çerçeve sözleşmesi imzalanması zorunludur. Bu sözleşmelerde yer verilmesi gereken asgari hususlar Kurulca belirlenir. Bu sözleşmeler, aracı kurumlarla müşterisi arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin esasını oluşturan çerçeve anlaşmalardır. Çerçeve sözleşmeler müteselsil sıra numaralı ve en az iki nüsha olarak düzenlenir ve bir örneği müşterilere verilir. Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kurumlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez. Sözleşmelerde hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır.

- İkinci halde ise, yazılı olarak verilmiş bir açığa satış emri yoktur. Satıma konu olan sermaye piyasası araçlarının satım emrinin verildiği an itibarı ile müşterinin aracı kurum nezdindeki hesabında bulunmaması veya söz konusu yükümlülüğün ilgili sermaye piyasası aracının ödünç alınması sureti ile yerine getirilmesi durumunda herhangi bir ilave bildirim ihtiyacı duyulmaksızın müşteri tarafından verilen satım emrinin açığa satış olduğu kabul edilir. Ancak müşterinin, satışı yapılan sermaye piyasası aracını tevdi edebilecek durumda olduğunu ve satışa konu sermaye piyasası aracının takas tarihine kadar aracı kuruma iletileceğini bildirmesi halinde artık bu işlem açığa satış işlemi sayılmaz. Bir başka deyişle, yazılı bir açığa satış emri olmamasına rağmen, müşteri genel olarak bir satış emri verir ve aracı kurumdaki hesabında satış emri verdiği sermaye piyasası aracı mevcut değil ise veya emir ancak ödünç alınarak yerine getirilebiliyor ise bu satış emrinin açığa satış niteliğinde olduğu kabul edilecektir. Niyeti açığa satış olmayıp, bu işlemi, hesabında sermaye piyasası aracı olduğu zannıyla yanılarak yaptığını anlayan veya zımni olarak yaptığı açığa satıştan bir şekilde dönmek isteyen müşteri, satışı yapılan sermaye piyasası aracını tamamlayabileceğini ve takas tarihine kadar aracı kuruma iletileceğini bildirmesi halinde verilen emrin açığa satış niteliği ortadan kalkar.

Açığa satışlar, işlemi yapacak şahıslar ve işlem fiyatı açısından sınırlamaya tabi tutulmuştur. Sermaye piyasasında açığa satış yapamayacak şahıslar şunlardır:

- Sermaye piyasası aracı ihraç eden şirketin yönetim kurulu üyeleri,
- Sermaye piyasası aracı ihraç eden şirketin üst düzey personeli (genel müdür, genel müdür yardımcıları, teftiş kurulu başkan ve üyeleri, muhasebe ve finansman müdürleri vs.),
- Sermaye piyasası aracı ihraç eden şirkette %10 veya daha fazla paya sahip şirket ortakları,
- Yukarıdaki kişilerle birlikte hareket edenler bu kişilerin eş ve velayeti altında bulunanlar.

İşlemlerde fiyat açısından yapılan sınırlandırma ise Tebliğin (V-65) 29'uncu maddesinde bildirilmiştir. Maddeye göre, “aracı kurumun müşteri adına veya kendi

hesabına açığa satış işlemi gerçekleştirmesi durumunda açığa satış işlemi, açığa satışa konu olacak sermaye piyasası aracının en son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden yapılır. Ancak, en son gerçekleşen fiyatın bir önceki fiyattan daha yüksek olması halinde açığa satış işlemi en son gerçekleşen fiyat düzeyinden yapılabilir. Seans açılışında, en son gerçekleşen fiyat bir önceki seansın kapanış fiyatıdır”. Maddede görüldüğü gibi, açığa satış işlemi ile sermaye piyasası aracının değerinin düşürülmesi engellenmek istenmiş, son fiyatın üzerinde satış yapılarak fiyatın yükseltilmesinde ise bir sakınca görülmemiştir.

Diğer taraftan açığa satış yapmak isteyen aracı kurum müşterisi, aracı kurumdaki açığa satış hesaplarına başlangıçta asgari %50 oranında özkaynak yatırmak zorundadır. Başlangıçta yatırılacak özkaynak, açığa satılacak sermaye piyasası aracının değerinin peşin olarak yatırılmasını ifade eder. Açığa satış işleminin devamı süresince özkaynak oranının asgari %35 olması zorunludur³¹⁴.

Aracı kurumların açığa satış yapmalarını kısıtlayan bir düzenleme de, Tebliğin (V-65) 15’inci maddesinde yer almaktadır. Buna göre “Kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışına aracılık eden aracı kurumlar halka arz süresince bu menkul kıymetlerle ilgili kredili işlem yapamazlar. Aracı kurumlar, Kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarının halka açılma amacıyla borsada satış sureti ile yapılan halka arzlarında, söz konusu sermaye piyasası araçlarıyla ilgili açığa satış işlemi yapamazlar. Kurulun halka arzlarda fiyat istikrarının sağlanmasına ilişkin düzenlemeleri saklıdır”. Görüldüğü gibi buradaki düzenleme, halka arz kararı alınıp duyurulduktan sonraki aşamadaki arz edilecek araçların açığa satışı ile ilgilidir. Halka arz öncesi açığa satış yapıp, daha sonra halka arz edilen araçlardan alım yapılarak ödünç alınan aracın iadesini engelleyen bir durum bulunmamaktadır³¹⁵. Ancak biz bu aşamadaki açığa satış işleminin içeriden öğrenenlerin ticareti ya da manipülasyon suçunun unsurları açısından sıkı incelemeye tabi tutulması gerektiği görüşündeyiz. Çünkü belirlenen halka arz fiyatının az olacağı ve arz edilecek araçların talepten fazla olacağı, dolayısıyla da fiyatların aşırı miktarda düşeceği yönündeki bilgilerle, arz öncesinde açığa satışlar yapıp, arzdan

³¹⁴ Açığa satış işlemlerinde özkaynak kavramı, hesaplanması ve özkaynağın korunması için bkz. Seri V- No: 65 Tebliği, md. 25.

³¹⁵ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 165.

sonraki aşırı düşüşte gerçekleştirilecek alım ve iadelerle haksız kazanç elde edilmesi her zaman mümkün olacaktır.

Açığa satış işlemlerinin, bu husustaki düzenlemelere uygun bir şekilde yapıldığında, sermaye piyasası araçlarının likiditesini arttırıcı etki yapacağı, işlem hacminde genişleme sağlayacağı, yatırımcıların ya da aracı kuruluşların açık pozisyonlarını kapatmada kredi işlevi göreceği ve böylece piyasanın ve dolayısıyla ekonominin gelişmesinde önemli bir işlev görmüş olacağı kanaatindeyiz. Diğer taraftan açığa satış işlemlerinin sermaye piyasası araçlarının değerini yapay olarak etkilemek ve yatırımcıları aldatmak amacıyla yapılmasının önüne geçmek için ise özellikle SPK ve diğer düzenleyici kuruluşların bu işlemleri sıkı bir şekilde izlemesi gerektiğini düşünmekteyiz.

3.10.5. Menkul Kıymetlerin Geri Alım veya Satım Taahhüdü ile Alım-Satımı

Sermaye piyasası uygulamasında menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satımına repo, geri satma taahhüdü ile alımına ise ters repo denir. Bu işlemlerin özünü gelecekteki fiyat beklentilerine bağlı olarak yapılan spekülasyon işlem oluşturur³¹⁶.

“Options” adı da verilen sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdü ile alım-satımı işlemlerinde, işleme konu olan sermaye piyasası aracının, belirli bir zaman içerisinde satın alınacağı veya satılacağı güvencesi verilerek bir ödünç işlemi gerçekleştirilir. Sermaye piyasası aracının iade süreci bir gecelik olabileceği gibi bir yıl gibi uzun süreli de olabilir. Bu husus tarafların anlaşmasına bağlıdır.

Repo işleminde sermaye piyasası aracının mülkiyeti alıcıya geçer ve çerçeve anlaşmasında aksine hüküm bulunmadıkça getirileri de alıcıya ait olur. Vade tarihinde ise sermaye piyasası aracının mülkiyeti, kararlaştırılan bedelin ödenmesi ile

³¹⁶ BOLAK, Mehmet, Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul, 1994, Beta Yayınları, s. 60.

tekrar yetkili kuruluşa geçer. Repoya konu sermaye piyasası aracı, teminat vasfı taşır ve kısa vadeli bir borç verme hali söz konusudur³¹⁷.

Ters repo işlemi ile sermaye piyasası aracı alımında ise, aracın mülkiyeti yetkili kuruluşa geçer ve getirileri de çerçeve anlaşmasında aksine hüküm bulunmadıkça yetkili kuruluşa ait olur. Vade tarihinde, aracın mülkiyeti kararlaştırılan bedelin ödenmesi ile tekrar karşı tarafa geçer.

Repo ve ters repo işlemlerinde, taraflar, aralarında, iade gününde ödünç alan tarafın aldığı miktara ödeyeceği faiz miktarını da serbestçe belirlerler. Diğer bir deyişle sermaye piyasası aracını iade koşuluyla alıp bunu satan taraf, iade gününde, sermaye piyasası aracının değeriyle birlikte belirlenen faizi de öder. Bu faiz oranları ise genelde oldukça yüksek olarak belirlenir. Repo ve ters repo işlemlerine konu olabilecek menkul kıymetler şunlardır:

- Devlet tahvilleri,
- Hazine bonoları,
- Banka bonoları ve banka garantili bonolar,
- Özelleştirme İdaresi Başkanlığı ve Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nca ihraç edilen borçlanma senetleri,
- Mahalli idareler ve bunlarla ilgili idare, işletme ve kuruluşların Kanun uyarınca ihraç ettikleri borçlanma senetleri,
- Varlığa dayalı menkul kıymetler dâhil olmak üzere menkul kıymetler borsaları veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören veya borsada tescil edilmiş olan borçlanma senetleri.

Repo ve ters repo işlemlerine konu sermaye piyasası araçları, yetkili kuruluşlarca takas ve saklama sistemine göre depo edilmiş olması zorunludur. Repo konusu olan menkul kıymetlerin alıcıya fiziki teslimi yapılmaz. İşlemler hesaben gerçekleştirilir.

Hisse senetlerinin repo ve ters repo işlemlerine konu olması mümkün değildir. Bu nedenle, bu tür işlemlerde manipülasyon yapılması ihtimali oldukça azdır.

³¹⁷ YETİM, Sedat, Repo, Ters Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri, C.1, SPK Yayını, Yayın No: 73, Ankara, 1997, s. 2.

3.11. MANİPÜLASYONUN DİĞER EKONOMİK SUÇLARDAN AYRILMASI

3.11.1. Insider Trading (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti) Suçundan Farkı

“Insider trading” kavramı diğer pek çok sermaye piyasası kavramları gibi Anglo-Sakson kaynaklıdır. Bu kavram SerPK’nın yürürlüğe girmesinden sonra literatürümüze “içeriden öğrenenlerin ticareti”³¹⁸, “içeriden ticaret”, “insider muameleleri” gibi ibarelerle girmiştir. Ancak doktrinde, sermaye piyasasının sınır tanımayan gelişmesi, küreselleşen yönü göz önüne alınarak “insider trading”, “insider dealing”, “insider information” ve “insider” terimleri de yaygın olarak kullanılmaktadır.

Turanboy, “insider muamelesi” adını verdiği içeriden öğrenenlerin ticaretini SEC’in kabul ettiği şekliyle şu şekilde tanımlamıştır: “Halka açık anonim şirketlerde, şirketteki pozisyonu ve görevi sebebiyle, bir menkul kıymetin ileride teşekkül edecek kur değeri ile ilgili bilgilere sahip olacak şahsın, bu bilgileri kamuya açıklanmadan önce, borsa içi ve dışı muamelelerde kullanarak kendisi veya bir başka şahıs için menfaat sağlamasıdır”³¹⁹.

SerPK’nın 47/1-A.1 maddesindeki tanım ise şudur: “Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde menfaate yararı sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek, içeriden öğrenenlerin ticaretidir”.

Yapılan bu tanımlamalar çerçevesinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile manipülasyon suçları arasındaki farkları şu şekilde sıralayabiliriz:

- İçeriden öğrenenlerin ticareti suçunun oluşmasının önkoşulu, kamuya açıklanmamış şirkete ait bir gizli bilginin bulunması ve bu gizli bilginin kamuya açıklanmadan önce kullanılmasıdır. İşleme dayalı olarak yapılan manipülasyonlarda şirkete ait bilgiler kullanılmaz, doğrudan şirketin hisse senetleri kullanılarak işlem yapılır ve diğer yatırımcılar piyasada

³¹⁸ “İçeriden öğrenenlerin ticareti” tabirini ilk olarak Ünal Tekinalp kullanmıştır. Bkz. TEKİNALP, Ünal, İçeriden öğrenenlerin Ticareti Sorunu, İktisat ve Maliye Dergisi, Aralık 1986. (Alıntılayanlar İHTİYAR, Sermaye Piyasası, s.185; TURANBOY, Insider Muameleleri, s. 31).

³¹⁹ TURANBOY, Insider Muameleleri, s. 44.

işlem yapmaya sevk edilir. Bilgiye dayalı manipülasyonda ise sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi verilmekte ya da açıklanması gereken bilgiler açıklanmamaktadır. Şu halde, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu hukuken bilginin açıklanması gerektiği andan önce, bilgiye dayalı manipülasyon suçu ise hukuken bilginin açıklandığı ya da açıklanması gereken anın geldiği zamandan sonra işlenmektedir.

- İçeriden öğrenenlerin ticareti suçunda suçta kullanılan bilgiler, henüz açıklanmadığı için başkaları tarafından vakıf olunmayan, doğru bilgilerdir. Manipülasyonda aktif olarak kullanılan bilgiler ise yalan, yanlış veya uydurma bilgilerdir.
- Failin amacı yönünden bakıldığında, manipülasyonda fail, bilgiyi kullanarak bir şaya oluşturup sermaye piyasası aracının fiyatını etkilemeye çalışmaktadır. Etkilenen fiyat doğrultusunda amacı fiyatın azaltılması ise, bu yönde menkul kıymetin itibarını ve değerini düşürücü bilgiler yayacak, yatırımcılar bundan etkilenerek eldeki araçları düşük fiyatlardan satacaklar, fail ise bu düşük fiyattan alım yapacak, manipülasyonun etkileri kalktığında ise normal fiyatından satacak, aradaki farkı da haksız olarak kâr hanesine yazdıracaktır. Eğer fiyatların artmasını istiyorsa sermaye piyasası aracının fiyatını arttıracak asılsız bilgiler verecek, fiyatlar yükseldiğinde ise elindeki araçları satarak kâr edecektir. İçeriden öğrenenlerin ticareti suçunda ise failin amacı sermaye piyasası aracının fiyatını etkilemek değil, henüz kamuya açıklanmamış, sermaye piyasası aracının değerini etkileyici bilgilerin sahibi olmanın getirdiği avantajdan yararlanarak pozisyon almaktır. Bilgi, aracın değerini düşürücü nitelikte ise, eldeki sermaye piyasası aracını satacak, oluşacak zarardan kendisini kurtaracak, eğer aracın değerini arttıracak bilgi ise mevcut nakdini bu araçlara yatırarak fiyatların yükselmesi durumunda satış yapıp kârını maksimize edecektir.
- Manipülasyon suçu bir tehlike suçudur, yani sermaye piyasası aracının değerini etkileyici hareketin yapılması halinde bir zararın oluşması beklenmez. İçeriden öğrenenlerin ticareti suçlarında ise suçun

tamamlanabilmesi için bir zararın doğması, failin diğer yatırımcılar aleyhine haksız bir kazanç sağlaması gerekir. Bu anlamda içeriden öğrenenlerin ticareti suçu bir zarar suçudur³²⁰.

İngiliz Hukukunda ve Avrupa Birliği'nin 2003/6 Direktifi'nde insider trading ve manipülasyon suçları “market abuse” başlığı altında tek bir suçun farklı yönleri gibi düzenlenmiştir. Esasen bu iki fiilin de piyasadaki fiyatın doğal oluşum mekanizmasına, piyasanın normal işleyişine değişik yöntemlerle müdahale amacını taşıması nedeniyle fiiller arasındaki kuramsal farklar ortadan kalkmaya başlamıştır³²¹. Özellikle açıklanması gereken bilginin açıklanmaması halinde manipülasyon suçunun işlenmesi ile açıklanmayan bu bilgi kullanılarak içeriden öğrenen şahıslar tarafından piyasada işlem yapılması arasında büyük benzerlik ve ilişki vardır³²².

Manipülasyon ile içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun bir arada işlenmesine bir örnek şu şekilde verilebilir: Kamuya açıklanması gereken, şirketin büyük oranda kâr ve itibar kazandıracak bir anlaşma yaptığı ya da açıklanması gereken finansal tablolarında önemli kâr bilgilerinin olduğu bilgisini edinen şirket yöneticisi, bu yöndeki bilgileri çarpıtıp, şirketin mali durumunun oldukça kötü olduğu, çalışanların maaşlarını dahi ödeyemez duruma geldiği, hâkim durumdaki hissedar ya da hissedarlarının hakkında çok sayıda dava olduğu, ülke dışına kaçmak üzere olduğu şayiasını yayıp fiyatları düşürerek yüklü miktarda alım yapması halinde, olayda hem manipülasyonun hem de içeriden edinilen bilginin ticaretinin yapıldığı gözükmektedir. Zira fail, bilgiyi öğrenip mevcut durumdan sermaye piyasası aracı almak ile yetinmemiş, piyasayı manipüle ederek fiyatları mevcut durumun daha da altına düşürmüştür. Şeklen her iki suçun unsurlarının oluşmuş gözükteği bu durumda sermaye piyasası hukukumuz açısından faile hem içeriden öğrenenlerin ticareti (SerPK md. 47/1-A.1), hem de bilgiye dayalı manipülasyon (SerPK md. 47/1-A. 3) suçundan ceza uygulanabilecek midir? Bu sorunun Ceza Hukukumuz bakımından irdelenmesi gerektiğini düşünmekteyiz.

³²⁰ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 110.

³²¹ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 63.

³²² MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 64.

Suç sayısının tespiti bakımından Ceza Hukukumuzdaki kabul gören kural şudur: “Kaç tane fiil var ise o kadar suç, kaç tane suç var ise o kadar ceza vardır³²³”. Bu kuralın uygulanmadığı haller ise, “bileşik suç (TCK md. 42)”³²⁴, “zincirleme suç (TCK md. 43)”³²⁵, “fıkri içtima (TCK md. 44)”³²⁶ halleridir. Bu kurallar çerçevesinde bakacak olursak; içeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon suçlarında suçun mağduru, toplumu oluşturan herkestir. Bu iki suçun birlikte işlenmesi halinde, hâkim, bu suçların birinin diğerinin unsuru olup olmadığını, aynı suç olup olmadığını, tek fiil ile işlenip işlenmediğini irdeleyecek, failin amacını belirleyecek, her bir olayın somut işleniş koşullarına göre takdir etme yetkisini kullanacaktır³²⁷. Yukarıda verdiğimiz örnekte, failin amacı, hem içeriden edindiği bilgiyi kullanarak ileride haksız kazanç elde etmek amacıyla hisse senedine yatırım yapmak, hem de fiyatları daha da düşürerek kârını mümkün olduğu ölçüde maksimize etmektir. Bu yönüyle failin iki suçu da işleme amacında olduğu görülmektedir. Diğer bir yönden bakıldığında da manipülasyon suçu bir tehlike suçudur. İçeriden öğrenen şahsın bu suçu da işlemesi için sermaye piyasası aracının değerini etkileyen yalan, yanlış, aldatıcı bilgi yayması yeterli olup, işlem yapmasının gerekmez. Bu husus göz önüne alındığında, her iki suçun bu yönden de birbirinden ayrıldığı, fiillerden birinin diğerine unsur ya da ağırlaştırıcı neden olarak bağlı olmadığı daha net olarak görülmektedir. Şu halde her iki suç birbirinden bağımsızdır. Faile her iki suçtan da ayrı ayrı ceza verilmesi gerekecektir.

³²³ TCK Tasarısına ilişkin 3.8.2004 tarih, 1/593 Esas, 60 Karar sayılı TBMM Adalet Komisyonu Raporu, Dönem: 22, Yasama Yılı: 2, Sıra Sayısı:664, s. 229 (alıntılayan: ÖZGENÇ, Türk Ceza Kanunu Gazi, s. 537).

³²⁴ TCK md 42: Biri diğerinin unsurunu veya ağırlaştırıcı nedenini oluşturması dolayısıyla tek fiil sayılan suça bileşik suç denir. Bu tür suçlarda içtima hükümleri uygulanmaz.

³²⁵ TCK md 43: Bir suç işleme kararının icrası kapsamında, değişik zamanlarda bir kişiye karşı aynı suçun birden fazla işlenmesi durumunda, bir cezaya hükmedilir. Ancak bu ceza, dörtte birinden dörtte üçüne kadar artırılır. Bir suçun temel şekli ile daha ağır veya daha az cezayı gerektiren nitelikli şekilleri, aynı suç sayılır. Mağduru belli bir kişi olmayan suçlarda da bu fıkra hükmü uygulanır.

Aynı suçun birden fazla kişiye karşı tek bir fiille işlenmesi durumunda da, birinci fıkra hükmü uygulanır.

Kasten öldürme, kasten yaralama, işkence ve yağma suçlarında bu madde hükümleri uygulanmaz

³²⁶ TCK md 44: İşlediği bir fiil ile birden fazla farklı suçun oluşmasına sebebiyet veren kişi, bunlardan en ağır cezayı gerektiren suçtan dolayı cezalandırılır.

³²⁷ ÖZGENÇ, Türk Ceza Kanunu Gazi, s. 553.

3.11.2. Kayda Alınma ve İzin Esaslarına Aykırılık Suçundan Farkı

SerPK md. 47/1-A.4'e, "4'üncü maddenin birinci ve üçüncü fıkralarına³²⁸ aykırı hareket edenlerle, sermaye piyasasında izinsiz olarak faaliyette bulunan veya yetki belgeleri iptal olunduğu veya faaliyetleri geçici olarak durdurulduğu halde ticaret unvanlarında, ilan veya reklamlarında sermaye piyasasında faaliyette bulundukları intibainı yaratacak kelime veya ibare kullanan veya faaliyetlerine devam eden gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar".

Kayda alınma ve izin esaslarına aykırılık suçu, sermaye piyasası üzerinde gözetim ve denetim yetkisi bulunan SPK'nın bu yetkisinin tanınmamasına dair şekli bir suçtur. İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının mutlaka SPK kaydına alınması gerekir. Kurula kaydettirilmeksizin ihraç yapılması halinde bu suç oluşacaktır. Diğer taraftan sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz yoluyla satılması halinde de bu suç oluşacak, bu durumda halka arz eden şirketin yöneticileri ile arz işlemini gerçekleştiren aracı kurumların yöneticileri bu suçtan cezalandırılacaktır. Yine maddede açıkça zikredildiği gibi piyasada işlem yapacakların SPK'dan izin alınması zorunludur. İzinsiz işlem yapanlar veya izni olmadığı halde ticaret unvanlarında, ilan ve reklamlarında bu yönde yanıltıcı ibare kullananlar cezalandırılacaktır. Bu suçun faili daha çok aracı kuruluşlar ile şirketlerin yöneticileridir. Manipülasyon suçunun failleri ise genelde piyasada yatırımcı konumundaki gerçek kişilerdir.

SerPK'nın 47/1-A.4'üncü maddesindeki suçun işleme dayalı manipülasyon suçuna en çok yaklaştığı hal, sermaye piyasasında faaliyet izni olmadığı halde ticaret unvanlarında, ilan ve reklamlarında bu yönde yanıltıcı ibare kullanma halidir ki; aralarındaki tek benzerlik her iki suçta da hile yönteminin kullanılmasıdır. Bunun haricinde manipülasyonun sermaye piyasası araçları üzerinde yapılması, izin esaslarına aykırılıkta ise sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyecek bir durumun

³²⁸ SerPK md. 4: İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydettirilmesi zorunludur.

Genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankası'na ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında Kurula bilgi verilir.

Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz.

olmaması gibi hususlar değerlendirildiğinde her iki suçun tamamen birbirinden ayrıldığı görülmektedir.

3.11.3. Sermaye Piyasasında Güveni Kötüye Kullanmak Suçundan Farkı

SerPK md. 47/1-A.5'e göre, "sermaye piyasası kurumlarına, bu Kanunun 13/A ve 13/B maddeleri kapsamındaki teminat sorumlularına ve 38/B ve 38/C maddeleri kapsamındaki fon kuruluna; sermaye piyasası faaliyetleri sebebiyle veya emanetçi sıfatıyla veya idare etmek için veya teminat olarak veyahut 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 satan veya rehneden veya her ne şekilde olursa olsun kullanan, gizleyen yahut inkâr eyleyen veyahut bu amaca ulaşmak ya da bu fiillerini gizlemek için bilgisayar ortamında tutulanlar dâhil kayıtları tahvil ve tağyir eden ilgili gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkilileri 2 yıldan iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adlî para cezası ile cezalandırılırlar".

Bu suçta da korunan menfaat, sermaye piyasasının güvenilirliğinin sağlanması, sermaye piyasası araçlarını bir şekilde koruması altında bulunduran şahısların amaca aykırı işlemler yapmasının önüne geçilmesidir. Burada manipülasyonda olduğu gibi sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyecek herhangi bir işlem yapılması söz konusu değildir.

3.11.4. Kârı veya Malvarlığını Azaltmak³²⁹ Suçundan Farkı

SerPK md. 47/1-A.6'ya göre, "bu Kanunun 15'inci maddesinin son fıkrasında³³⁰ belirtilen işlemlerde bulunarak kârı ve/veya mal varlığı azaltılan tüzel kişilerin yetkilileri ve bunların fiillerine iştirak edenler iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adlî para cezası ile cezalandırılırlar".

³²⁹ Bu eyleme uygulamada "örtülü kâr aktarımı" adı da verilmektedir (bkz. KÜÇÜKSÖZEN, Sermaye Piyasasında Yatırımcının, s. 116).

³³⁰ SerPK md. 15/son : "Halka açık anonim ortaklıklar; yönetim, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz şekilde farklı fiyat, ücret ve bedel uygulamak gibi örtülü işlemlerde bulunarak karını ve/veya mal varlığını azaltamaz".

Sermaye piyasasında hisse senetleri borsada işlem gören veya diğer bir şekilde fon toplayan şirketler genel olarak belirli bir ticari ya da sınaî gruba bağlı olduğundan, grubu oluşturan şirketler arasında birbirleri lehine birtakım işlemler yapılarak kârın daha çok gelecek vadeden belli şirketlerde toplanması, başvuru bir yoldur³³¹. İşte özellikle kârı eksiltilecek şirket hissedarlarının haklarının korunması, piyasanın normal işleyişinin bozulmasının engellenmesi için bu tür eylemler cezalandırılmıştır.

Bu suçta da korunan hukuki yarar, yatırımcılar ile toplumun menfaatidir. Yatırımcılarına kâr payını az ödemek isteyen veya vergi kaçırmak isteyen şirket yöneticilerinin diğer organik yönden bağlantılı ya da bağlantısız şirket veya şahıslarla yaptığı muvazaalı işlemler yasaklanmıştır. Bu muvazaalı işlemlerin tespiti için, diğer benzer şirketlerin normal şartlar altında aynı nitelikteki hukuki işlemleriyle kıyaslanması gereklidir. Bu tür işlemlerde, şirket için alınan mallar, ham maddeler, demirbaş eşyalar ya da diğer girdiler vs.ye fazla ödeme yapılması, harcama kalemlerinin yapay olarak şişirilmesi; satılmalardan ise daha az bedel alınması vs. gibi gelir kalemlerinin azaltılması söz konusudur. Görüldüğü gibi bunlar sermaye piyasası aracının fiyatı üzerinde doğrudan hileli işlemler niteliğinde bulunmayıp, şirketin rapor ve bilançoları üzerinde gösterilen işlemlerin gerçeği yansıtmadığı durumlara ilişkindir.

3.11.5. Açığa Repo Yapmak Suçundan Farkı

SerPK md. 47/1-A.7’ye göre, “karşılıksız olarak sermaye piyasası araçlarının geri alım taahhüdü ile satımını yapan ilgili gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar”.

SerPK’deki bu hüküm repo işleminin, sınırları ile ilgilidir. Repo işlemlerinde, taraflar arasında işlemlerin genel esaslarını düzenleyen yazılı bir çerçeve anlaşması yapılması ve sermaye piyasası aracının bedelinin çerçeve anlaşmasında belirlenen

³³¹ KÜÇÜKSÖZEN, Sermaye Piyasasında Yatırımcının, s. 116.

şekilde ödenmesi zorunludur. Diğer deyişle, repo işleminin yapılması için, bu işlem karşılığında mutlaka bir bedelin ödenmesi zorunludur.

Açığa repoda, esasen yatırımcının portföyünde olmayan bir sermaye piyasası aracı, birden fazla kişiye birden fazla işlem ile satılmakta olup, bu işlemlerden bir tanesi gerçek, diğerleri ise hayali olarak yapılmaktadır³³².

Repo işlemlerine konu olan sermaye piyasası araçlarını menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım-satımını incilirken sıralamıştık. Bunlar arasında hisse senetleri yoktur. Bu nedenle hisse senetlerinin bu suçun konusunu teşkil etmesi mümkün değildir. Buna karşın sermaye piyasasında manipülasyonlar daha çok hisse senetleri üzerinde işlenmektedir.

Açığa repo yapan şahıs, elindeki sermaye piyasası araçlarını, sırf bu araçlarla ilgili aktif bir piyasanın var olduğu izlenimini oluşturmak amacıyla, bedelsiz olarak anlaştığı şahıslara devretmekte, yatırımcıları, bu yapay işlemle aldatmaya çalışmaktadır. Açığa repo, bir nevi karşılıksız para basmanın sonuçlarını doğurmaktadır³³³. Bu yönüyle açığa repo, manipülasyonun bir çeşidi olarak görülebilir. Fakat SerPK md. 47/1- A.7’de ayrı özel bir düzenleme olduğundan bu bent gereğince fail cezalandırılacaktır.

3.11.6. SerPK’nın 47’nci Maddesinin 1’inci Fıkrasının “B” Bendindeki³³⁴ Suçlardan Farkı

SerPK md. 47/1-B bendinde suç olarak sayılan eylemler şunlardır:

- SerPK’ya göre Kurul veya Kurul tarafından görevlendirilenlere istenecek bilgileri vermemek veya eksik veya gerçeğe aykırı olarak vermek; defter

³³² YETİM, Repo, Ters Repo, s. 6.

³³³ YETİM, Repo, Ters Repo, s. 6.

³³⁴ SerPK md. 47/1-B: Bu Kanuna göre Kurul veya Kurul tarafından görevlendirilenlere istenecek bilgileri vermeyen veya eksik veya gerçeğe aykırı olarak verenlerle; defter ve belgeleri bu görevlilere ibraz etmeyen, saklayan, yok eden veya bunların görevlerini yapmalarını engelleyenler,

Defter ve kayıt tutmayanlar, her bir alt bent kapsamına giren fiillerden dolayı bir yıldan üç yıla kadar hapis ve ikibin günden beşbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar. Gerçeğe aykırı defter ve kayıt tutan, hesap açan veya bunlarda her türlü muhasebe hilesi yapan ya da gerçeğe aykırı bağımsız denetleme raporu düzenleyenler ile düzenlenmesini sağlayanlar, Türk Ceza Kanununun belgede sahtecilik suçuna ilişkin hükümlerine göre cezalandırılır.

ve belgeleri bu görevlilere ibraz etmemek, saklamak, yok etmek veya bunların görevlerini yapmalarını engellemek,

- Defter ve kayıt tutmamak,
- Gerçeğe aykırı defter ve kayıt tutmak, hesap açmak veya bunlarda her türlü muhasebe hilesi yapmak ya da gerçeğe aykırı bağımsız denetleme raporu düzenlemek veya düzenlenmesini sağlamak³³⁵.

Bu suçlara bakıldığında, sermaye piyasası araçlarının alım-satımına ilişkin bulunmadığı, ya da bu araçların değerini etkileyecek bilgiler ile doğrudan ilgili olmadığı görülmektedir. Maddede yapılan suç düzenlemesi ile, daha çok sermaye piyasasının kurumsallaşmasına yönelik tedbirlerin alınmasının amaçlandığı, piyasanın işleyişini zaafa uğratacak davranışların önüne geçilmek istendiği görülmektedir. Her ne kadar bu suç şekli bir nitelik taşısa da; sermaye piyasasındaki manipülasyonların temelini oluşturan yalan, yanlış ve aldatıcı bilgilerin oluşması sürecindeki usule aykırı, yanıltıcı işlemlerin önlenmesinde etkili olduğu, eylemlerin bu aşamada yasaklanması ile manipülasyonların bir kısmının önüne geçilmiş olacağı, yapılan bu düzenlemenin manipülasyon suçlarının önlenmesi açısından oldukça önemli olduğu görülmektedir.

3.11.7. Diğer Sermaye Piyasası Suçlarından Farkı

SerPK'nın 47'nci maddesinin 1'inci fıkrasının "C" bendinde düzenlenen bu suçlar³³⁶, öngörülen müeyyidesinin sadece adli para cezası olması nedeniyle aynı fıkranın "A" ve "B" bendindeki suçlardan ayrılırlar.

SerPK'nın 47'nci maddesinin 1'inci fıkrasının "C" bendine göre: "Bu Kanunun 6'ncı maddesinin ikinci fıkrasına, 7, 9, 10, 10/A, 11, 12'nci maddelerine,

³³⁵ TCK md. 204: Bir resmi belgeyi sahte olarak düzenleyen, gerçek bir resmi belgeyi başkalarını aldatacak şekilde değiştiren veya sahte resmi belgeyi kullanan kişi, iki yıldan beş yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılır.

Görevi gereği düzenlemeye yetkili olduğu resmi bir belgeyi sahte olarak düzenleyen, gerçek bir belgeyi başkalarını aldatacak şekilde değiştiren, gerçeğe aykırı olarak belge düzenleyen veya sahte resmi belgeyi kullanan kamu görevlisi üç yıldan sekiz yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılır.

Resmi belgenin, kanun hükmü gereği sahteliği sabit oluncaya kadar geçerli olan belge niteliğinde olması halinde, verilecek ceza yarısı oranında artırılır.

³³⁶ 23.01.2008 tarih 5728 Sayılı Yasanın 23. maddesi ile yapılan değişiklikle maddenin kapsamı oldukça genişletilmiştir.

13'üncü maddesinin beşinci fıkrasına, 13/A maddesinin ikinci, üçüncü, dördüncü, beşinci, altıncı, sekizinci, dokuzuncu, onuncu, onbirinci, onikinci, onüçüncü, ondördüncü ve onbeşinci fıkralarına, 13/B maddesinin üçüncü, dördüncü ve beşinci fıkralarına, 14 üncü maddesinin üçüncü fıkrasına, 15'inci maddesinin birinci, ikinci, üçüncü, dördüncü ve beşinci fıkralarına, 16, 16/A maddelerine, 25'inci maddesinin (a) bendine, 28 inci maddesinin (b) bendine, 34'üncü maddesine, 38'inci maddesine, 38/A maddesine, 38/B maddesinin üçüncü, dördüncü, yedinci, dokuzuncu, onuncu ve onikinci fıkralarına, 38/C maddesi kapsamında 38/B maddesinin üçüncü, dördüncü, yedinci, dokuzuncu, onuncu ve onikinci fıkralarına, 39/A maddesine, 40/B ve 40/D maddelerine, 45'inci maddesine, 46'ncı maddesinin ikinci ve beşinci fıkralarına, 46/A, 46/B ve 46/C maddelerine aykırı hareket edenler binikiyüzelli gün adli para cezası ile cezalandırılırlar³³⁷.

³³⁷ Bu suçları şu şekilde özetleyerek sayabiliriz: Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yanıltıcı ve abartılmış bilgiler kullanmak (md. 6/2); Sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satış esaslarına aykırı davranmak (md. 7); Sermaye piyasası araçlarının satış sonuçlarını 6 işgünü içerisinde Kurula bildirmemek (md. 9); İzahname ile halka açıklanan konulardaki değişikliklerin, ilgili ihraççılara en geç on gün içinde Kurula bildirilmesi zorunluluğuna uymamak (md. 10); Sermaye piyasası araçlarının kayıtlıleştirilmesi ile ilgili esaslara uymamak (md. 10/A); İhraççılara ve halka açık anonim ortaklıklarla ilgili hükümlere uymamak (md. 11); Anonim ortaklıkların Kuruldan izin alarak kayıtlı sermaye sistemini kabul etmesi üzerine bu hususla ilgili 12'inci maddedeki esaslara uymamak (md. 12); Çıkarılan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri tamamen satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe, aynı türden yeni tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri çıkarılamayacağı kuralına aykırılık (md. 13, f.5); İpotek teminatl menkul kıymetlerde ihraççıların, ipotek teminatl menkul kıymetlerin teminatı olan varlıkları, diğer varlıklarından ayrı olarak, oluşturacakları teminat havuzu içerisinde izlemekle yükümlü olduğuna ilişkin kuralı ihlal etmeleri (md. 13/A, f.2); İpotek teminatl menkul kıymetlerde teminat havuzuna dâhil edilmemesi gereken varlık ve alacakların alınması (md. 13/A, f.3); İpotek teminatl menkul kıymetlerde teminat havuzuna alınmış gayrimenkullerin vadesi gelmiş tüm borçlarının ödenmeden alınması (md. 13/A, f.4); İpotek teminatl menkul kıymetlerde ikame varlıkların, nakit, devlet iç borçlanma senetleri, hazine kefaletiyle ihraç edilen menkul kıymetler, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatına üye ülkelerin merkezi yönetimleri ile merkez bankalarınca ya da bunların kefaletiyle ihraç edilen menkul kıymetler ile Kurulca uygun görülen benzer nitelikteki varlıklardan oluşturulması kuralına aykırılık (md. 13/A, f.5); İpotek teminatl menkul kıymetlerde teminat havuzundaki tüm varlıklar içerisinde yapı kullanma izni alınmış diğer gayrimenkuller üzerine ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış alacakların ve ikame varlıkların payının ayrı ayrı yüzde onbeşi aşamayacağı kuralının ihlali (md. 13/A, f.6); Teminat havuzundaki varlıkların getirisi ve miktarı ile ilgili düzenlemelere aykırılık (md. 13/A, f.8); İpotek teminatl menkul kıymetlerde teminat havuzundan çıkartılması veya teminat havuzunda bulunmayan bir varlık ile değiştirilmesi esaslarına uymamak (md. 13/A, f.9); İpotek teminatl menkul kıymetlerde ihraççının Kurulun onayını almak suretiyle bir teminat sorumlusu belirleme zorunluluğuna uymaması (md. 13/A, f.10); İpotek teminatl menkul kıymetlerde teminat sorumlusunun yükümlülüklerini yerine getirmemesi (md. 13/A, f.11); İpotek teminatl menkul kıymetlerde ihraççıların, kayıt kuruluşu ve tapu sicil müdürlüklerinin teminat sorumlusunun talep ettiği bilgi ve belgeleri vermemeleri (m. 13/A, f.12); İpotek teminatl menkul kıymetlerde teminat havuzlarında yer alan varlıkların, teminat amacı dışında tasarruf edilmesi, rehnedilmesi, teminat olarak gösterilmesi (m. 13/A, f.13); İpotek teminatl menkul kıymetlerde teminat havuzunda yer alan varlıkların riskten korunması amacıyla yapılacak olan

Maddenin anlatımına bakıldığında, “kanunilik ilkesine” aykırı olarak düzenleme yapıldığı, diğer maddelere yapılan atıflar nedeniyle karışıklığa yol açıldığı görülmektedir. Maddede özetle, sermaye piyasasının güven, açıklık ve istikrar içerisinde işleminin sağlanması, yatırımcıların menfaatlerinin güvence altına alınması amaçlanmış, piyasanın aktörlerinin uymaları gereken SerPK’daki hükümleri ihlalleri cezalandırılmıştır. Bu suçlar, manipülasyon suçlarına göre daha hafif olan suçlar olup SPK’nın yetkili organlarının sürekli yapacağı denetimlerle

sözleşmelerde, teminat havuzu ve ipotek teminatlı menkul kıymetler tasfiye edilinceye kadar, ihraççının iflâsı durumunda sözleşmenin tek taraflı olarak feshedilemeyeceğine ilişkin hüküm bulunması zorunluluğuna uyulmaması (md. 13/A, f.14); İpotek teminatlı menkul kıymetlerde ihraççının ipotek teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan yükümlülüklerini vadesinde yerine getirememesi, yönetiminin kamu kurumlarına devredilmesi, faaliyet izninin kaldırılması veya iflâsı halinde teminat havuzundaki varlıklardan elde edilen gelir öncelikle ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerine ve teminat havuzunda yer alan varlıkların riskten korunması amacıyla yapılmış olan sözleşmelerin karşı taraflarına yapılacak ödemelerde kullanılacağı kuralına aykırılık. (md. 13/A, f.15); Varlık teminatlı menkul kıymetlerde, Kurulun ihraççının bir teminat sorumlusu belirlemesini zorunlu tutması üzerine belirlenen teminat sorumlusunun yükümlülüklerini yerine getirmemesi (md. 13/B, f.3); Varlık teminatlı menkul kıymetlerde ,ihraççılar, kayıt kuruluşu ve tapu sicil müdürlüklerinin teminat sorumlusunun talep ettiği bilgi ve belgeleri vermemeleri ve teminat sorumlusunun bu durumu kurula bildirmemesi (md. 13/B, f.4); Varlık teminatlı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar teminat havuzlarında yer alan varlıkların, teminat amacı dışında tasarruf edilemeyeceği, rehnedilemeyeceği, teminat gösterilemeyeceği kuralına aykırı davranmak (md. 13/B, f.5); Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarılması halinde değiştirme sonucunda verilecek hisse senetleri ile ortaklığın çıkarılmış sermayesinin toplamının kayıtlı sermayeyi aşamayacağı kuralının ihlali (md. 14, f.3); Halka açık anonim ortaklıkların temettü ve bedelsiz pay dağıtımlarına ilişkin usul ve esaslara aykırılık (md.15/, f. 1,2,3,4,5); İhraççılar ve sermaye piyasası kurumlarının muhasebe, mali tablo ve rapor standartları, ilan, bağımsız denetleme esaslarına aykırı davranmaları (md. 16); Hisse senetleri, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortaklarının, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuya aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dâhilinde Kurul ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmemeleri, bu yükümlülüklerini yerine getirmemeleri (md. 16/A); Kurul başkan ve üyeleri ile personeli ve bu Kanuna göre görevlendirilen denetim elemanlarının (görevlerinden ayrılmış olsalar dahi) çalışmaları ve denetlemeleri sırasında ilgililere ve üçüncü kişilere ait öğrendikleri sırları açıklamaları ve kendi yararlarına kullanmaları(m.25/1-a bendi); İhraççıların Kurulun bütün giderlerinin yapıldığını, özel hesaba satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının ihraç değerinin binde üçü tutarında ücret yatırma zorunluluğuna uymamaları (md. 28-b bendi); Aracı kuruluşların kurulca belirlenecek esaslar dâhilinde faaliyete bulunmamaları (m.34); Yatırım fonu kurma ve faaliyet şartlarına aykırı hareket etme (m.38); Konut finansmanına ilişkin düzenlemelere aykırılık (md. 38/A); Konut finansmanı fonuna ilişkin düzenlemelere aykırılık (m.38/B, f.3,4,7,9,10,12); İpotek finansmanı kuruluşları düzenlemesine aykırılık (md. 39/A); Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliğine üye olma yükümlülüğüne aykırı davranmak (md. 40/B); Gayrimenkul değerlendirme uzmanlığı lisansına sahip olanların Türkiye Değerleme Uzmanları Birliğine üye olmak için başvurmaması (md. 40/D); Kurulca görevlendirilen Kurul uzman ve uzman yardımcılarının istediği yazılı ve sözlü bilgi vermeme, düzenlenen tutanakları imzalamama (md. 45); Tedrici tasfiye sırasında tasfiye işlemlerinin tamamlandığı ilan edilinceye kadar veya iflas talebinin mahkemece esastan karara bağlanmasına kadar sermaye piyasası kurullarının mal varlıklarının 3. kişilere devir edilemeyeceği ve rehnedilemeyeceği, teminat gösterilemeyeceği, haciz edilemeyeceği kuralına aykırılık (md. 46/2, 5); Yatırımcıları korumaya ilişkin düzenlemelere aykırılık (m.46/A); Tedrici tasfiyeye ilişkin düzenlemeye aykırılık (md. 46/B); İpotek finansmanı kuruluşlarının tedrici tasfiyesine ilişkin düzenlemeye aykırılık (md. 46/C).

anında ortaya çıkarılabilecek ve eksikliklerin giderilmesi için verilecek süreler ile etkileri en aza indirilebilecek suçlardır. Manipülasyon suçları daha çok icrai hareketlerle işlenebilirken, bu suçlar genelde ihmali hareketlerle işlenebilir.

3.11.8. Dolandırıcılık Suçundan Farkı

Dolandırıcılık suçu ile işleme dayalı manipülasyon suçu arasında genel norm-özel norm ilişkisi bulunduğu gözlenmektedir. Bir başka deyişle, manipülasyon suçu, dolandırıcılık suçunun sermaye piyasası araçları kullanılarak yapılmış halidir.

5237 Sayılı TCK'da dolandırıcılık suçunun³³⁸ tanımı yapılarak uygulanacak ceza belirlenmiştir. Buna göre, hileli davranışlarla bir kimseyi aldatıp, onun veya başkasının zararına olarak, kendisine veya başkasına bir yarar sağlamak, dolandırıcılık suçudur. Bu suç işlenirken aldatıcı nitelikteki hareketler ile şahıslar arasındaki aslolan iyi niyet ve güven, bu arada irade özgürlüğü ihlal edilmektedir³³⁹. Bir başka deyişle, esasen hukuki işlem yapmaya ikna edenin bu niyetini bilse idi bu hukuki işlemi gerçekleştirmeyecek olan şahıstan birtakım bilgiler saklanarak ya da ikna edilerek bu hukuki işlem yapılmaktadır. Tıpkı buradaki gibi, işleme dayalı manipülasyonda da, başkalarını işlem yapmaya ikna etmek, aldatıcı (hileli) işlemlerle gerçekleşmektedir³⁴⁰.

Her ne kadar dolandırıcılık suçu ile işleme dayalı manipülasyon arasında genel-özel norm ilişkisi gözlene de, manipülasyon suçlarının bir tehlike suçu oluşu; dolandırıcılık suçunun tamamlanması için zararın meydana gelmesinin şart oluşu, zarar meydana gelmemiş ise eylemin teşebbüs aşamasında kalacağı göz önünde

³³⁸ TCK 'nın 157'nci maddesi, “ Hileli davranışlarla bir kimseyi aldatıp, onun veya başkasının zararına olarak, kendisine veya başkasına bir yarar sağlayan kişiye bir yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin güne kadar adli para cezası verilir.” hükmünü getirmiştir. Sermaye Piyasası açısından bakıldığında ise manipülasyon suçuna en yakın dolandırıcılık fiillerini 158'inci maddede nitelikli hal olarak görmekteyiz.

TCK md. 158: Dolandırıcılık suçunun;...

Kamu kurum ve kuruluşlarının, kamu meslek kuruluşlarının, siyasi parti, vakıf veya dernek tüzel kişiliklerinin araç olarak kullanılması suretiyle,...

Tacir veya şirket yöneticisi olan ya da şirket adına hareket eden kişilerin ticari faaliyetleri sırasında; kooperatif yöneticilerinin kooperatifin faaliyeti kapsamında...işlenmesi halinde, iki yıldan yedi yıla kadar hapis ve beşbin güne kadar adli para cezasına hükmolunur.

³³⁹ Bkz. 5237 Sayılı TCK md. 157 gerekçesi.

³⁴⁰ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 129.

bulundurulduğunda, manipülasyon suçunun SerPK’da ayrı olarak düzenlenmesinin sermaye piyasası hukuku yönünden daha olumlu ve isabetli olduğunu düşünmekteyiz.

İki suç arasındaki bir başka ayrım da şudur: Dolandırıcılık suçunda hileli hareket, kısa zamanda sonuç almaya yöneliktir. Belli şahıslarla genel olarak aynı anda iletişim sağlanarak yapılır. İşleme dayalı olarak yapılan manipülasyonda ise belirsiz sayıda kişiye yönelik olarak adeta yatırımcıların tamamına bir tuzak kurarak onların aldanıp işlem yapmaları beklenmektedir³⁴¹.

3.11.9. Şirket veya Kooperatifler Hakkında Yanlış Bilgi Suçundan Farkı

5237 Sayılı TCK md.164’e göre, “Bir şirket veya kooperatifin kurucu, ortak, idareci, müdür veya temsilcileri veya yönetim veya denetim kurulu üyeleri veya tasfiye memuru sıfatını taşıyanlar, kamuya yaptıkları beyanlarda veya genel kurula sundukları raporlarda veya önerilerde ilgililerin zarara uğramasına neden olabilecek nitelikte gerçeğe aykırı önemli bilgiler verecek veya verdirtecek olurlarsa altı aydan üç yıla kadar hapis veya bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar”.

Maddede, şirket veya kooperatiflerin içerisindeki bazı şahısların kamuya yaptıkları açıklamaların gerçeğe aykırı olması hali cezalandırılmıştır.

“Kamuya yapılan beyanlardan maksat, basın ve yayın yoluyla veya postayla prospektüsler gönderilerek belirli olmayan kişilere hitap edilmesi ve bunlara önemli yanlış bilgiler verilmesidir. Bu tür bilgilerin genel kurula sunulan raporlarda, önerilerde yer alması da suç sayılmaktadır; gerçeğe uymayan bilançolar yapılması, örneğin gerçeğe aykırı kârlardan bahsedilmesi gibi. Ancak bütün bunların yanlış olduğu bilinerek doğru imiş gibi gösterilmesi suçun oluşması için zorunludur”³⁴².

Bu suçun düzenlenmesine bakıldığında suçun oluşması bakımından failin özel bir kâr sağlama amacının bulunmasının veya bir zararın meydana gelmesinin şart olmadığı görülmektedir. Suçun şirkete ait bilgiler ile işlenmesi, suçun tamamlanması için bir zararın doğmasının gerekmemesi, bu suçu bilgiye dayalı

³⁴¹ EVİK, Manipülasyon Suçları, s. 121.

³⁴² Bkz. 5237 Sayılı TCK’nın 164’üncü madde gerekçesi.

manipülasyon suçuna yaklaştırır. Ancak, SerPK'nın 47/1-A.3 maddesi düzenlemesinde bilgiye dayalı manipülasyon suçunun oluşması için, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi, haber ve yorumun ya da açıklamakla yükümlü olup açıklanmayan bilgilerin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikte bulunması zorunludur. TCK'nın 164'üncü maddesinde belirtilen, kamuya yapılan kasıtlı yanlış beyanın piyasada işlem gören sermaye piyasası aracının değerini etkileyecek nitelikte bulunması halinde faile artık bu maddeden değil, SerPK'nın 47/1- A.3 maddesinden ceza verilecektir.

3.11.10. Fiyatları Etkileme Suçundan Farkı

5237 Sayılı TCK'nın 237'inci maddesinde³⁴³ düzenlenen bu suça göre, yalan haberler, havadisler yayarak veya başka hileli yollarla, işçi ücretleri, besin veya malların değerlerini artırıp eksiltmeye yönelik eylemler suç sayılmıştır. Maddenin birinci fıkrasında tipik bir tehlike suçu düzenlenmiştir. Suçun tamamlanması için zararın doğması gerekmez; sayılan bu eylemler yapıldığı anda tehlike ortaya çıkmış ve suç tamamlanmıştır. İkinci fıkrada ise yapılan eylemin sonucunda sayılan bu besinlerin, malların değerlerinin veya işçi ücretlerinin artması veya eksilmesi halinin gerçekleşmesi cezayı ağırlaştırıcı neden olarak gösterilmiştir. Üçüncü fıkrada da failin, ruhsatlı simsar veya borsa tellalı olması hali cezada arttırıcı neden sayılmıştır.

Maddede artıp-eksilmesine sebebiyet verilecek değerler, genel pazarlarda ve ticaret borsalarında oluşan işçi ücretleri, besin veya malların fiyatlarıdır³⁴⁴. Bu şekilde genel pazarlar ya da borsalar haricinde oluşan fiyatlarda bir etkilenme olur ise, bunlar kamu ekonomisi için önemli olmadığından bu suç oluşmaz³⁴⁵.

³⁴³ TCK md. 237: İşçi ücretlerinin veya besin veya malların değerlerinin artıp eksilmesi sonucunu doğurabilecek bir şekilde ve bu maksatla yalan haber veya havadis yayan veya sair hileli yollara başvuran kimseye üç aydan iki yıla kadar hapis ve adli para cezası verilir.

Fiil sonucu besin veya malların değerleri veya işçi ücretleri artıp eksildiği takdirde ceza üçte biri oranında artırılır.

Fail, ruhsatlı simsar veya borsa tellalı ise ceza ayrıca sekizde bir oranında artırılır.

³⁴⁴ PARLAR, Ali/ HATİPOĞLU, Muzaffer, 5237 Sayılı Türk Ceza Kanunu Yorumu, Ankara, 2007, s. 1682.

³⁴⁵ ERMAN, Sahir/ ÖZEK, Çetin, Ceza Hukuku Özel Bölüm, Kamu Güvenine Karşı Suçlar, İstanbul, 1996, s. 653.

Fiyatları etkileme suçunda korunan hukuki yararlar ulaşılacak istenen amaç; fiyatların arz ve talebe bağlı olarak serbest piyasa koşullarında oluşması ilkesini ihlal eden hareketlerin önüne geçilmesidir³⁴⁶.

5237 Sayılı TCK'nın 237'inci maddesi, sermaye piyasası haricindeki tüm genel pazar ve borsaları kapsayan genel bir normdur. Sermaye piyasasına uygulanmayacağı, maddenin gerekçesinde açıkça gösterilmiştir. Madde gerekçesinin ikinci paragrafında bu husus şu şekilde anlatılmıştır: “Borsalarda kabul edilen belge ve senetler hakkında sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi verme, haber yayma, yorum yapma gibi fiiller 28.7.1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun “Cezaî sorumluluk” başlıklı 47'nci maddesinin birinci fıkrasının (3) numaralı bendinde cezalandırıldığı için kıymetli evrakın fiyatlarını etkileme konusunda ayrıca hüküm düzenlenmemiştir”. Bu durum karşısında, TCK'daki fiyatları etkileme suçunu, “sermaye piyasası dışındaki piyasalarda manipülasyon” olarak adlandırmamız da mümkündür.

Her ne kadar her iki suç birbirine yaklaşıp da sermaye piyasasının kendine özgü yapısı nedeniyle birbirinden ayrıldığı görülmektedir. Özellikle TCK md. 237'de ücret ve fiyatların artıp-eksilmesi hali suç sayılmış, manipülasyondaki gibi aktif bir piyasanın var olduğu izlenimi meydana getiren fiyatların sabit tutulması hali düzenlenmemiştir. Bu durumda TCK'nın 237'inci maddesine, SerPK'daki anlam yüklenerek faile ceza verilmesinin TCK'nın 2'inci maddesinde açıklanan “suçta ve cezada kanunilik”³⁴⁷ ilkesine aykırılık teşkil edeceği kanaatindeyiz.

³⁴⁶ PARLAR/HATİPOĞLU, 5237 Sayılı Türk Ceza Kanunu, s. 1682.

³⁴⁷ TCK md. 2: Kanunun açıkça suç saymadığı bir fiil için kimseye ceza verilemez ve güvenlik tedbiri uygulanamaz. Kanunda yazılı cezalardan ve güvenlik tedbirlerinden başka bir ceza ve güvenlik tedbirine hükümlenemez.

İdarenin düzenleyici işlemleriyle suç ve ceza konulamaz.

Kanunların suç ve ceza içeren hükümlerinin uygulanmasında kıyas yapılamaz. Suç ve ceza içeren hükümler, kıyasa yol açacak biçimde geniş yorumlanamaz.

3.11.11. Ticari Sır, Bankacılık Sırrı veya Müşteri Sırrı Niteliğindeki Bilgi veya Belgelerin Açıklanması Suçundan Farkı

TCK'nın 239'uncu maddesinde³⁴⁸, ticari sır, bankacılık sırrı veya müşteri sırrı niteliğindeki bilgi veya belgelerin, görevi gereği bunlara vakıf olanlar veya haksız olarak hukuka aykırı yolla elde edenler tarafından yetkisiz kişilere verilmesi veya ifşa edilmesi, suç olarak tanımlanmıştır.

Madde gerekçesinde ise, bir bilgi veya belgenin, ticari sır, bankacılık sırrı veya müşteri sırrı niteliğinde olup olmadığının, ilgili kanunda belirlenen bu hususa ilişkin ölçütler göz önünde bulundurularak hâkim tarafından takdir edileceği ifade edilmiştir. Madde metnine bakıldığında kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün sınırlarına dair işaretler görülür. Sözü edilen bilgiler sır kapsamına alınarak açıklanması yasaklanmıştır. Burada karşımıza hangi bilgilerin sır olduğu sorunu çıkmaktadır.

“Sır” kelimesi sözlüklerde “varlığı veya bazı yönleri açığa vurulmak istenmeyen, gizli kalan, gizli tutulan şey” ve “bir işin, bir şeyin dikkat, yetenek, deneyim ve sezgi yardımıyla kavranabilen en zor, en ince yanı” olarak tanımlanmaktadır³⁴⁹. Bu tanımlamalardan da yararlanılarak kavrama bakıldığında, bir bilginin sır olabilmesi için, o bilgiyi elinde bulunduranın, o konu üzerinde bir emek ya da harcamasının bulunması, bir nevi, üzerinde başkaları tarafından bilinmesini istemeyecek derecede elde edilmiş sübjektif bir irade yetkisinin bulunması ve ayrıca

³⁴⁸ TCK md. 239: Sıfat veya görevi, meslek veya sanatı gereği vakıf olduğu ticari sır, bankacılık sırrı veya müşteri sırrı niteliğindeki bilgi veya belgeleri yetkisiz kişilere veren veya ifşa eden kişi, şikâyet üzerine, bir yıldan üç yıla kadar hapis ve beşbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılır. Bu bilgi veya belgelerin, hukuka aykırı yolla elde eden kişiler tarafından yetkisiz kişilere verilmesi veya ifşa edilmesi halinde de bu fıkra göre cezaya hükmolunur.

Birinci fıkra hükümleri, fenni keşif ve buluşları veya sınaî uygulamaya ilişkin bilgiler hakkında da uygulanır.

Bu sırlar, Türkiye'de oturmayan bir yabancıya veya onun memurlarına açıklandığı takdirde, faile verilecek ceza üçte biri oranında artırılır. Bu halde şikâyet koşulu aranmaz.

Cebir veya tehdit kullanarak bir kimseyi bu madde kapsamına giren bilgi veya belgeleri açıklamaya mecbur kılan kişi, üç yıldan yedi yıla kadar hapis cezasıyla cezalandırılır.

³⁴⁹ TDK, Büyük Türkçe Sözlük, <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=s%FD&ayn=tam,cevrim%F7> içi: 17.02.2010.

bu konunun başkaları tarafından bilinmemesinin gerekmesinin söz konusu olduğu görülmektedir³⁵⁰.

Ticari sır, bankacılık sırrı veya müşteri sırrı kavramları yoruma muhtaç kavramlar olup, kanunilik ilkesi gereği, hangi tür bilgilerin bu kapsamda olduğunun mutlaka yasal çerçevede belirlenmesi gerekmektedir. Esasında madde gerekçesinde, bu hususta bir kanun düzenlemesi yapılacağının işareti verilmiştir. Ancak, bu hususta hazırlanan “Ticari sır, Banka Sırrı ve Müşteri Sırrı Hakkında Kanun Tasarısı” henüz yasalaşmamıştır.

“Ticari sır, Banka Sırrı ve Müşteri Sırrı Hakkında Kanun Tasarısının” 2’inci maddesinde ticari sır, banka sırrı ve müşteri sırrının geniş tanımı yapılmıştır.

Tasarıdaki ticari sır tanımı şudur: “Ticari sır: Bir ticari işletme veya şirketin faaliyet alanı ile ilgili yalnızca belirli sayıdaki mensupları ve diğer görevlileri tarafından bilinen, elde edilebilen, özellikle rakipleri tarafından öğrenilmesi halinde zarar görme ihtimali bulunan ve üçüncü kişilere ve kamuya açıklanmaması gereken, işletme ve şirketin ekonomik hayattaki başarı ve verimliliği için büyük önemi bulunan; iç kuruluş yapısı ve organizasyonu, malî, iktisadî, kredi ve nakit durumu, araştırma ve geliştirme çalışmaları, faaliyet stratejisi, hammadde kaynakları, imalatının teknik özellikleri, fiyatlandırma politikaları, pazarlama taktikleri ve masrafları, pazar payları, toptancı ve perakendeci müşteri potansiyeli ve ağları, izne tâbi veya tâbi olmayan sözleşme bağlantılarına ilişkin veya bu gibi bilgi ve belgelerdir”.

Tasarıya göre banka sırrı: “Bankanın yönetim ve denetim organlarının üyeleri, mensupları ve diğer görevlileri tarafından bilinen malî, iktisadî, kredi ve nakit durumu ile ilgili bilgilerle, bankanın müşteri potansiyeli, kredi verme, mevduat toplama, yönetim esasları, diğer bankacılık hizmet ve faaliyetleri, risk pozisyonlarına ilişkin her türlü bilgi ve belgelerdir”.

Tasarıdaki müşteri sırrı da, “Ticari işletme ve şirketlerin, bankaların, sigorta şirketlerinin, sermaye piyasasında ve malî piyasalarda faaliyet gösteren aracı kurumların, kendi faaliyet alanlarıyla ilgili olarak müşteriyle ilişkilerinde, müşterinin

³⁵⁰ PARLAR/HATİPOĞLU, 5237 Sayılı Türk Ceza Kanunu, s. 1687.

şahsî, iktisadî, malî, nakit ve kredi durumuna ilişkin doğrudan veya dolayısıyla edindikleri tüm bilgi ve belgeleri ifade eder” şeklinde tanımlanmıştır.

Yapılan bu tanımlamalara bakıldığında, ticaret hayatının temelini oluşturan emek ve sermayenin korunması gerekliliğinden yola çıkıldığı ve sırları ifşa etmenin, rekabet ortamında, rekabeti bozucu etkide bulunduğu kabul edildiği görülmektedir. Tasarı’nın esas gayesi ise; sırların ve bunların verilebileceği ve açıklanabileceği hallerin çeşitli kanunlarda dağınık halde bulunması, uygulamada tereddütler yaşanması, sırları öğrenen kişilerin yükümlülüklerinin tam olarak belirlenmesi, bunlara aykırı davranılması hallerinde cezai sorumluluklar getirilmesi ve sırlarla ilgili yolsuzluk iddialarının önüne geçilmesidir³⁵¹.

TCK’nın 239’uncu maddesindeki suçun, manipülasyonla ilişkisine bakıldığında, sır niteliğindeki bilgilerin açıklanmasının, sermaye piyasasında işlem gören araçların değeri üzerinde doğrudan etkili olmadığı görülmektedir. Ancak açıklanan bu sırlar, şirketlerin ekonomik hayattaki başarı ve verimliliği için büyük önemi bulunan bilgiler niteliğinde olduğundan, bu sırların başka şirketlerin eline geçmesi ve bunların kullanılması halinde³⁵² haksız rekabet yoluyla sırrı ifşa edilen şirketin kârı azaltılmış olacak, bu durumda da bu şirketin hisse senetleri gerek birinci el piyasada ve gerekse ikinci el piyasada değer kaybedecektir.

Manipülasyon suçu ile bu suç arasındaki diğer bir fark da şudur: Manipülasyon suçunda verilen ve yayılan bilgilerin gerçeğe aykırı yalan ve yanıltıcı bilgiler olmasına karşın, TCK’nın 239’uncu maddesindeki suça konu bilgiler gerçek bilgilerdir. Bilgiye dayalı manipülasyonun bir türü olan, “açıklanması zorunlu, sermaye piyasası aracının değerini etkileyen bilginin açıklanmaması” halinin tam tersine olarak bu suçta, “şirketin verimliliğinde büyük önemi haiz, doğrudan şirketin mali yapısını etkileyen, dolaylı olarak da bu şirkete ait sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyen, açıklanması yasak olan bilginin açıklanması” hali suç sayılmıştır.

³⁵¹ Tasarının amaçları için bkz. “Ticari sır, Banka Sırrı ve Müşteri Sırrı Hakkında Kanun Tasarısı” Genel Gerekçesi, http://www.tbmm.gov.tr/develop/owa/tasari_teklif_sd.onerge_bilgileri?kanunlar_sira_no=61191, çevrim içi: 18.02.2010.

³⁵² TTK md. 57/7’de “Müstahdemleri, vekilleri veya diğer yardımcı kimseleri iğfal suretiyle, istihdam edenin veya müvekkillerinin imalat veya ticaret sırlarını ifşa ettirmek veya ele geçirmek” haksız rekabeti oluşturan hüsnüniyet kaidelerine aykırı hareketlerden biri olarak sayılmış ve TTK md. 64/3’de de bu fiillere hapis ve para cezası öngörülmüştür.

3.11.12. Haksız Rekabet Suçundan Farkı

İktisadi rekabet, şahısların, meşru yol ve vasıtalar kullanarak birbirleriyle yarışmaları, birbirlerini yenmeye, geçmeye çalışmaları üzerine kuruludur³⁵³. Şahıslar bu rekabet hakkını kullanırken TMK'nın 2'inci maddesinde çerçevesi çizilen iyi niyet kurallarına uymak, ilişkide bulundukları şahısları ve tüketicileri aldatıcı hareket tarzı geliştirmemek zorundadırlar.

TTK'nın 56'ncı maddesi haksız rekabeti “Aldatıcı hareket veya hüsünüyet kaidelerine aykırı sair suretlerle iktisadi rekabetin her türlü suistimalidir” şeklinde tanımlamıştır. Yasa koyucu, nelerin haksız rekabet teşkil ettiğine dair herhangi bir sınırlama getirmemiş, haksız rekabet teşkil eden durumlardan on tanesini TTK 57'inci maddede saymıştır. Somut olayın bu on halden hiçbirisine girmediği tespit edilirse ayrıca 56'ncı maddedeki genel tanımı yapılan çerçevede bir değerlendirmesi yapılacak ve bu madde kapsamında değerlendirilebiliyorsa haksız rekabet sayılacaktır.

Yasada belirtilen başlıca haksız rekabet halleri, kötölemek, gerçeğe aykırı bilgi vermek, aldatıcı tanıtım yapmak, aldatıcı ad ve işaretler kullanmak, iltibas ve taklit, başkasının yardımcılarını görevlerini ihlale sevk etmek, başkasının yardımcılarından imalat ve ticaret sırlarını öğrenmek, imalat ve ticaret sırlarından yararlanma ve bunları yaymak, gerçeğe aykırı belge vermek ve iş yaşamı şartlarına uymamaktır.

Bazı haksız rekabet fiilleri cezai yaptırıma bağlanmıştır. Bu husus TTK'nın 64'üncü maddesinde gösterilmiştir. Maddeye göre cezalandırılan şahıslar şunlardır:

- Elli yedinci maddenin 1, 2, 4, 5, 6, 8 ve 9'uncu bentlerinde³⁵⁴ yazılı haksız rekabet fiillerinden birini kasten işleyenler;

³⁵³ İMREGÜN, Oğuz, Kara Ticareti Hukuku Dersleri, Yeniden Gözden Geçirilmiş İlaveli 11. Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1996, s. 81.

³⁵⁴ Hüsünüyet kaidelerine aykırı hareketler özellikle şunlardır:

Başkalarını veya onların emtiasını, iş mahsullerini, faaliyetlerini yahut ticari işlerini yanlış, yanıltıcı veya lüzumsuz yere incitici beyanlarla kötölemek (TTK md. 57/1);

Başkasının ahlakı veya mali iktidarı hakkında hakikate aykırı malumat vermek (TTK md. 57/2);

Kendi şahsi durumu, emtiası, iş mahsulleri, ticari faaliyeti veya ticari işleri hakkında yanlış veya yanıltıcı malumat vermek veyahut üçüncü şahıslar hakkında aynı şekilde hareket etmek suretiyle rakiplerine nazaran onları üstün duruma getirmek (TTK md. 57/3);

- Kendi icap ve tekliflerinin rakiplerinininkine tercih edilmesi için şahsi durumu, emtiası, iş mahsulleri, ticari faaliyeti ve işleri hakkında kasten yanlış veya yanıltıcı malumat verenler;
- Müstahdemleri, vekilleri veya diğer yardımcı kimseleri, istihdam edenin veya müvekkillerinin imalat veya ticaret sırlarını ifşa etmelerini veya ele geçirmelerini temin için iğfal edenler;
- İstihdam edenler veya müvekkillerden, işçilerinin veya müstahdemlerinin veyahut vekillerinin, işlerini gördükleri sırada cezayı müstelzim olan bir haksız rekabet fiilini işlediklerini öğrenip de bu fiili menetmeyen veya gerçeğe aykırı beyanları düzeltmeyenler.

Haksız rekabet suçunun, ticaretle uğraşan iyi niyetli ve dürüst şahısları, bu nitelikte olmayan kötü niyetli şahıslara karşı korumak; bu kötü niyetli şahısların standartlara uygun olmayan, kötü ürettiği malları, yanıltıldıkları için gerçek değerinden fazlaya almak zorunda kalan tüketicileri korumak; bu iki halin gerçekleşmesi halinde de ekonomik ve ticari düzenin rayından çıkmasını engellemek; toplumda gerçekleşmesi muhtemel huzursuzlukların önüne geçmek gayeleri ile düzenlendiği görülmektedir³⁵⁵. Bu suçta korunan menfaate baktığımızda,

Paye, şahadetname veya mükâfat almadığı halde bunlara sahipmişçesine hareket ederek müstesna kabiliyete malik bulunduğu zannını uyandırmaya çalışmak veya buna müsait olan yanlış unvan yahut mesleki adlar kullanmak (TTK md. 57/4);

Başkasının emtiası, iş mahsulleri, faaliyeti veya ticaret işletmesiyle iltibaslar meydana getirmeye çalışmak veya buna müsait bulunan tedbirlere başvurmak, hususiyle başkasının haklı olarak kullandığı ad, unvan, marka, işaret gibi tanıtmaya vasıtalarıyla iltibasa meydan verebilecek surette, ad, unvan, marka, işaret gibi tanıtmaya vasıtaları kullanmak veyahut iltibasa meydan veren malları, durumu bilerek veya bilmeyerek, satışa arz etmek veya şahsi ihtiyaçtan başka her ne sebeple olursa olsun elinde bulundurmamak (TTK md. 57/5);

Üçüncü şahısların müstahdemlerine, vekillerine veya diğer yardımcılarına, onları vazifelerini ihlale sevk etmek suretiyle kendisine veya başkasına menfaatler sağlamak maksadıyla veya bu kabil menfaatleri sağlamaya elverişli olacak surette, müstahak olmadıkları menfaatler temin veya vadetmek (TTK md. 57/6);

Müstahdemleri, vekilleri veya diğer yardımcı kimseleri iğfal suretiyle, istihdam edenin veya müvekkillerinin imalat veya ticaret sırlarını ifşa ettirmek veya ele geçirmek (TTK md. 57/7);

Hüsnüniyet kaidelerine aykırı bir şekilde elde ettiği veya öğrendiği imalat veya ticaret sırlarından haksız yere faydalanmak veya onları başkalarına yaymak (TTK md. 57/8);

Hüsnüniyet sahibi kimseleri iğfal edebilecek surette hakikate aykırı hüsnühal ve iktidar şahadetnameleri vermek (TTK md. 57/9);

Rakipler hakkında da cari olan kanun, nizamname, mukavele yahut mesleki veya mahalli adetlerle tayin edilmiş bulunan iş hayatı şartlarına riayet etmemek (TTK md. 57/10);

³⁵⁵ ERMAN, Şirketler Ceza Hukuku, s. 96.

manipülasyon suçları ile korunan hukuki yararlar örtüştüğünü görmekteyiz. Her iki cezai düzenlemede de ticari hayatta, aldatıcı hareketlerin ve kamunun aldatılmasının önüne geçilmesi, normal piyasa koşullarına müdahalenin önlenmesi gayelerinin güdüldüğü anlaşılmaktadır. Ayrıca bu suçların ikisinde de düzenlemenin genel amaçlarından biri, özel teşebbüs hürriyetinin sağlanmasıdır³⁵⁶. Özel teşebbüs hürriyetinin sağlanması ise piyasaların sağlıklı ve düzenli işlemesi ile mümkündür³⁵⁷.

Haksız rekabet suçu ile manipülasyon suçu arasındaki diğer bir benzerlik, her iki suçun da bir tehlike suçu olması noktasındadır. Suçun oluşması için mutlaka bir zararın doğması gerekmez. Örneğin, dürüstlük kuralına aykırı bir davranışın haksız rekabet oluşturması için, bu davranış sonucunda bir zararın ya da zarar tehlikesinin oluşması, bir işletmenin ekonomik açıdan gelir kaybına uğraması veya böyle bir tehlikeye maruz kalması halinde suç oluşmuştur³⁵⁸.

Sonuç olarak bakıldığında, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyen manipülasyon fiillerinin tamamının haksız rekabet suçu niteliğinde bulunduğunu, özel normun önceliği ilkesi gereği, manipülasyon suçlarına SerPK hükümlerinin uygulanmakta olduğunu söyleyebiliriz.

3.11.13. Savaşta Yalan Haber Yayma Suçundan Farkı

TCK'nın 323'üncü maddesinde³⁵⁹ "savaşta yalan haber yayma" başlığı altında kamuyu endişeye sevk edecek, düşmana karşı maneviyatını bozacak gerçeğe

³⁵⁶ Özel teşebbüs hürriyeti, Anayasamızda "Devlet, özel teşebbüslerin milli ekonominin gereklerine ve sosyal amaçlara uygun yürümesini, güvenlik ve kararlılık içinde çalışmasını sağlayacak tedbirleri alır" (AY md 48/2) hükmü ile güvence altına alınmıştır.

³⁵⁷ TOPÇUOĞLU, Metin, Rekabeti Kısıtlayan Teşebbüsler Arası İşbirliği Davranışları ve Hukuki Sonuçları, Rekabet Kurumu Lisansüstü Tez Serisi No:7, Ankara, 2001, s. 23.

³⁵⁸ KARAHAN, Sami /SULUK, Cahit / SARAÇ, Tahir / NAL, Temel, Fikri Mülkiyet Hukukunun Esasları, Seçkin Yayınları, Ankara, 2007, s. 333.

³⁵⁹ TCK md. 323: Savaş sırasında kamunun endişe ve heyecan duymasına neden olacak veya halkın maneviyatını sarsacak veya düşman karşısında ülkenin direncini azaltacak şekilde asılsız veya abartılmış veya özel maksada dayalı havadis veya haber yayan veya nakleden veya temel milli yararlar zarar verebilecek herhangi bir faaliyette bulunan kimseye beş yıldan on yıla kadar hapis cezası verilir.

Eğer fiil;

a) Propagandayla,

b) Askerlere yönelik olarak,

c) Bir yabancı ile anlaşma neticesi,

İşlenmişse, verilecek ceza on yıldan yirmi yıla kadar haptir.

aykırı veya abartılı haber çıkarmak, yaymak, milli menfaatlere zarar verici davranışlarda bulunmak yasaklanmış, maddenin dördüncü fıkrasında, yabancı paraların değerinin düşürülmesine ve itibari amme kâğıtlarının değeri üzerinde etki etmeye yönelik her türlü davranışlar suç sayılmıştır. Maddenin geneline bakıldığında failin özellikle halkın maneviyatını bozmak amacıyla hareket etmesinin şart olmadığı, genel kasıt ile de bu suçun işlenebileceği anlaşılmaktadır.

Maddede sözü geçen “itibari amme kâğıtları” ibaresinden ne anlaşılması gerektiği madde metninde ve maddenin gerekçesinde açıklanmamıştır. Sermaye piyasası araçlarının bu kavrama dâhil olup olmayacağı yoruma muhtaçtır. Bize göre sermaye piyasası araçları üzerinde yapılan hileli davranışların, özellikle tarihteki birçok örnekleri incelendiğinde savaş zamanında daha da arttığı, ekonominin ana arterlerinden olan sermaye piyasasını ve borsaları derinden etkileyip birçok şirketin kapanmasına yol açtığı, dolayısıyla ülkenin savaştaki ekonomik direncini kırdığı, ekonomiye kaynak sağlama işlevini zaafa uğrattığı görülmektedir. Bu hususları göz önüne aldığımızda, manipülasyon eylemlerinin de dördüncü fıkra kapsamında olduğu, bu anlamda sermaye piyasası araçlarının da “itibari amme kâğıtları” arasında bulunduğu sonucuna varmaktayız. Şu halde karşımıza, savaş sırasında düşman karşısında, milletin direncini tehlikeyle karşı karşıya bırakacak şekilde işlenen manipülasyon fiillerinde SerPK ve TCK’daki bu düzenlemelerden hangisinin uygulanacağı sorunu çıkmaktadır. Bu durumda TCK’nın 44’üncü maddesindeki “işlediği bir fiil ile birden fazla farklı suçun oluşmasına sebebiyet veren kişi, bunlardan en ağır cezayı gerektiren suçtan dolayı cezalandırılır” hükmü gereğince fail TCK’nın 324’üncü maddesi gereğince cezalandırılacaktır.

Fiil, düşmanla anlaşma neticesi işlenmişse müebbet hapis cezası verilir.

Savaş zamanında düşman karşısında milletin direncini tehlikeyle karşı karşıya bırakacak şekilde yabancı paraların değerini düşürmeye veya itibari amme kâğıtlarının değeri üzerinde etki yapmaya yönelik hareketlerde bulunan kimseye beş yıldan on yıla kadar hapis ve üçbin güne kadar adli para cezası verilir.

Dördüncü fıkrada yazılı fiil, bir yabancı ile anlaşma sonucu işlenmişse ceza yarısı; düşmanla anlaşma sonucu işlenmiş ise bir katı oranında artırılır.

3.12. DEĞERLENDİRME

İşleme dayalı manipülasyon ve bilgiye dayalı manipülasyon suçlarının tespiti için mevzuatımızda objektif kriterlerin oluşturulduğunu ne yazık ki görememekteyiz. İşleme dayalı olarak yapılan manipülasyonlarda, yapılan alım-satım işlemleri genelde görünüş itibarıyla hukuka uygundur. Onları hukuka aykırı hale getiren, işlemi gerçekleştiren yatırımcının sübjektif ruh hali, yani kastıdır. Bu kastı belirlemek ise oldukça zordur.

Faildeki kastın manipülatif olduğunu ortaya çıkarmaya yönelik işlem kalıplarının suç ve cezalarda kanunilik ilkesinin bir gereği olarak yasal zeminde belirlenmesi gerekmektedir. Diğer taraftan, yine aynı şekilde hangi tür işlemlerin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikte olduğunun, etkilenmenin derecesinin ne olduğunun (piyasada panik yaratacak olağanüstü etkilenme şeklinde mi, yoksa bir lotluk işlemde dahi gerçekleşen etkilenme şeklinde mi olduğunun) mümkün olduğunca somut kriterlerle belirlenmesine yönelik yasal düzenlemelerin yapılması gerektiği görüşündeyiz.

Bilgiye dayalı manipülasyonlarda da, hangi tür bilginin, sermaye piyasası aracının değeriyle ilgili olup, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak eylemlerine konu olabileceğinin, yine hangi bilgilerin açıklanmamasının manipülasyon suçunu oluşturacağının tereddüt oluşturmayacak şekilde, mümkün olduğunca yasal çerçevede belirlenmesine ihtiyaç vardır. Aksi takdirde, ülkemizdeki manipülasyon suçları ile ilgili düzenlemelerin, kanunilik ilkesine aykırı olduğu iddia ve eleştirilerinden kurtulamayacağını düşünmekteyiz.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

MANİPÜLASYONUN ÖZEL HUKUKA İLİŞKİN SONUÇLARI

4.1. GENEL OLARAK

Sermaye piyasalarında, piyasanın dengesini bozucu davranışların önlenmesi için hemen hemen bütün hukuk sistemlerinde hürriyeti bağlayıcı cezalar ile para cezaları öngörülmüştür. Bu cezai hükümler, daha çok suçla mücadele açısından caydırıcı işlev görmüş, fakat suçun önlenmesinde yine de yeterli olamamıştır. Cezai hükümlere rağmen suçun işlenmeye devam edildiği gerçeği karşısında, suçtan zarar gören mağdurların haklarının ne şekilde korunacağı, zararın ne şekilde giderileceği de bir sorun olarak ortaya çıkmıştır.

Gerek SerPK’da ve gerekse Kurulun çıkardığı tebliğlerde, manipülasyon sonucu oluşan zararların ne şekilde giderileceğine ilişkin herhangi bir hüküm mevcut değildir. Aynı şekilde, genel kanun olan TTK’da da bir düzenleme yoktur. Bu durumda, konuyu açıklamak için manipülasyonun özel hukuk (tazminat hukuku) bakımından mahiyeti üzerinde durmak gerekmektedir.

Manipülasyonun, sermaye piyasası aracını alan ile satan arasında, asıl iradeler saklanarak yapılan, görünüşte bir işlem meydana getirerek üçüncü kişileri aldatma şeklinde, BK’nın 18’inci maddesi kapsamında bir anlaşma (muvazaa) olduğu savunulmuştur³⁶⁰.

Diğer bir görüşe göre ise manipülasyon, kural olarak sözleşmenin bir tarafının ya da üçüncü bir kişinin hilesi niteliğinde olup; hile yapan, sözleşmenin karşı tarafına

³⁶⁰ KÜTÜKÇÜ, Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2, s. 463 vd.

ya da aldatılan üçüncü kişilere karşı, haksız fiil veya sözleşmeden doğan sorumluluk hükümleri gereğince sorumludur ve bu sorumluluğun unsurlarının da sermaye piyasasının özelliklerine uygun bir biçimde yorumlanması gerekir³⁶¹.

Manipülasyonun özel hukuktaki yerinin belirlenmesi için bu iki görüşün dayandığı, BK'daki “muvazaa”, “hile” ve “haksız fiil” hükümlerinin incelenmesi gerekmektedir.

4.2. MUVAZAA HÜKÜMLERİ YÖNÜNDEN İNCELEME

Muvazaa, BK'da tanımlanmamıştır. Doktrinde ise, “muvazaa, tarafların üçüncü kişileri aldatmak gayesi ile gerçek iradelerine uymayan, aralarında hukuki sonuç meydana getirmeyen, görünüşte bir işlem yapma hususunda anlaşmalarıdır”³⁶² şeklinde tanımlanmıştır. Bir sözleşmenin muvazaalı sayılabilmesi için şu üç unsur birlikte gerçekleşmelidir:

- Muvazaa anlaşması: Öncelikli olarak tarafların, sırf üçüncü kişileri aldatmak gayesi güttüklerine ve yaptıkları işlemin aralarında hüküm ifade etmeyeceğine ilişkin bir muvazaa anlaşması yapması gerekir.
- Görünüşte işlem: İkinci olarak, bu anlaşma doğrultusunda, üçüncü kişileri aldatmaya yönelik görünüşte geçerli bir işlem yapmaları gerekir.
- Aldatma kastı: Üçüncü unsur ise manevi unsur olup, sözleşmenin taraflarının üçüncü kişileri aldatma gayesinde olmalarıdır.

Muvazaa, mutlak ve nisbi muvazaa olarak iki gruba ayrılabilir. Yukarıdaki açıklamalar ve sayılan unsurlar her iki muvazaa hali için de geçerlidir. Yukarıda saydığımız üç unsurun yanında, nisbi muvazaa halinde, tarafların yaptıkları görünürdeki işlemle gizlenen, yapılması istenen asıl işlemin yani bir gizli işlemin de olması söz konusudur. Örneğin, mirasçılarının bir kısmından mal kaçırmak gayesinde olan murisin diğer bir mirasçı ile gerçek amacının bağışlama olmasına

³⁶¹ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 176 vd.

³⁶² REİSOĞLU, Sefa, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 20'nci bası, Beta Yayınları, İstanbul, 2008, s. 87; TEKİNAY, Selahattin Sulhi / AKMAN, Servet / BURCUOĞLU, Haluk / ALTOP, Atilla, Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 7'nci baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1993, s. 408; EREN, Fikret, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt 1, 3'ncü bası, “S” Yayınları, Ankara, 1989, s. 424.

rağmen, tapuda satış işlemi yapması halinde, görünürdeki işlem satış; gizli işlem ise bağışlamadır³⁶³.

Muvazaanın mutlak veya nisbi olması, işlemin sonuçları bakımından önemlidir. Mutlak muvazaa halinde taraflar hiçbir şekilde işlem yapmak istememelerine rağmen, sırf üçüncü kişileri aldatmak amacıyla görünüşte işlem yaptıklarından, bu işlemler geçerli sayılamaz. Her ne kadar BK'da bu işlemlerin batıl olduğu, taraflar arasında ve üçüncü kişiler üzerinde bir hüküm doğurmayacağı belirtilmemiş ise de, doktrinde, hem mutlak hem de nisbi muvazaa halinde tarafların yaptıkları görünürdeki işlemlerin butlan ile hükümsüz olduğu kabul edilmektedir³⁶⁴. Buna göre muvazaa her zaman ileri sürülebilir, mahkemece kendiliğinden (re'sen) göz önünde bulundurulması gerekir³⁶⁵.

Nisbi butlandaki, gizli işlem, tarafların gerçek iradelerine uygun olması nedeniyle, yasanın zorunlu gördüğü şekle uygun olarak yapılmış ise geçerli kabul edilir³⁶⁶.

Muvazaa yöntemiyle yapılan manipülasyonda, sermaye piyasası aracını alan ile satan, gerçekte bir alım-satım yapmak istememekte, sadece o aracın değerini düşürerek, üçüncü kişilerde panik oluşturup satış yapmalarını sağlamak veya fiyatı yükselterek, üçüncü kişilerin alım yönünde piyasaya girmelerini sağlamak, nihayet likiditesi olmayan bir aracın aktif bir piyasası olduğu izlenimini oluşturmak istemektedirler.

³⁶³ Bkz. EREN, Borçlar Hukuku, C. 1, s. 426 vd. Bir nisbi muvazaa örneği olan “muris muvazaası” için bkz. Yargıtay 1. HD'nin 24.10.2007 tarih, 2007/8397 E., 2007/10044 K. sayılı kararı.

³⁶⁴ REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 88; TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 411; EREN, Borçlar Hukuku, C. 1, s. 432; Yargıtayımız da, muvazaadaki görünüşte işlemlerin taraflar arasında alacak ve borç ilişkisi doğurmayacağı, muvazaanın varlığının hiçbir süreye bağlı olmaksızın her zaman ileri sürülebileceği, mahkemece kendiliğinden (resen) göz önünde bulundurulması gerektiği, belirli bir sürenin geçmesi, sebebin ortadan kalkması veya ilgililerin olur (icazet) vermesi ile geçerli hale gelmeyeceği görüşündedir. (Bkz. 1. HD'nin 13.09.2005 tarih, 2005/7006 E., 2005/9494 K. sayılı kararı).

³⁶⁵ Muvazaanın mahkemece resen göz önünde bulundurulması, bu konuda açılmış bir dava ile sınırlıdır. Örneğin bir boşanma davasında ya da tahliye davasında, bir muvazaalı satışın olduğunu anlayan hâkim, kendiliğinden bu sözleşmenin geçersizliğine hükmedemez veya iptal için görevli mahkemeye başvuramaz. Hâkim, açılan davadaki talep ve savunmalar çerçevesinde önüne gelen davaya bakmakla yükümlüdür.

³⁶⁶ TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 412 vd.; EREN, Borçlar Hukuku, C. 1, s. 437.

Teorik olarak muvazaa halinde zarar gören üçüncü kişilerin muvazaanın tarafları arasındaki alım-satım sözleşmesini iptal ettirme hakkı vardır. Muvazaalı işlem zamanla sağlık kazanmaz, muvazaa sebebi ortadan kalksa bile, muvazaalı işlem geçerli hale gelmez³⁶⁷. Ancak bu iptal talebinin bazı istisnaları da vardır. Buna göre, alım-satım yapıldıktan sonra satılan mal iyi niyetli üçüncü kişilerce temellük edilmiş ise, artık işlemin iptali istenemez.

Muvazaa hükümlerine sermaye piyasası açısından bakıldığında, muvazaa hükümlerinin, manipülasyon eylemlerinde uygulama alanı bulamadığını söyleyebiliriz. Zira, sermaye piyasası araçlarının alım satımında “t+2” kuralı geçerlidir. Buna göre, pay alım-satım işlemlerinin takası, işlem gününü izleyen ikinci iş günü sonunda gerçekleştirilmektedir. Yani, ikinci günün sonunda işlem kesinleşip gerçekleşmiş olur. Artık bu süreden sonra, borsa işleminde geri dönülemez³⁶⁸. Bu aşamadan sonra, yapılan alım-satım işleminin iptal edilmesi, sermaye piyasasının işleyişine aykırı bir durum oluşturur. Çünkü sermaye piyasası aracı misli nitelikte bulunduğundan hızla el değiştirir. Bir an için daha önce yapılan muvazaalı işlemin iptali üzerine, tarafların aldıklarını geri vermeye zorladığımızı düşünürsek; sözleşmenin tarafı, araç elinde ise bunu yine borsada yapacağı bir bedelsiz işlem ile satana iade edecek; aracı elden çıkardı ise, yeniden alacak ve satana iade edecektir ki bu da borsa tahtasında işlem olarak gözükecek, yeni, yapay bir işlem olarak fiyatlara da etki edecektir. Dolayısıyla manipülatif işlemin iptali, alınanın geri verilmesi, sermaye piyasasının dinamik yapısı nedeniyle mümkün değildir.

4.3. HİLE HÜKÜMLERİ YÖNÜNDEN İNCELEME

Doktrinde hile, “bir kimsenin hukuki bir işlem yapmasını sağlamak için onda kasten hatalı bir kanaat uyandırma veya esasen mevcut olan hatalı bir kanaati koruma veya sürdürme fiili”³⁶⁹ olarak tanımlanmaktadır.

Hilenin, bir tarafın iradesini yanıltmaya yönelik olumlu bir davranış veya fiil içine girmesi ile gerçekleşmesi şart olmayıp, pasif davranmak sureti ile de hileye

³⁶⁷ EREN, Borçlar Hukuku, C. 1, s. 433.

³⁶⁸ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 181.

³⁶⁹ REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 105; TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 444; EREN, Borçlar Hukuku, C. 1, s. 479.

başvurulması mümkündür³⁷⁰. Bazen, sözleşme kurulurken taraflardan birinin, TMK'daki dürüstlük kurallarına aykırı olarak kendisinden beklenen bir açıklamayı kasten yapmaması yani susması halinde bile hile gerçekleşebilir³⁷¹. Hile sebebiyle düşülen hatanın esaslı olup olmaması önemli değildir³⁷². Hilenin üç unsuru vardır:

- Belli hususlarda aldatma fiili: Hileyi yapan şahıs, belli konu ve hususlarda doğru olmayan bilgiler vererek ya da açıklaması gereken bilgileri açıklamayarak karşı tarafı aldatmalıdır.
- Aldatma kastı: Hile yapan şahıs, akdin karşı tarafına, sözleşme yapması için bilerek ve isteyerek yani kasten gerçeğe aykırı beyanda bulunmalıdır.
- İliyet bağı: Hile fiili ile sözleşmenin yapılması arasında uygun bir illiyet bağı bulunmalıdır. Yani, sözleşme, hilenin etkisi altında gerçekleşmiş olmalıdır. Doktrinde, bu hususta benimsenen kritere göre “aldatılan taraf, yapmış bulunduğu sözleşmeyi, hile olmasaydı hiç yapmayacak ya da daha iyi şartlarda yapacak idi ise illiyet bağı gerçekleşmiştir”³⁷³.

Manipülasyon fiilini BK'nın hile hükümleri açısından değerlendirdiğimizde, yine birbiriyle tam olarak örtüşmediğini, bazı manipülasyon türleri açısından hile hükümlerinin yetersiz kaldığını görmekteyiz.

BK'nın hile düzenlemelerinden, hilenin sözleşmenin bir tarafınca ya da bir tarafının telkini ile veya tarafların haberdar olmadığı üçüncü bir şahıs tarafından sözleşmenin unsurlarıyla ilgili yapılabildiği anlaşılmaktadır. Diğer bir deyişle, hile, sözleşmenin bir tarafının yararına bir aldatma hali ile gerçekleştirilen bir durumdur. Bu haliyle yukarıda muvazaa durumunu anlatırken değindiğimiz, yatırımcıları işlem yapmaya sevk etmek için akdin her iki tarafının anlaşarak alım-satım yapması durumunda, yatırımcıların, paniğe kapılarak kendi aralarında işlemler gerçekleştirmeleri halinde manipülatörün bu eylemi, üçüncü kişinin hilesi niteliğindedir. Üçüncü kişinin hilesi ise kural olarak sözleşmenin geçerliliğini etkilemez. Eğer sözleşmenin tarafı, üçüncü şahsın hilesini akdin yapıldığı anda

³⁷⁰ Bkz. 11'nci HD'nin 04.05.2002 tarih, 2002/2750 E., 2002/4757 K. sayılı kararı.

³⁷¹ TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 446.

³⁷² REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 105.

³⁷³ REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 106; TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 447; EREN, Borçlar Hukuku, C. 1, s. 482.

biliyor veya bilmesi gerekiyorsa, aldatılan tarafın sözleşmeyi iptal etme hakkı vardır³⁷⁴.

Manipülasyon fiili gerçekleşmiş olmasına rağmen, manipülatörün henüz kâr alımı ya da satımlarına başlamadığı durumlarda, manipülasyondan habersiz olan yatırımcılar arasındaki alım-satımlara ilişkin sözleşmede hile hükümlerinin uygulanması söz konusu olmayacaktır. Burada yapılan sözleşmede taraflar birbirlerini aldatmadıklarından, üçüncü kişinin hilesini bilebilecek durumları da olmayıp, piyasa ile ilgili mevcut bilgileri değerlendirerek işlem gerçekleştirdiklerinden her ikisi de iyi niyetlidir ve yapılan alım-satım işlemi geçerlidir. Aynı zamanda bu yatırımcılar, manipülatörün ilk yaptığı yapay işlemlerde, bu yapay sözleşmenin tarafı da olmadıklarından, bu ilk sözleşmenin hile hükümleri gereğince iptalini de isteyemezler. Zira hileli bir sözleşmenin iptalini isteme yetkisi, o sözleşmenin taraflarına aittir. Bu durumda, yapay işleme aldanarak alım veya satım yapanların zararını haksız fiil hükümleri gereğince talep etmekten başka yolu yoktur. Esasen doktrinde de üçüncü şahsın hilesinin mahiyeti itibarıyla haksız fiil olduğu kabul edilmektedir.

Sermaye piyasası aracının fiyatına etkili yalan, yanlış bilgi veren, haber yayan, yorum yapan manipülatör, bu hareketi sonucunda etkilenen fiyatlardan alım veya satım yapması halinde ise yaptığı işlemin diğer tarafına karşı BK'nın 28'inci maddesi çerçevesinde hile yaptığı, kabul edilmelidir. Bu durumda, sermaye piyasasının işleyişiyle çelişmeyen hile hükümlerinin uygulanması söz konusu olacaktır. Ancak biz burada da hileye maruz kalan yatırımcının, sözleşmenin iptal edilerek, sözleşmenin geçerli olmamasından doğan menfi zararını istemesinin yukarıda açıkladığımız sermaye piyasasının özelliği nedeniyle mümkün olmadığını düşünmekteyiz³⁷⁵. Bu durumda yatırımcı, sözleşmeye icazet vererek sözleşmedeki hile nedeniyle oluşan zararının tazminini talep edebilir.

Hile, hem sözleşmeye aykırılıktan ötürü, hem de haksız fiil nedeniyle sorumluluk gerektirir. Doktrindeki çoğunluğa ve Yargıtay uygulamasına göre, zarar gören kimse bunlardan dilerse “sözleşmeye aykırı davranışa”, dilerse “haksız fiil

³⁷⁴ TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 448; REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 106; EREN, Borçlar Hukuku, C. 1, s. 483.

³⁷⁵ Bkz. yukarı, s. 153.

hükümlerine” dayanarak zararın giderilmesini isteyebilir³⁷⁶. Ancak, davasını kısmen haksız fiile kısmen de sözleşmeye aykırı davranışa dayandıramaz³⁷⁷.

4.4. HAKSIZ FİİL HÜKÜMLERİ AÇISINDAN İNCELEME

Borçlar Kanunu’nun birinci kısmının birinci babında borçların teşekkülü, üç fasıl halinde ayırma tabi tutulmuştur. Birinci fasılda (md. 1-40) akitten doğan borçlar, ikinci fasılda (md. 41-60) haksız fiilden doğan borçlar, üçüncü fasılda (md. 61-66) da haksız bir fiil ile mal iktisabından (sebepsiz iktisaptan) doğan borçlar düzenlenmiştir³⁷⁸.

BK’nın 41’inci maddesine göre, “gerek kasten, gerek ihmal ve teseyyüp yahut tedbirsizlik ile haksız bir surette diğer kimseye bir zarar ıka eden şahıs, o zararın tazminine mecburdur.

Ahlaka mugayir bir fiil ile başka bir kimsenin zarara uğramasına bilerek sebebiyet veren şahıs, kezalik o zararı tazmine mecburdur”.

Sözleşmeden doğan borçlar ile haksız fiilden doğan borçlar arasında, borcun kapsamına göre birtakım farklılıklar vardır. Bunları şu şekilde sıralamak mümkündür³⁷⁹:

- Sözleşmeden doğan borçların ihlali halinde, öncelikli olarak bir sözleşmenin olması ve bu sözleşme gereğince, taraflardan en azından birinin borcunu yerine getirmemesi gerekmesine karşılık; haksız fiilden doğan sorumlulukta taraflar arasında herhangi bir sözleşme kurulmamış olup, hukuka aykırı bir fiil ile borç meydana gelir.
- Sözleşmeden doğan borçların ihlaliinde bir kısım borçların aynı zamanda haksız fiil teşkil etme durumu söz konusu olabilir. Bu durumda,

³⁷⁶ REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 351.

³⁷⁷ REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 351.

³⁷⁸ Yargıtay HGK’nın 9.4.2008 tarih, 2008/5-302 E., 2008/310 K. sayılı kararı: “...sözleşme, tek taraflı hukuki işleminden farklı olarak, en az iki irade beyanını içerir, bu irade beyanlarının birbirine uygun ve karşılıklı olması gerekir. Borçlar Kanunu’nda sorumluluk nedenleri arasında düzenlenen haksız fiil ise hukuka aykırı bir eylemle başkasına zarar verilmesidir. Borçlar Kanunu’nda, sorumluluğun üçüncü genel kaynağı olarak öngörülen sebepsiz zenginleşmeden söz edilebilmesi için; bir taraf zenginleşirken diğerinin fakirleşmesi, zenginleşme ve fakirleşme arasında uygun nedensellik bağının bulunması ve zenginleşmenin hukuken geçerli bir nedene dayalı olmaması gerekir...”.

³⁷⁹ TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 474, 475.

sözleşmede hakkı ihlal edilen taraf dilerse haksız fiil ve dilerse sözleşmeye aykırılık düzenlemelerine dayanarak zararının giderilmesini isteyebilir. Haksız fiil sorumluluğunda ise taraflar arasında bir sözleşme bulunmadığından, sözleşmenin ihlaline ilişkin hükümlere dayanma ihtimali doğal olarak yoktur.

- Sözleşmeden doğan borçların ihlalinde, borçlu edimini yerine getirmez ise, diğer taraf tazminat talebinde bulunmayarak, sözleşmeden tamamen dönebilir ya da karşı tarafı aynen ifaya mecbur edebilir. Haksız fiilden doğan sorumlulukta ise, zarara uğrayanın başvurabileceği yol uğradığı zararın tazminidir.
- Sözleşmeden doğan sorumluluk, sözleşmenin taraflarına ilişkin iken, haksız fiilden doğan sorumluluk, herkese karşı uyulması zorunlu bir hukuki görevin ihlali nedeniyle doğan tazmin yükümlülüğüdür.

BK'nın 41'inci maddesindeki anlatıma göre haksız fiilden bir sorumluluk doğması için aşağıdaki dört unsurun birlikte gerçekleşmesi gerekmektedir:

- Hukuka Aykırı Fiil: Haksız fiil sorumluluğunun birinci şartı, zarara yol açan bir yazılı ya da yazılı olmayan (ahlaka aykırılık halleri), kişilerin şahıs ve malvarlığını koruyan hukuk kurallarına (özel hukuk veya kamu hukuku kuralları) aykırı bir fiilin olmasıdır³⁸⁰. Ancak bu fiilin herkese karşı ileri sürülebilen hakları ihlale yönelik olması gerekir. Bu anlamda herhangi bir özel hukuk sözleşmesinin, taraflardan biri tarafından ihlali kural olarak haksız fiil niteliğinde değildir. Ancak, bazen sözleşmenin ihlali niteliğindeki bir fiil aynı zamanda bir ceza hukuku normunu da ihlal edebilir. Bu durumda, hem sözleşmeye aykırılık hem de haksız bir fiil söz konusu olacaktır. Örnek vermek gerekirse, kat karşılığı yapılan bir inşaat sözleşmesinde, yüklenicinin, işi verene ait inşaatı depreme dayanıklı malzeme ile yapma yükümlülüğü vardır. Yüklenicinin eksik ve kalitesiz malzeme ile yaptığı binanın depremde yıkılması ile cismani bir zarar gören arsa sahibinin hem sözleşme hükümlerine hem de haksız fiil hükümlerine göre dava açma hakkı vardır. Haksız fiil, aktif bir davranışla olabileceği gibi, ihmali bir davranışla da olabilir. Bazen yapılan bir fiil

³⁸⁰ REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 143.

görünüşte haksız olmasına rağmen, herhangi bir sorumluluk gerektirmez. Bunlar; kamu görevlisinin kanunu uygulaması, özel hukukun şahıslara tanıdığı birtakım (hapis hakkı gibi) hakları kullanması, zarar görenin rızası³⁸¹, bilimsel eleştiri, meşru müdafaa, zorunluluk hali, kendi hakkını korumak için zor kullanma halleridir.

- Zarar: BK'nın 41'inci maddesi gereğince haksız fiil sorumluluğunun doğabilmesi için, hukuka aykırı fiil sonucu bir zararın meydana gelmesi gerekir. Bu zarar, zarara uğrayanın mal varlığının mevcut durumuyla, hukuka aykırı fiil vuku bulmasaydı, olması gereken durum arasındaki farktır³⁸². Zarar, fiili zarar ve kârdan mahrumiyet şeklinde gerçekleşir.
- Kusur: Hukuka aykırı bir fiili işleyen kişinin ruh hali ile ilgili sübjektif şartı ifade etmekte olup; eylemiyle meydana getirdiği hukuka aykırı sonucu isteyen veya hukuka aykırı sonucu önlemek için hukuk düzeninin kendisinden beklediği gerekli iradeyi göstermeyen kişi kusurludur³⁸³. Kusur, kasıt ya da ihmal ile ortaya çıkabilir.
- İlliyet Bağı: Haksız fiil sorumluluğunun doğması için, fiil ile zarar arasında bir sebep-sonuç ilişkisi bulunması gerekir. Bu sebep-sonuç ilişkisini, diğer bir deyişle illiyet bağını tespit etmek için olayda zararın, iddia edilen hukuka aykırı fiilin sonucu mu olduğu sorusuna cevap aranmalı ve hukuka aykırı fiilin hangi sonuçlarından dolayı tazminat istenebileceği irdelenmelidir³⁸⁴. İlliyet bağının tespiti açısından çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Bunlardan şart teorisi, zararlı sonucun meydana gelmesi için eylemin işlenmesinin zaruri olması gerektiğini ifade eder. Bir diğer teori, en etkili şart teorisi olup, bu teoriye göre, zararın meydana gelmesinde rol oynayan şartlardan en etkili olanı o olayı meydana getirmiştir ve zarardan bu şart sorumludur. Nihayet, Türk Borçlar Hukuku'nun esas aldığı teori, "uygun illiyet bağı" teorisi olup bu teoriye göre; hayatın olağan akışına, genel hayat tecrübelerine göre bir zarar,

³⁸¹ Zarar görenin rızası, hukuka, ahlaka veya şahsiyet haklarına aykırı durumlarda geçerli değildir.

³⁸² REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 149.

³⁸³ REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 150; TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 492.

³⁸⁴ TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 567.

belli bir fiilin uygun ve normal bir sonucu gibi karşılanıyorsa, o fiil ile zarar arasında hukuki bir illiyet bağı kurulmuş olur³⁸⁵.

Manipülasyonun bir haksız fiil olduğu hususunda tereddüt yoktur. Zira, manipülasyon fiili, bir ceza normu olan, hürriyeti bağlayıcı ceza ve adli para cezası gerektiren SerPK'nın 47'nci maddesinin 1'inci fıkrasının A.2 ve A.3 bendi hükümlerini ihlal niteliğindedir. Fiilin mağduru, sermaye piyasasındaki yatırımcılar ile Devlettir. Bu nedenle bütün manipülasyon fiillerine, zarar oluşması kaydıyla haksız fiil hükümleri öncelikli olarak uygulanabilecektir.

Eğer, manipülasyon fiili, muvazaa şeklinde yapılmış ise olaya muvazaa hükümlerinin uygulanabileceği ilk etapta düşünülebilir. Hileli hareket ile alım-satım yapılmış ise hile hükümlerinin uygulanma ihtimali araştırılacak, nihayet bunların ikisinin de uygulanamadığı olaylarda haksız fiil hükümleri uygulanacaktır.

4.5. TAZMİNAT DAVASI

Yukarıda kısaca bahsettiğimiz, borçlar hukukunun sorumluluk çeşitleri açısından manipülasyon hükümlerini değerlendirdiğimizde, manipülasyonun çeşidine

³⁸⁵ REİSOĞLU, Borçlar Hukuku, s. 154; TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, Tekinay Borçlar Hukuku, s. 573; Bkz. 4. HD'nin 27.10.1989 tarih, 1989/3793 E., 1989/8235 K. sayılı kararı: "...Uygun illiyet teorisi uyarınca eylem, niteliği itibariyle olayların doğal ve alışılmış akışına, hayat deneylerine ve objektif olasılığa göre oluşan türden bir zararı doğurmaya elverişli ise o eylemle zarar arasında uygun illiyet bağı var demektir. Bazen sonuç birden çok sebebin ortak etkisiyle oluşur. Bunun çeşitli biçimleri vardır. Eğer birden çok sebeplerin birleşmesiyle zarar doğmuş ise buna ortak illiyet denir. Bu durumda nedenlerden yalnız biri zararlı sonucu doğurmaya yetmez, sair sebeplerin buna katılması gereklidir. Böyle bir halde eylemleri işleyenlerin her biri zararın tümünden müteselsilen sorumlu olurlar. Bazen de birbirinden bağımsız olmakla beraber birçok nedenler aynı zararı oluştururlar. Aslında bunlar yalnız başlarına aynı zararı doğurmaya yeterlidirler. Böyle bir durumda ise birlikte (yarışan) illiyet söz konusu olduğundan her birinin sahibi kendi eylemi bulunmasaydı dahi aynı sonucun doğacağını savunarak sorumluluktan kurtulamaz...; Yargıtay HGK'nın 28.11.2001 tarih, 2001/11-1103 E., 2001/1084 K. Sayılı Kararı: "... Haksız fiilin (eylemin) unsurlarından nedensellik (illiyet) bağı ise; "fiil, mahiyeti itibariyle olayların akışına ve genel yaşam deneylerine göre meydana gelmiş olan zarar nevinden bir zarar oluşturmaya elverişli ise o fiil ile zarar arasında uygun illiyet bağının bulunduğu söz edilir. Sair bir anlatımla zararlı sonuç, tipik mahiyeti itibariyle fiile uygun ise, onun uygun sonucu olarak görülebiliyorsa uygun illiyet bağı var demektir" biçiminde tanımlanmıştır. Bu anlamda, zararlar eylem arasında bu bağın var olması için zarar eylemin bir sonucu görülmelidir (BK. md. 41). Bu konuda ileri sürülen uygun illiyet teorisi uygulamada benimsenmiş bulunmaktadır. Uygun illiyet teorisi uyarınca eylem, niteliği itibariyle olayların doğal ve alışılmış akışına, hayat deneylerine ve objektif olasılığa göre oluşan türden bir zararı doğurmaya elverişli ise o eylemle zarar arasında uygun illiyet bağı var demektir..."; Aynı doğrultuda bkz. HGK'nın 24.6.1964 tarih, 508/D-4 E., 481 K. sayılı kararı.

göre, muvazaa, hile ve haksız fiil hallerinden en azından birine uygun görünümlü olduğunu görmekteyiz.

Manipülasyon eyleminden zarar gören yatırımcı, ister hile nedeniyle sözleşmenin ihlali hükümlerine dayansın, isterse haksız fiil hükümlerine dayansın, sermaye piyasasının yapısı nedeniyle sermaye piyasası aracının alım-satımı işleminin iptalini isteyemez. Çünkü, sermaye piyasası aracının alım-satımı iptale elverişli değildir. Bu nedenle, yapılan alım-satım geçerli olup artık iptal edilemeyeceğinden, yatırımcının önündeki tek seçenek, uğradığı zararın tazminini talep etmektir.

4.5.1. Davacı

Genel bir ifade ile manipülasyon fiilinden zarar gören yatırımcılar, tazminat davasının davacısı olabilirler. Manipülatif fiillerin, sermaye piyasasının genel işleyiş ve dengesini bozduğu bir gerçektir. Bu eylemler, niteliğine göre yatırımcılar üzerinde farklı algılara yol açar. Bir kısım yatırımcı, manipülatif etki üzerine yatırım kararı verip sermaye piyasası aracı satın alabilir; bir kısım yatırımcı da elinde bulundurduğu araçları satabilir. Hatta bazı yatırımcılar, yapmayı düşündüğü işlemde manipülatif etki nedeniyle vazgeçebilir. Bu durumların her birinde yatırımcının zararı söz konusu olabilecektir. Ancak, yapılan manipülasyon eylemi ile iddia edilen zarar arasında kabul edilebilir bir neden-sonuç ilişkisi kurulması gerekir.

Türk tazminat hukukunda “uygun illiyet bağı” kuralının benimsendiğini yukarıda izah etmiştik³⁸⁶. Ancak, bu illiyet bağının, sermaye piyasasındaki manipülasyon fiillerine uygulanması için, illiyet bağına, sermaye piyasasının özelliklerine uygun bir anlam verilmesi gerekir³⁸⁷. Zarara uğrayan yatırımcının, nedensellik bağı gösteren olayları ortaya koyma zorunluluğu vardır. Bunun için de piyasada işlem yapma nedeninin manipülatif hareket olduğunu ve bunun sonucunda da eğer alım yapmış ise, aldığı bu aracı daha düşük fiyattan satmak zorunda kaldığını; eğer satış yapmış ise, sonradan bu aracın değerinin arttığını ve yeni aldığı araçlara daha fazla ödeme yaptığını ispat etmelidir³⁸⁸. Özetlemek gerekirse, davacı,

³⁸⁶ Bkz. yukarı, s. 158-159.

³⁸⁷ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 191.

³⁸⁸ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 199, 200.

genel hayat tecrübeleri ve ticari hayatın olağan akışına göre beklenmesi mümkün olan zararlarını talep edebilir³⁸⁹.

Bazı durumlarda, manipülatif eylem, yapıldığı anda basit bir değerlendirme ve araştırma sonucunda kolayca anlaşılabilir. Ancak, bu araştırmayı yapmayan yatırımcı, manipülatif etki ile alım ya da satım yapar ise, oluşan zararın tazminini talep edebilecek midir? Bu soruya aranan cevap, doktrinde “objektif yatırımcı (regular user)” ölçütünün kabulünü zorunlu kılmıştır. Bu ölçüt, esasen İngiliz ve ABD hukukunda uygulanmaktadır. Objektif yatırımcı tipi, sermaye piyasasındaki somut olay çerçevesinde makul davranış halinde ne tür bir karar alınmasını uygun görüyorsa, bu doğrultuda yapılan işlem hukuken himaye görecektir³⁹⁰. Bu kriterin TMK’nın 3’üncü maddesindeki³⁹¹ “sübjektif özen borcu” hükmü ile kıyaslandığında, Türk Özel Hukukuna uygun olduğunu söyleyebiliriz³⁹². Ancak, makul davranış halinin belirlenmesi için sermaye piyasasındaki yatırımcıların genel durumu, bilgi seviyesi, tecrübesi, yatırım eğilimleri, olaylara verebilecekleri tepkiler, kurumsallaşmış kurumsallaşmadıkları, ülkenin genel ekonomik seyri gibi bütün etkenlerin çok iyi analiz edilmesi, ortaya çıkan objektif yatırımcı tipinin bu gerçeklerle örtüşmesi gerekmektedir.

4.5.2. Davalı

Manipülasyondan doğan tazminat davalarında davalı, manipülasyon fiilini yaparak zarara yol açan gerçek şahıslarla, tüzel kişiler ve bunların eylemlerine iştirak edenlerdir. Tüzel kişilerin cezai sorumluluğunun bulunmaması nedeniyle ceza hükümlerinden bunların yetkili temsilcileri sorumlu tutulurken, tazmin sorumluluğu açısından herhangi bir özel durumları söz konusu değildir. Yani, tüzel kişiler, manipülatif işlemi yapan yöneticileri (tüzel kişi yetkilileri) ve bunlara yardım edenlerle birlikte oluşan zarardan müteselsilen sorumludurlar.

³⁸⁹ TOPÇUOĞLU, Rekabeti Kısıtlayan Teşebbüsler Arası, s. 310.

³⁹⁰ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 118 vd.

³⁹¹ TMK m. 3: Kanunun iyi niyete hukuki bir sonuç bağladığı durumlarda, asıl olan iyi niyetin varlığıdır.

Ancak, durumun gereklerine göre kendisinden beklenen özeni göstermeyen kimse iyi niyet iddiasında bulunamaz.

³⁹² MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 125.

4.5.3. Tazmini Gereken Zarar

Hilenin, hem sözleşmeye aykırılık niteliğinde ve hem de haksız fiil niteliğinde olduğunu, zarar görenin bunlardan istediğine dayanabileceğini ifade etmiştik. Sözleşmeye aykırılık halinde, zarar görenin başvurabileceği iki yoldan birincisinin sözleşmeyi iptal ederek, sözleşmenin gereği gibi yerine getirilememesi nedeniyle oluşan menfi zararını isteme hakkının, sermaye piyasasında, işlemin geri döndürülemeyeceği göz önüne alındığında, bulunmadığını, önündeki tek seçeneğin haksız fiil hükümleri gereğince hilenin etkisiyle yapılan ve geçerli olan sözleşme nedeniyle oluşan zararın, zarar veren şahıstan istenmesi olduğunu da belirtmiştik³⁹³. Özetlemek gerekirse, ister sözleşmedeki hile hükümlerine, isterse haksız fiil hükümlerine dayanılsın, talep, sözleşmenin manipülasyonun etkisi altında yapılması nedeniyle, yatırımcının uğradığı zararın tazmin edilmesine ilişkindir ve bu tazminat her iki halde de aynı miktarı ifade eder.

Zararın oluştuğu anın belirlenmesine ilişkin, ABD uygulamasında mahkeme kararlarına yansıyan iki görüş vardır. Bunlardan birincisine göre zarar, manipülasyonun yapıldığı anda sermaye piyasası araçlarının fiyatındaki değişim ile meydana gelirken, diğer görüşe göre zarar, manipülasyonun etkisinin kalktığı zamandaki fiyatın oluşması anında meydana gelir³⁹⁴.

Türk Borçlar Hukuku açısından bakıldığında haksız fiil sorumluluğunda ortada bir zarar yoksa haksız fiili işleyen tazminat yükümlülüğü doğmaz. Zararın doğduğu an ise, haksız fiilin yapıldığı andır. Zararın belirlenmesi için zarar görenin malvarlığında, haksız fiilden önceki durum ile haksız fiilin vuku bulmasından sonraki durum arasında bir kıyas yapılması zorunludur. Bu genel ilkelere manipülasyon açısından bakıldığında, manipülasyon fiili yapılmamış olsa idi, yatırımcının mal varlığının arz edeceği durum ile fiil yapıldıktan sonra oluşan durum arasındaki fark, manipülasyon nedeniyle oluşan zararı ifade eder. Ancak burada, manipülasyondan sonraki malvarlığını değerlendirirken, manipülasyonun etkisinin ortadan kalkması beklenmelidir.

³⁹³ Bkz. Yukarı s.160.

³⁹⁴ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 212 vd.

Manipülasyonun etkisinin ortadan kalkması, manipülasyon yapıldığının kamuya duyurulması ile doğrudan alakalıdır. Burada esas görev, sermaye piyasası aracının işlem gördüğü borsaya ve SPK'ya düşmektedir. Gerek İMKB ve gerekse SPK'nın, şüpheli işlemler hakkında öncelikli olarak gözetim ve denetim görevi olduğundan, gerekirse, manipülasyona konu sermaye piyasası aracının işlemlerinin durdurulmasına hatta borsanın geçici olarak kapatılmasına ilişkin yetkilerini kullanabilirler ve alınan önlemleri kamuya en kısa sürede duyururlar. İşte bu duyurma işlemi ile manipülasyonun etkileri ortadan kaldırılmış olur. Geline bu aşamadan sonra sermaye piyasası aracının oluşan değerini, zararın tespiti açısından göz önünde bulundurmak gerekecektir.

Manipülasyon fiili, kullanılan yöntemin özelliğine veya suçla mücadelenin yetersizliğine göre bazen anında tespit edilemeyebilir. Bu durumda manipülasyonun etkisinin geçmesi, fiyatın doğal seyrine oturması için belli bir sürenin geçmesi gerekir. Kesin olarak bu anın belirlenmesi mümkün olmasa da, fiyatın borsanın endekslerine paralel bir eksene oturması ile manipülasyonun etkisinin ortadan kalktığı kabul edilebilir³⁹⁵.

Zararın tespitinde her bir manipülasyon olayının özellikleri, yapılış şekli göz önüne alınmalıdır. Burada yargılamanın hâkimi, BK md. 42'deki³⁹⁶ zararı takdir etme yetkisini göz önünde bulundurarak, zararı veya yoksun kalınan kârı tespit ederken, zarara uğrayan tarafından ortaya konan olguları iyi değerlendirmeli, bilirkişinin mütalaasını ve abartılı raporunu hemen kabul etmemelidir³⁹⁷.

Manipülasyon, sermaye piyasasında, yatırımcıları işlem yapmaya sevk edebileceği gibi bazen de yatırım kararı almış yatırımcıların bu kararından vazgeçmesine de neden olabilmektedir. Bu yatırımcıların, manipülasyon olmasaydı, yatırım yapacak olduklarını ispat etmesi gerekir³⁹⁸. Ancak, bu iddianın ispatı,

³⁹⁵ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 219.

³⁹⁶ Zarara uğrayan şahıs, zarara ilişkin bütün olguları ortaya koymalıdır. Hâkim bu olguları değerlendirip hukuki nitelendirmesini yapacak, zararı da kendisi belirleyecektir. Bu husus, BK md 42'de şu şekilde ifade edilmiştir: "Zararı ispat etmek müddeiye düşer, zararın hakiki miktarını ispat etmek mümkün olmadığı takdirde hâkim, halin mutat cereyanını ve mutazarrır olan tarafın yaptığı tedbirleri nazara alarak onu adalete tevfikân tayin eder".

³⁹⁷ KARAHASAN, Mustafa Reşit, Maddi Tazminat, Öğreti, Yargıtay Kararları, Beta Yayınları, 6. baskı, İstanbul, 2001, s. 75.

³⁹⁸ MANAVGAT, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı, s. 221.

manipülatif etki ile işlem yapanlara nazaran çok daha zordur. Soyut yatırım kararından vazgeçildiği iddiası dinlenemez. Eğer yatırım yapan tacir ise, tutmak zorunda olduğu defter ve bilançoları ile yatırım kararına ilişkin toplantı tutanakları, aracı kurum kayıtları gibi delillerle yatırım kararını aldığını ve manipülasyon etkisi ile bundan vazgeçtiğini ispat etmelidir. Bu durum dahi zararın ispatında yeterli olmaz. Yatırımcının vazgeçtiği yatırım için ayırdığı sermayeyi başka bir hukuki ilişkide kullanmaması, kullandı ise zarar etmesi gerekir.

Bazen manipülasyon yapılmasına rağmen, fiyatlardaki dalgalanma, birden ortaya çıkan ekonomik bir kriz, şirketin açıkladığı sermaye piyasası aracının değerine etkili bilgiler gibi bir neden, manipülasyonun etkisini arttırabilir. Bu durumda fiyatın ne kadarlık bir kısmının manipülatif etkiye ait olduğunun, ne kadarının ise diğer etkenlere ilişkin olduğunun somut veriler kullanılarak belirlenmesi ve manipülatörün sadece kendi fiilinden meydana gelen zarardan sorumlu tutulması gerekir. Bunun için yine ilgili borsanın diğer emsal araçlarının değerindeki değişimlerin ve genel endeksteki hareketlenmelerin göz önünde bulundurulması gerekir.

Dışarıdan yapay müdahale olmazdan önce arz ve talebe göre fiyatı hızlı bir şekilde yukarı doğru ilerleyen bir sermaye piyasası aracının en azından bu hızlı çıkışının önüne geçmek için yapılan manipülasyon üzerine, artış hızının azalması, ancak yine de artışın devam etmesi üzerine yatırımcı, kârında azalma olduğunu gerekçe göstererek tazminat talep edilebilir mi? Bu soruya cevap verilebilmesi için zarardan anlaşılması gerekenin belirlenmesine ihtiyaç vardır. Konuyla alakalı Yargıtay HGK'nın 12.06.1996 tarih, 1996/11-372 E., 1996/485 K. sayılı ilamı şu şekildedir: "...Bazı zararlar malvarlığının net (safı) miktarını azaltır, bazıları da bu varlığın artmasına engel olurlar. Bunlardan birinci tür zarara fiili zarar, ikincisine yoksun kalınan kâr (Lucrum Cessans) adı verilir. kâr yoksunluğu zararlarında, mamelekin zarar verici olaydan önceki durumu ile sonraki durumu arasında bir değişiklik yoktur. Ancak zarar verici olay meydana gelmeseydi genelde mamelekte bir çoğalma oluşacağı da kuşkusuz olmak gerekir. Belirtmek gerekir ki kâr yoksunluğu farazi bir hesaba istinat etmektedir. Burada zarar, mamelekin olaydan sonraki vaziyeti ile çoğalma ihtimali tahakkuk etseydi arz edeceği farazi vaziyet arasındaki farkı teşkil eder...". Buna göre, manipülasyon fiili olmasaydı, daha yüksek

fiyattan satım yapacak olan yatırımcının kârdan yoksun kalmak şeklinde bir zararının olduğu açıktır. Bu nedenle aradaki farkı eylemi gerçekleştirenlerden talep edebilir.

Sermaye piyasası hukukumuzda, manipülasyon sonucu oluşan zararların tazmininde, zararın belirlenmesine ilişkin olarak herhangi bir yazılı düzenleme yoktur. Aynı şekilde, uygulamada birlik sağlayacak, ilk derece mahkemelerine emsal teşkil edebilecek bir Yargıtay görüşü de oluşmamıştır. Sermaye piyasasının dinamik niteliği de göz önüne alınarak, tazminat hükümlerinin, yatırımcının korunmasında bir nevi sigorta işlevi görebileceği, manipülatörlerde caydırıcı etki yapabileceği göz önüne alınarak, hayli karmaşık, uygulayıcıyı zorlayan tazminat hukukuna ilişkin olarak, yasal çerçevede ayrıntılı düzenlemelerle, objektif tazminat kriterlerinin oluşturulmasına acil ihtiyaç bulunmaktadır.

4.5.4. Görevli ve Yetkili Mahkeme

Manipülasyondan kaynaklanan tazminat davalarının hangi mahkeme tarafından görüleceğine ilişkin herhangi bir yasal düzenleme bulunmamaktadır. Bu durumda haksız fiil niteliğindeki manipülasyon sonucu uğranılan ve davaya konu yapılan zararın değerine göre sulh hukuk veya asliye hukuk mahkemesi görevli olacaktır. Ancak, manipülasyon fiilini gerçekleştiren ile fiilden zarar görenin (davacı ile davalının her ikisinin) tacir ve açılan davanın tarafların ticari işletmeleriyle ilgili bulunması halinde TTK'nın 4'üncü maddesi gereğince davanın açıldığı yerde ayrı ticaret mahkemesinin kurulmuş olması halinde bu davaya bakmaya ticaret mahkemesi görevlidir³⁹⁹. Eğer ayrı ticaret mahkemesi yoksa dava genel mahkemelerde görülebilir⁴⁰⁰. Aynı yerde ayrı bir ticaret mahkemesi olmasına rağmen, asliye hukuk mahkemesinde ticari bir davanın açılması halinde bu husus en geç ilk oturuma kadar itiraz konusu yapılabilir. Yani ticaret mahkemesi ile genel

³⁹⁹ Bir yerde ayrı ticaret mahkemesi bulunsa dahi, dava tarihi itibarıyla, sulh hukuk mahkemesinin görev sınırı içerisinde kalan ticari davaya, sulh hukuk mahkemesi bakar ve TTK hükümlerini uygular. Diğer bir deyişle, asliye ticaret mahkemesi, sulh hukuk mahkemesinin görevi dışındaki ticari davalara bakmakla görevlidir. Genel kural bu olmakla birlikte, değere bakılmaksızın özel kanunlar gereğince doğrudan doğruya ticaret mahkemesinin görevlendirildiği davalara ise sulh hukuk mahkemesinde bakılamaz (bkz. KURU, Baki, Hukuk Muhakemeleri Usulü, İlaveli beşinci baskı, İstanbul, 1990, s. 444 vd. ayrıca Yargıtay HGK'nın 07.06.2006 tarih, 2006/19-300 E, 2006/342 K. sayılı ilamı).

⁴⁰⁰ Aksine hüküm olmadıkça, dava olunan şeyin değerine göre asliye hukuk veya sulh hukuk mahkemesi ticari davalara dahi bakmakla vazifelidir (TTK md. 5/1).

mahkeme arasındaki ilişki görev ilişkisi değil işbölümü ilişkisidir⁴⁰¹. İtiraz süresi geçtikten sonra genel mahkeme, dosyayı görevsizlik kararı ile birlikte ticaret mahkemesine gönderemez. Ayrıca, ticari bir davanın hukuk mahkemesi, ticari olmayan bir davanın ticaret mahkemesi tarafından görülmesi hükmün bozulması için yalnız başına yeterli bir sebep değildir (TTK md. 5/2 son cümlesi).

HUMK'nın 21'inci maddesi gereğince haksız fiilden kaynaklanan davalar, haksız fiilin yapıldığı yer mahkemesinde açılır. Ancak bu özel yetki düzenlemesi kamu düzenine ilişkin olmadığından HUMK'nın 9'uncu maddesindeki genel yetki kuralını ortadan kaldırmaz. Bu durumda, haksız fiilden zarar gören davacı, dilerse davalının ikametgâhı mahkemesinde, dilerse haksız fiilin işlendiği yer mahkemesinde tazminat davasını açabilir. Buna göre işleme dayalı manipülasyonlarda, işlemin yapıldığı yer belli olup, sermaye piyasası aracının alınıp satıldığı borsanın bulunduğu yerde dava açılabilir. Bilgiye dayalı manipülasyonlarda ise, tazminat davasında yetkili mahkeme özellik gösterir. Buna göre örneğin, eğer yalan, yanlış ve yanıltıcı bilgi, bir gazete ile işlenmişse yetkili mahkeme, gazetenin yayımlandığı ve satıldığı yerlerdeki mahkemeler olacak; eylem, bir şirketin açıklanması gereken bilginin açıklanmaması şeklinde gerçekleşmiş ise, şirketin merkezinin bulunduğu yer olacaktır⁴⁰².

Bize göre, borsaların bulunduğu yerlerde, sermaye piyasasından kaynaklanan hukuk davalarına bakmakla görevli birer ihtisas mahkemesinin kurulmasında veya mevcut asliye hukuk mahkemelerinden birinin bu tür davalara bakmakla görevli ve yetkili kılınmasında, bu yetkinin kamu düzenine ilişkin kesin yetki olduğunun belirlenmesinde yarar vardır⁴⁰³. Bu sayede aynı tür davaların, borsaların bulunduğu yerde toplanması ile uzmanlaşma meydana gelecek; davalar hem süratle sonuçlandırılabilir hem de uygulamada birlik sağlanmış olacaktır.

⁴⁰¹ Bkz. 19. HD'nin 03.03.2006 tarih, 2006/1687 E., 2006/2149 K. sayılı kararı.

⁴⁰² KURU, Hukuk Muhakemeleri Usulü, s. 320.

⁴⁰³ Hatta kurulacak bu ihtisas mahkemesinin icra mahkemeleri örneğinde olduğu gibi “hukuk mahkemesi” ve “ceza mahkemesi” şeklinde iki daire veya sıfatının bulunmasının; tazminat davalarına hukuk mahkemesi bölümünün, ceza davalarına ise ceza mahkemesi bölümünün bakmakla görevlendirilmesinin uygun olacağını düşünmekteyiz.

SONUÇ

Sermaye piyasasının en önemli işlevi, birikimlerin yatırımlara aktarılması ile ülke ekonomisine taze kaynak sağlamasıdır. Bu işlev sayesinde, halka açılan şirketler, sermayelerini arttırarak işletmelerini büyütecekler, oluşturdukları yeni iş sahaları yeni istihdam imkânını getirecek ve işsizlikle mücadelede ülke olarak hedeflenen düzeye gelinecektir. Diğer taraftan, kaynak ihtiyacı içerisindeki şirketler de, ihraç ettikleri menkul kıymetlerle açık pozisyonlarını kapatabilecekler, kriz yönetimini, bu menkul kıymetlerin kredi rolü sayesinde başarı ile sonuçlandırabileceklerdir. Yatırımcılar ise, birikimlerini sermaye piyasası araçlarına yatırarak, hem gelir sağlamış hem de ülke kalkınmasına katkıda bulunmuş olacaklardır.

Sermaye piyasasının bu olumlu yönleri göz önüne alındığında, piyasanın güven içerisinde işleminin sağlanmasında ve yatırımcıların menfaatlerinin devlet tarafından gözetilip kollanmasında büyük yarar olduğu açıktır.

Sermaye piyasasının güven ve istikrar içerisinde işleyip gelişmesinin önündeki en önemli engel, özellikle sermaye piyasasındaki, yeterli derecede bilgi birikimi ve tecrübesi bulunmayan yatırımcıların aldatılmasına yönelik eylemlerdir. Bu eylemlerin başında manipülasyon suçları gelmektedir.

Manipülasyonla mücadelede, Devletin sermaye piyasası ile ilgili düzenleme, denetleme ve gözetim yetkisine sahip kuruluşlarının çabaları yeterli gelmemektedir. Bu nedenle, çağdaş hukuk sistemlerinin hemen hemen tamamında, manipülasyon suçları için hürriyeti bağlayıcı cezalar ve para cezaları öngörülmüştür. Çağdaş düzenlemelere paralel olarak Ülkemizde de SerPK'nın "47/1-A" bendinin "2" ve "3"no.lu alt bentleri ile manipülasyon fiillerinin genel çerçevesi çizilmeye çalışılarak,

bu işlemleri gerçekleştiren gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenlere hapis ve adli para cezası öngören hükümler getirilmiştir. Ancak yasada cezai hükümlere şeklen yer verilmiş olması, başlı başına suçla mücadelede caydırıcı görev ifa etmemektedir. Manipulatörlere karşı esas caydırıcı olabilecek husus, öngörülen cezanın miktarının kanunda yazılı olması değil, özellikle etkin bir soruşturma yapıldığına ve bunun sonucunda, hem idari yaptırımların, hem de cezai yaptırımların mutlaka uygulandığına ilişkin inanışın bu şahısların bilinçaltına yerleşmesidir.

SerPK’da öngörülen idari ve cezai yaptırımlar dahi başlı başına suçun önlenmesinde yeterli değildir. Çünkü idari ve cezai yaptırımlar, faile yönelik olup, suçtan zarar görenlerin zararına bir çare değildir. Manipülasyon fiili ile mamelekinde oluşan zarar arasındaki illiyet bağıını ispatlayan herkes, oluşan zararını haksız eylemi gerçekleştirenlerden isteyebilmelidir. Ayrıca bu zararın karşılanması, mümkün olduğunca kısa bir zaman süreci içerisinde olmalıdır ki, hem yatırımcılar sermaye piyasasına katılmaktan ürkmesin, hem de manipülasyon sonucu elde edilen haksız menfaat kayıt dışına çıkmadan, esas hak sahiplerine geri dönsün.

Sermaye piyasasının bütün aktörlerine, sermaye piyasasının güven ve istikrar içerisinde yürümesi için görevler düşmektedir. Bu görevlerin en başında, yatırımcıların doğru ve zamanında bilgilendirilmesini temin etmek amacıyla “kamuyu aydınlatma ilkesi”nin önündeki bütün engellerin ortadan kaldırılması için gerekli özeni göstermek gelmektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesinin tam olarak uygulandığı bir piyasada, sermaye piyasası araçlarının fiyatı, o araçla ilgili doğru bilgiler üzerinden oluşacak ve gerçek değerini bulacaktır. Yatırımcı, sermaye piyasasıyla ilgili olumlu-olumsuz, gerekli bütün bilgileri edinmekte ne kadar zorlanırsa; manipulatörlerce yapılan yapay işlemler ya da gerçeğe aykırı bilgi, haber ve yorumlarla aldatılması da o ölçüde kolay olacaktır.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin iki işlevi vardır. Bu işlevlerden birincisi, yatırımcıların bilgi almada şirketle bir şekilde bağı olanlara nazaran dezavantajlı konumlarının ortadan kaldırılarak bunlarla aralarındaki eşitliğin sağlanmasıdır. İkincisi ise, yatırımcıların ve ilgililerin zamanında ve tam bilgilendirilerek hileli işlem yapmak isteyenleri caydırmak, yatırımcıların aldatılmalarının önüne geçmektir.

Kamunun aydınlatılmasında en büyük görev, sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlama zorunluluğu olan SPK'ya düşmektedir. SPK, sermaye piyasası araçlarının değerine etkili bilgilerin yatırımcılara doğru, tam, açık bir şekilde ve zamanında ulaşması için gerekli denetim ve gözetim görevini ifa etmeli; bunun yanı sıra, özellikle kurumsal yatırımcılara nazaran, tecrübe, birikim ve bilgi eksikliği olan bireysel yatırımcıları, sermaye piyasası suistimallerine karşı vereceği sürekli eğitici bilgiler ile bilgilendirip uyarmalıdır.

Sermaye piyasalarında manipülasyondan söz edilirken, bazen bu kavramın yerine spekülasyonun kullanılageldiği görülmektedir. Oysa spekülasyon, manipülasyondan ayrı bir durum olup, ABD ve diğer Dünya borsalarının tamamına yakınında olduğu gibi bizim sermaye piyasamızda da suç sayılmamaktadır. Manipülasyonda, sermaye piyasası araçları üzerinde yanlış, yanıltıcı, aldatıcı bilgi ile veya piyasada yapılan aldatıcı işlemlerle menkul kıymetlerin fiyatlarını etkilemek söz konusu iken; spekülasyonda, sermaye piyasası aracının değerini etkileyecek işlemler yapılmamakta, o anki mevcut piyasa yapısı değerlendirilerek ileride fiyatların artacağı veya azalacağı dikkate alınarak ve risk üstlenilerek aradaki fiyat farklarından kazanç sağlama amacı güdülmektedir.

Sermaye piyasasında, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyen; şirketlerin finansal durumları, yönetim şekilleri, ülkenin genel ekonomik durumu, alınan yatırım kararları, işleyiş ve mali durumla ilgili kamuya açıklanmış gerçek bilgiler, reklam, vergi istisna ve muafiyetleri gibi pek çok faktörler vardır. Fiyat, bu faktörlerin etkisiyle arz ve talebin karşılaşması sonucunda oluşur. Manipülasyon ise dışarıdan bu faktörlere yapay bir müdahale teşkil eder ve piyasanın işleyişini doğal mecrasından çıkarır.

Sermaye piyasasında, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının oluşmasında alıcı ile satıcı arasındaki ilişkiye arz ve talep kuralları çerçevesinde müdahale edilmemesi, fiyatın doğal ortamında oluşması gerektiği kuralının bazı istisnaları vardır. Bunlar, ihraççıların halka arz ettikleri sermaye piyasası araçlarını geri almaları ve fiyat istikrar uygulamalarıdır. Her ne kadar her iki işlemde de sermaye piyasasındaki arz ve talebe dışarıdan bir etki söz konusu ise de, kuralına uygun

olarak yapıldığında, sermaye piyasası aracının gerçek değeri doğrultusunda fiyat oluşumuna etkileri sebebi ile yatırımcıların aldanmalarının önlenmesine yardımcı işlemler olduğu görülmektedir. Ancak bu tür işlemlerin her aşamasının mutlaka, kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince genel olarak veya sürekli özel durum açıklamaları ile kamuya duyurulması gerekmektedir.

SerPK’da manipülasyon suçu 47’nci maddesinin 1’inci fıkrasının “A” bendinin “2” ve “3” no.lu alt bentlerinde düzenlenmiştir. 2 no.lu bentte sermaye piyasasında alım-satım yapılarak sermaye piyasası aracının değerini etkileme hali söz konusu iken; 3 no.lu bentte, sermaye piyasası aracının değerini etkileyen unsur, bilginin saklanması ya da gerçeğe aykırı olarak yayılmasıdır. İşte bu maddi unsurların ayrımından hareketle doktrinde, 2 no.lu bentteki suça “işleme dayalı manipülasyon”, 3 no.lu bentteki suça ise “bilgiye dayalı manipülasyon” adı verilmektedir.

İşleme dayalı manipülasyonlarda, yapılan işlemler şeklen yasal görünmektedir. Fakat, işlemin amacı, yapılış zamanı ve şekli dikkate alındığında, yapılan işlemlerle, diğer yatırımcıların piyasada işlem yapmaya sevk edilmekte olduğu, istenen doğrultuda bir fiyat oluşturulmaya çalışıldığı veya aktif bir piyasanın var olduğu izleniminin meydana getirilmeye gayret edildiği görülmektedir. Bu eylemleri suç haline getiren, işlemi yapanın kastıdır.

İşleme dayalı manipülasyon suçunun tamamlanması için, zararın oluşması gerekmediğinden bu suç, tipik bir tehlike suçudur. Hareketin yapılması ile sermaye piyasasında istenen netice oluşmuş, yatırımcıların menfaati ve ülke ekonomisi açısından bir tehlike meydana gelmiştir.

Sermaye piyasasında fiyatı oluşturan ve yatırımcının piyasaya girme, alıp-satma ya da hiç girmeme yönünde karar vermesinde tesirli olan en önemli unsur, sermaye piyasası aracı ile ilgili bilgilerdir. İşte yatırımcıların bu kararını etkilemek için manipülatörlerce, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yapmak, yorum yapmak ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgileri açıklamamak eylemleri gerçekleştirilebilmektedir. Bu şekilde yapılan eylemler, bilgiye dayalı manipülasyon suçunu oluşturmaktadır.

Bilgiye dayalı manipölasyon, işleme dayalı manipölasyona göre daha kolay, daha az maliyetle yapılabilen, hatta bazen ihmali bir hareketle dahi gerçekleştirilebilen eylemlerdir.

Gerek işleme dayalı ve gerekse bilgiye dayalı manipölasyon suçunun taksirle işlenmesi mümkün değildir. Failde, sermaye piyasası aracının değerini etkileme saikinın, yani, tehlikeli neticenin bilinmesi ve istenmesi şeklinde bir özel kastın bulunması gerekir.

Mevzuatımızda, işleme dayalı manipölasyon ve bilgiye dayalı manipölasyon suçlarının tespiti için, faildeki suç kastını ortaya koyan, tam olarak belirlenmiş objektif kriterler yoktur. Bu nedenle faildeki kastı belirlemek oldukça zordur. Faildeki kastın manipölatif olduğunu ortaya çıkarmaya yönelik işlem kalıplarının suç ve cezalarda kanunilik ilkesinin bir gereği olarak yasal zeminde belirlenmesi gerekmektedir. Ayrıca, hangi tür işlem, bilgi, haber ve yorumların sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikte olduğunun ve etkilemenin hangi derecesinin suç oluşturduğunun mümkün olduğunca somut ölçeklerle belirlenmesine yönelik yasal düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Gerek sermaye piyasası mevzuatımızda ve gerekse TTK'da, manipölasyon sonucu oluşan zararların ne şekilde giderileceğine ilişkin herhangi bir hüküm mevcut değildir. Bu durumda borçlar hukukunun sermaye piyasasına uygun düşen hükümleri gözönüne alınmalıdır.

Borçlar hukukunun sorumluluk çeşitleri açısından manipölasyon hükümleri değerlendirildiğinde, manipölasyonun çeşidine, eylemin özelliğine göre, muvazaa, hile ve haksız fiil hallerinden en azından birine uygun görünümlü olduğunu görmekteyiz. Borçlar hukukunda, muvazaa ve hile hükümleri, sözleşmenin iptalini ve sözleşme gereği alınanın iadesini isteme hakkı vermektedir. Ancak, sermaye piyasasının düzen ve işleyişinde geri dönülemezlik ilkesi geçerlidir. Yani, borsaya emir iletildikten ve sermaye piyasası aracının takası gerçekleştikten sonra, yapılan işlem iptal edilemez. Aksinin düşünülmesi ise, sermaye piyasasının dinamik yapısı nedeniyle mümkün değildir. Bu durumda yapılan alım-satım işlemine geçerlik tanımak zorunludur. Artık, zarar görenin, manipölasyon işlemi nedeniyle uğradığı zararının giderilmesi için tazminat davası açmaktan başka yolu yoktur. Bu durumda

ise, ister hile hükümlerine dayansın, isterse haksız fiil hükümlerine dayansın tazminat miktarında bir değişiklik bulunmaz.

Manipülatif eylemler, niteliğine göre yatırımcılar üzerinde çeşitli algılara yol açabilir. Bazen yatırımcılar, manipülatif etki üzerine yatırım kararı verip sermaye piyasası aracı satın alır, bazen de elinde bulundurduğu araçları satabilir. Bazı eylemler sonucunda da yatırımcılar, yapmayı düşündüğü işlemde manipülatif etki nedeniyle vazgeçebilirler. Bu durumların her birinde yatırımcının zararı söz konusu olabilecektir. Ancak yapılan manipülasyon eylemi ile iddia edilen zarar arasında kabul edilebilir bir neden-sonuç ilişkisi kurulması gerekir. Bu illiyet bağının varlığını ispat etmek şartıyla zararın tazmini istenebilir.

Manipülasyon nedeniyle açılan tazminat davasında, manipülasyon fiili yapılmamış olsa idi, yatırımcının mal varlığının arz edeceği durum ile manipülasyon yapıldıktan sonra oluşan durum arasındaki fark, talep edilebilecek zararı ifade eder. Manipülasyondan sonraki malvarlığını değerlendirirken, manipülasyonun etkisinin ortadan kalkması beklenmelidir.

Manipülasyonla yargı bağlamında mücadelenin hem ceza hem de hukuk boyutunun bulunmasına rağmen; sermaye piyasamızın yasal çerçevesinin ihtiyaca cevap vermediğini ve bu nedenle de Ülkemizde etkin bir ceza ve tazminat sisteminin oluşmadığını görmekteyiz. Kabulünden itibaren geçen süre zarfında yapılan çok sayıdaki değişiklikler ve maddeler arasındaki doğrudan ve dolaylı atıflar ile karmaşık halen gelen, karmaşık olduğu kadar da yetersiz kalan SerPK'nın yerine, daha önce çıkarılmış Kurul tebliğlerinin ve Avrupa Birliği düzenlemelerinin de gözden geçirilerek, ihtiyaçlara cevap verebilecek, içerisinde manipülasyon eylemlerinin çerçevesinin net olarak belirlendiği ve bunların ihlali halinde, eylemlerden zarar görenlerin tazminat haklarını düzenleyen kuralların da bulunduğu yeni bir SerPK'nın oluşturularak hayata geçirilmesinde büyük yarar vardır. Ayrıca, SPK'nın bulunduğu Ankara ile borsaların bulunduğu İstanbul ve İzmir'de birer ihtisas mahkemesi kurularak, sermaye piyasası ile ilgili ceza ve hukuk davalarının, çıkarılacak özel yetki kuralı gereğince bu mahkemelerde görülmesinin sağlanması gerektiği kanaatini taşımaktayız. Bu sayede, etkin bir yargı denetiminin oluşturulmasında zaman ve emek kaybının önüne geçilebilecek, uygulamada da birlik sağlanmış olacaktır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- ARKAN, S., **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimler** Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1976.
- BERZEK, A. N., **Ticaret Hukukunun Genel İlkeleri**, Beta Basım Yayım, İstanbul, 2004.
- BOLAK, M., **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, İstanbul, 1994.
- BULUTOĞLU, K., **Tepeden Dibe Borsalar**, Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul, t. y.
- CEYLAN, A. ve T. KORKMAZ, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2000.
- CİVAN, M., **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi Ankara, 2007.
- ÇAPANOĞLU, M. B., **Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Yayınları, İstanbul, 1993.
- EREN, F., **Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. 1**, 3'ncü bası, "S" Yayınları, Ankara, 1989.
- ERMAN, S., **Şirketler Ceza Hukuku: Ticari Ceza Hukuku**, C. VII, İstanbul, 1993.
- ERMAN, S. ve Ç. ÖZEK, **Ceza Hukuku Özel Bölüm, Kamu Güvenine Karşı Suçlar**, İstanbul, 1996.
- ERSAN, I., **Finansal Türevler, Futures & Options & Swaps**, 3. basım, İstanbul, 2003.
- EVİK, A. H., **Sermaye Piyasası Araçlarının değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları**, Seçkin Yayınları, Ankara, 2004.
- FERTEKLİGİL, A., **Türkiye'de Borsanın Tarihçesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 2003.
- FETTAHOĞLU, A., **Sermaye Piyasası ve Analiz Yöntemleri-I**, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Genel Yayın No. 163, Trabzon, 1993
- GÖZÜBÜYÜK, A. Ş. ve T. TAN, **İdare Hukuku, C. 1, Genel Esaslar**, Turhan Kitabevi, Ankara, 1998.
- GÜNDAY, M., **İdare Hukuku**, Ankara, 2003.
- İHTİYAR, M., **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, Beta Yayınları, İstanbul, 2006.
- İMREGÜN, O., **Kara Ticareti Hukuku Dersleri**, Yeniden Gözden Geçirilmiş İlaveli 11. Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1996.
- _____, **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları**, İstanbul, 1968.
- İNAM, M., **Sermaye Piyasası**, Seçkin Yayınları, Ankara, 2007.

- KARABIYIK, L. E., **Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri**, Marmara Kitabevi Yayınları, Bursa, 1997.
- KARAN, M. B. ve A. A. KARACABEY, **Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın no: 140, Ankara, 2003.
- KARAHAN, S., C. SULUK, T. SARAÇ ve T. NAL, **Fikri Mülkiyet Hukukunun Esasları**, Seçkin Yayınları, Ankara, 2007.
- KARAHASAN, M. R., **Maddi Tazminat, Öğreti, Yargıtay Kararları**, Beta Yayınları, 6. Baskı, İstanbul, 2001.
- KARSLI, M., **Borsa, Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler**, Beta Basın Yayım Dağıtım, İstanbul, 1995.
- KONURALP, G., **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yöntemi**, Alfa Yayınları, 2. Basım, İstanbul, Mart 2005.
- KORUYAN, A., Sermaye Piyasasında Kurumsallaşma Düzeyinin Yatırım Tercihlerinin Şekillenmesi Üzerindeki Etkileri, **Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan**, SPK Yayınları, Yayın No: 54, Ankara, 1996.
- KURU, Baki, **Hukuk Muhakemeleri Usulü**, İlaveli beşinci baskı, İstanbul, 1990.
- KÜÇÜKSÖZEN, C., **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasası’nın Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın no: 131, Ankara, 1999.
- KÜTÜKÇÜ, D., **Sermaye Piyasası Hukuku**, Beta Yayınları, C. 1-2, İstanbul, 2004.
- MANAVGAT, Ç., **Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü (Türkiye İş Bankası A.Ş. Vakfı), Ankara, 2008.
- _____, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı, yayın No: 251, Ankara, 1991.
- MERGEN, A., **Kurt Kapanı, Borsada Alım Satım Zamanlama Tekniği**, Beta Yayınları, 3. Baskı, İstanbul, 1998.
- ÖZGENÇ, İ., **Türk Ceza Kanunu Gazi Şerhi (Genel Hükümler)**, Adalet Bakanlığı Eğitim Dairesi Başkanlığı Yayını, Ankara, 2005.
- PARLAR, A. ve M. HATİPOĞLU, **5237 Sayılı Türk Ceza Kanunu Yorumu**, Ankara, 2007.
- POROY, R., (TEKİNALP, E. ve Ü. ÇAMOĞLU), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Beta Basım Yayım, Güncelleştirilmiş 6. Bası, İstanbul, 1995.
- PULAŞLI, H., **Şirketler Hukuku**, Karahan Kitabevi, Güncellenmiş 7’inci Baskı, Adana, 2008.
- REİSOĞLU, S., **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 20’nci Bası, Beta Yayınları, İstanbul, 2008.

- RODOPLU, G., **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemler**, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları No: 459-692, İstanbul, 1993.
- SARIKAMIŞ, C., **Sermaye Pazarları**, Alfa Yayın, 4. Basım, İstanbul, 2000.
- SUMER, A., **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, Alfa Kitabevi, İstanbul, 1999.
- ŞAKAR, S. Ünal, **Sermaye Piyasası**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 1997.
- ŞENGÜL, S., **Sermaye Piyasası Mevzuatı, Açıklama ve Yorumları**, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2002.
- TAHSİN H., **Borsa Rehberi (1928)**, Borsa Tarihi Araştırmaları, İMKB Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 1992.
- TAN, T., Bağımsız İdari Otorite Olarak Sermaye Piyasası Kurulu, **Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan**, SPK Yayınları, Yayın No: 54, Ankara, 1996.
- TANER, B. ve C. AKKAYA, **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2009.
- TANÖR, R., **Türk Sermaye Piyasası, Halka Arz**, C. 2, Beta Yayınları, İstanbul, 2000
- TEKİNALP, Ü., **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri**, İstanbul, 1979.
- TEKİNAY, S. S., S. AKMAN, H. BURCUOĞLU ve A. ALTOP, **Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 7’nci baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1993.
- TEZCANLI, M. V., **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul, 1996.
- TİKVEŞ, Ö., **Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi**, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1992.
- TOPÇUOĞLU, M., **Rekabeti Kısıtlayan Teşebbüsler Arası İşbirliği Davranışları ve Hukuki Sonuçları**, Rekabet Kurumu Lisansüstü Tez Serisi No:7, Ankara, 2001.
- TUNCER, S., **Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori- Uygulama)**, Okan Yayımcılık Dağıtımcılık, İstanbul, 1985.
- TURANBOY, A., **İnsider Muameleleri**, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü Yayını, Ankara, 1990.
- ULUDAĞ, D. T., **Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem: Sermaye Yeterliliği**, SPK Yayınları, Yayın No: 134, Ankara, 2001.
- USTA, M., **Bağımsız İdari Otorite Sistemi İçinde Rekabet Kurulu ve Rekabet Uygulamaları**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2007.
- ÜNAL, O. K., **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, Asıl Yayın Dağıtım, Ankara, 2005.
- _____, **Sermaye Piyasasında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara, 1999.

YASAMAN, H., **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992.

YETİM, S., **Repo, Ters Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri**, C.1, SPK Yayını, Yayın No: 73, Ankara, 1997.

ZİYA, K., **Borsa Rehberi (1928)**, Borsa Tarihi Araştırmaları, 2. Baskı İMKB Yayınları, İstanbul, 1992.

Makaleler:

CHAMBERS, N., “Sermaye Piyasalarında Manipülasyon ve İMKB'deki Örnekleri”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 24, s. 62-72, 2004.

KAYAR, İ., “Sermaye Piyasasında Mesleki ve Etik Kurallar Üzerine Bir Değerlendirme”, **Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı: 19, Yıl: 2005/2.

Diğer

Bildiriler:

AYTAÇ, Z., “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtımı”, **SPK 15. Yıl Sempozyumu**, SPK Yayını, Yayın No: 119, Ankara, 1998.

ERTEN, A., “Gayrimenkul Sertifikaları”, **SPK 15. Yıl Sempozyumu**, SPK Yayını, Yayın No: 119, Ankara, 1998.

MANAVGAT, Ç., “Sermaye Piyasasında Güncel Sorunlara Hukuki Çözüm Önerileri, II. Sermaye Piyasaları Arenası”, **Avrupa Birliğine Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler**, 14-15 Eylül 2004, TSPAKB, Yayın No:22.

MOROĞLU, E., “Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu”, **SPK 15’inci Yıl Sempozyumu**, SPK Yayın No:119, Mayıs 1998.

ÖZGEN, E., “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 49’uncu Maddesi ile Sermaye Piyasası Kurulu’na Tanınan Başvuru Yetkisinin, Talep ve Şikâyet Kavramları Açısından Değerlendirilmesi ve Cumhuriyet Savcılarının Takdir Yetkisi”, **SPK 15’inci Yıl Sempozyumu**, SPK Yayın No:119, Ankara, 1998.

TURANBOY, “Asuman, Kâğıtsız (Varakasız) Kıymetli Evrak”, **15. Yıl Sempozyumu**, SPK Yayını, Yayın No: 119, Ankara, 1998.

YALKIN, Y. K., “Muhasebe Standartları Açısından Sermaye Piyasası”, **15. Yıl Sempozyumu**, SPK Yayını, Yayın No: 119, Ankara, 1998.

Tezler

AYDIN, Z., **Sermaye Piyasası Hukukunda Manipülasyonlara İlişkin Müeyyideler**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara-2006

- KÜÇÜK, İ., **Finansal Raporlamada Hile-Manipülasyonlar ve Önlenmesi**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İletişim Bilimleri İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2008.
- SATOĞLU, S., **Sermaye Piyasasında Denetim, Suçlar ve Cezaları ile Uygulama ve Sonuçları**, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006.
- UĞURLU, E., **Yazılı Basının Hisse Senetleri Piyasası Üzerindeki Etkisi**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İletişim Bilimleri Anabilim Dalı, Basın Ekonomisi ve İşletmeciliği Bilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2002.

İnternet Kaynakları

- AKDİŞ, M., **Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye, Finansal Krizler-Beklentiler**, <<http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm>>, çevrimiçi: 08.02.2010.
- İMKB, Borsa Eğitim Seti, <http://www.imkb.gov.tr/Libraries/Egitim_Setleri/imkb_hisse_senetleripiyasalar%C4%B1.sflb.ash>, çevrimiçi: 08.02.2010.
- KÜÇÜKSÖZEN, C. ve G. KÜÇÜKKOCAOĞLU, **Finansal Bilgi Manipülasyonu: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma**, <<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselearningmanipulation2.pdf>>, çevrimiçi: 08.01.2010.
- PAWLIK, C., Head of Section, BaFin, **Market Abuse Directive, Piyasanın Kötüye Kullanılması Direktifi**, Sermaye Piyasası Kuruluna Avrupa Birliği Sermaye Piyasası Standartlarına Uyumda Yardım, <http://www.cmb.gov.tr/filesys/twinning/konferans_I/sunumlar/ChristianPawlik.pdf>, çevrimiçi: 10.02.2010.
- SPK, **Faaliyet Raporu 2008**, <<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=581&fn=581.pdf>>, çevrimiçi: 31.03.2010.
- SPK, Yatırımcı Köşesi, **Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Kullanılan Yöntem Örnekleri, Manipülatif İşlem Kalıbı Örnekleri, Korunma Yolları**, <<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pid=7&menuid=3&subid=0&fn=370.pdf>>, çevrimiçi: 23.10.2009.
- TSPAKB, **AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası, AB Müktesebatının Üstlenilmesinin Türk Sermaye Piyasası'na Etkileri**, Ekim 2004 Raporu, <http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282C6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_AB_Yol_SerPiy.pdf>, çevrimiçi: 19.02.2004.
- TSPAKB, **Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları**, <<http://www.tspakb.org.tr/>> çevrimiçi: 09.11.2009.
- <www.adalet.gov.tr/>

<www.bankalar.org>

<www.borsagundem.com>

<www.cmb.gov.tr>

<www.imkb.gov.tr>

<www.spk.gov.tr>

<www.tbmm.gov.tr>

<www.tdk.gov.tr>

<www.tkyd.org>

<www.tspakb.org.tr>

<www.wikipedia.org>

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler :

Adı ve Soyadı : Halil İbrahim Kütük

Doğum Yeri : Fatsa (Ordu)

Doğum Yılı : 1970

Medeni Hali : Evli, iki çocuklu.

Eğitim Durumu:

Lise : 1984-1987 Fatsa Bolaman Lisesi

Lisans : 1988-1993 Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi

Yabancı Dil :

İngilizce - Orta (E)

İş Deneyimi :

1995-1998 : Ünye Adli Yargı Hâkim Adaylığı,

1998-2002 : Karapınar (Konya) Hâkimliği,

2002-2004 : Hilvan (Şanlıurfa) Hâkimliği,

2004-2007 : Ağlasun (Burdur) Hâkimliği,

2007- : Isparta Hâkimliği.