

T.C.  
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI  
DOKTORA TEZİ

**İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ  
VE  
SORUMLULUĞU**

**Şebnem Meral BAKKALCI**

Danışman  
**Yrd. Doç. Dr. Ahmet TÜRK**

2007

## YEMİN METNİ

Doktora Tezi olarak sunduğum “İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Sorumluluğu” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

13/8/2007

Şebnem Meral BAKKALCI

## DOKTORA TEZ SINAV TUTANAĞI

### Öğrencinin

**Adı ve Soyadı** :Şebnem Meral BAKKALCI  
**Anabilim Dalı** :Özel Hukuk  
**Programı** :Doktora  
**Tez Konusu** :İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Sorumluluğu  
**Sınav Tarihi ve Saati** :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün ..... tarih ve ..... Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 30.maddesi gereğince doktora tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini .... dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI  OY BİRLİĞİ ile  O  
DÜZELTME  O\* OY ÇOKLUĞU  O  
RED edilmesine  O\*\* ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır.  O\*\*\*  
Öğrenci sınava gelmemiştir.  O\*\*

\* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.  
\*\* Bu halde adayın kaydı silinir.  
\*\*\* Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez, burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.  Evet  
Tez, mevcut hali ile basılabilir.  O  
Tez, gözden geçirildikten sonra basılabilir.  O  
Tezin, basımı gerekliliği yoktur.  O

### JÜRİ ÜYELERİ

### İMZA

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

# ÖZET

## İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Sorumluluğu

Şebnem Meral BAKKALCI

Dokuz Eylül Üniversitesi  
Sosyal Bilimleri Enstitüsü  
Özel Hukuk Anabilim Dalı

Tam bilgilendirme ya da mükemmel bilgi, sermaye piyasalarını oluşturan en önemli birleşen olarak değerlendirilmektedir. Tam bilgilendirme, bilgiye herkesin eşit olarak ve aynı zamanda ulaşabilmesini ifade etmektedir. Bu nedenle yatırım kararlarıyla ilgili olabilecek tüm bilgilerin her bir yatırımcı tarafından ulaşılabilir olması gerekmektedir. Bilgi bir yatırımcı açısından ulaşılabilir ancak diğerleri açısından ulaşılabilir durumdaysa, bilgiye sahip olan kişinin bu bilgiye dayanarak sermaye piyasalarında haksız kazanç sağlayabilmesi mümkündür. Bu tip kamuya açıklanmamış esaslı nitelikteki bilgiler içerden öğrenenlerin bilgisi, bilgiyi alan kişi ise içerden öğrenen olarak adlandırılmaktadır. Kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak sermaye piyasalarında gerçekleştirilen ve diğer yatırımcıların elde edemeyecekleri bir kazanç sağlayan içerden öğrenenin eylemi ise içerden öğrenenlerin ticareti olarak nitelendirilmektedir.

İçerden öğrenenlerin ticareti genel olarak, kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak güven, sır saklama ya da diğer türdeki yükümlülüklerin ihlaliyle gerçekleştirilen hisse senedi ticareti anlamında kullanılmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticareti, içerden öğrenen kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak yatırım kararı aldığı anda ve bu kararı gerçekleştirdiğinde ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle içerden öğrenenlerin ticareti pek çok ülkede yasaklanmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** 1) İçerden Öğrenenlerin Ticareti 2) İçerden Öğrenen 3) Esaslı Bilgi 4) Sermaye Piyasaları

# ABSTRACT

## **Insider Trading And Insider's Responsibility**

**Şebnem Meral BAKKALCI**

**Dokuz Eylul University  
Institute Of Social Sciences  
Department of Law**

The most important component of capital market is perfect information. Perfect information means that everyone should have equal access to information at the same time it becomes available to anyone. For this reason, it is important that all pertinent information is made available to all investors. However, if the information is not available to all investors, a person using such knowledge can gain unfair advantage and returns over the rest of the capital market. This type of information is called insider information. Insider information is defined as information that is non-public and material. If a person trades with nonpublic information, he or she gains an advantage that is impossible for the rest of the public and what he or she does is insider trading.

Insider trading refers generally to buying or selling a security, in breach of a fiduciary duty or other relationship of trust and confidence, while in possession of material, nonpublic information about the security. Insider trading occurs when insider makes an investment decision based on material information that is not available to the general public. As a result, insider trading was banned with serious penalties in many countries.

**Key Words:** 1) Insider Trading 2) Insider 3) Material Information  
4) Financial Markets

# İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ .....	II
DOKTORA TEZ SINAV TUTANAĞI .....	III
ÖZET .....	IV
ABSTRACT .....	V
İÇİNDEKİLER .....	VI
KISALTMALAR.....	XI
GİRİŞ .....	1
I. Konunun Sunuluşu.....	1
II. İncelemenin Amacı ve Sınırları.....	2
BİRİNCİ BÖLÜM.....	5
İÇERDEN ÖĞRENEMLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR, TARİHSEL GELİŞİM, İÇERDEN ÖĞRENEMLERİN TİCARETİNİN UNSURLARI.....	5
§1. İÇERDEN ÖĞRENEMLERİN TİCARETİNİN TEMEL KAVRAMLARI .....	5
I. İçerden Öğrenen.....	5
II. İçerden Öğrenilen Bilgi .....	8
III. İçerden Öğrenenin Ticareti .....	12
§2. İÇERDEN ÖĞRENEMLERİN TİCARETİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	16
I. Genel Olarak.....	16
II. İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Yasa ile Düzenlenmesine İlişkin Tartışmalar.....	17
A. İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Yasa ile Düzenlenmesi Aleyhine Görüşler.....	17
B. İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Yasa ile Düzenlenmesi Yönündeki Görüşler ve Gereklere.....	21
1. Taraflar Arasında Adalet ve Eşitliğin Sağlanması .....	24
2. Yatırımcının Zarar Görmemesi.....	25
3. İhraççının Zarar Görmemesi.....	26
a. Bilgilendirmede Gecikme Olması .....	26
b. Şirket Planlarının Aksatılmaması .....	27
c. Şirket İtibarının ve Mülkiyet Haklarının Zedelenmemesi.....	27
III. Kanaatimiz.....	28
§3. İÇERDEN ÖĞRENEMLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN BAZI ÜLKELERDEKİ VE AVRUPA BİRLİĞİ'NDEKİ HUKUKİ DÜZENLEMELER.....	29
I. İngiltere .....	29
II. Amerika Birleşik Devletleri.....	34

A. Mavi Gök Kanunları (Blue Sky Laws ).....	35
B. 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) .....	37
C. 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act).....	38
D. İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle Menkul Kıymet Sahtekârlığı İnfaz Kanunu (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act).....	46
E. Sarbanes Oxly Kanunu (Sarbanes Oxly Act).....	47
<i>III. Avrupa Birliği'ndeki Hukuki Düzenlemeler</i> .....	49
A. Tarihsel Gelişim.....	49
1. 89/592/EEC Sayılı Yönerge .....	51
2. 2003/6/EU Sayılı Yönerge.....	52
3. 2004/72/EC Sayılı Yönerge.....	53
B. Yürürlükteki Hukuki Düzenleme .....	54
1. İçerden Öğrenenlerin Ticareti ile İlgili Düzenlemeler .....	54
2. Esaslı Bilgi Kavramı.....	56
3. Esaslı Bilgileri Açıklama Yükümlülüğü .....	56
§4. TÜRK HUKUKUNDA İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN HUKUKİ DÜZENLEMELER ..	57
<i>I. Sermaye Piyasası Kanunu ve İkincil Mevzuat</i> .....	58
A. Sermaye Piyasası Kanunu .....	58
1. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Hakkında Genel Düzenleme (47/A-1 Maddesi ).....	59
2. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü (16/A Maddesi).....	60
B. Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ .....	61
1. Açıklanması Zorunlu Unsurlar .....	61
2. Açıklamanın Kapsamı ve Şekli.....	66
C. Menkul Kıymetler Borsasının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik .....	68
D. İMKB Kotasyon Yönetmeliği.....	70
<i>II. 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamalarının Düzenlenmesine ve Bazı Kanun Hükmünde Kararnemelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun</i> .....	73
§5. İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ KAVRAMININ UNSURLARI.....	73
<i>I. İçerden Bilginin Edinilmesi</i> .....	74
A. Bilginin Fiyata Etkili Olması (Material Fact) .....	75
1. Şirket Bilgileri .....	79
2. Sermaye Piyasaları Bilgileri .....	80
B. Bilginin Kamuya Açıklanmamış Olması.....	82
C. Bilginin Güvenilir Olması .....	84
<i>II. Bilginin Kullanılması ve Mameleki Yarar Elde Edilmesi</i> .....	86
<i>III. İçerden Öğrenenin Varlığı</i> .....	87
A. İçerden Öğrenenler.....	88
1. Şirkete Bağlı İçerden Öğrenenler .....	88
a. Şirketin Yönetim Kurulu Başkanı ve Üyeleri, Denetçiler, Şirket Çalışanları ve Büyük Hisse Sahipleri .....	88
aa. Şirketin Yönetim Kurulu Başkanı ve Üyeleri, Denetçiler ve Şirket Çalışanları .....	88
bb. Büyük Hisse Sahipleri.....	91

b. Şirketin Yönetim Kurulu Başkanı ve Üyeleri, Denetçileri, Şirket Çalışanları ve Onların Aile Bireyleri .....	91
2. Şirkete Bağlı Olmayan İçerden Öğrenenler .....	92
a. Şirketin Herhangi Bir Nedenle Dışardan Bağlantı Kurduğu Kişiler .....	92
aa. Görevleri Gereği Şirketin Esaslı Bilgilerine Ulaşan Kişiler .....	92
bb. Danışmanlık Kurumları .....	93
cc. Avukatlar, Muhasebeciler, Araçlar .....	93
b. Kamuoyunun Oluşumunda Etkili Kişiler .....	94
B. Bilgi Alanlar .....	95
1. Doğrudan Bilgi Alan .....	96
2. Tesadüfen Bilgi Alan .....	97
IV. Bilginin Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Olması .....	98

## **İKİNCİ BÖLÜM .....** 103

### **İÇERDEN ÖĞRENERLERİN SORUMLULUĞU .....** 103

§6. TÜRK HUKUKUNDA İÇERDEN ÖĞRENERLERİN TİCARETİNDEN DOĞAN HUKUKİ VE CEZAI SORUMLULUK .....	103
I. Hukuki Sorumluluk .....	105
A. Mukayeseli Hukukta Hukuki Sorumluluğa İlişkin Teoriler .....	105
1. Klasik Teori .....	106
a. Klasik Teoride Kullanılan Yaklaşımlar .....	110
aa. Bilgiye Eşit Ulaşma Teorisi .....	110
bb. Bilgide Denklik Teorisi .....	112
b. Klasik Teorinin Unsurları .....	115
aa. Menkul Kıymet Ticaretin Yapılmasına Neden Olabilecek Esaslı Bir Bilgi Alınması .....	115
bb. Menkul Kıymet Ticareti Yapılmış Olması .....	116
cc. Ticaretin Kamuya Mâl Olmamış Esaslı Bilgiye Dayanarak Gerçekleştirilmiş Olması .....	117
dd. Güven İlişkisinin İhlal Edilmiş Olması .....	117
c. Klasik Teorinin Uygulama Alanı .....	118
2. Kötüye Kullanma Teorisi .....	123
a. Kötüye Kullanma Teorisinin Unsurları .....	127
aa. Esaslı Bilginin Kötüye Kullanılmış Olması .....	127
bb. Esaslı Bilgi Kullanılarak Güven İlişkisinin İhlâl Edilmiş Olması .....	128
cc. Menkul Kıymet Ticaretinin Yapılmış Olması .....	130
dd. Ticaret Yapanları, İşlem Yaptıkları Şirket Hissedarlarına Karşı Herhangi Bir Yükümlülük Altında Olmaları Koşulunun Aranmaması .....	131
b. Kötüye Kullanma Teorisinin Uygulama Alanı .....	132
c. Kötüye Kullanma Teorisine Karşı Yöneltilen Eleştiriler ve Mevzuat Üzerine Etkileri .....	135
d. Klasik Teori ve Kötüye Kullanma Teorilerinin Karşılaştırılması .....	140
3. Modern Teori .....	144
a. Modern Teorinin Unsurları .....	148
aa. Kamuya Açıklanmamış Esaslı Bilginin Varlığı .....	148



aaa. Esaslılık .....	149
bbb. Kamuya Açıklanmamış Olma .....	150
bb. Zorunlu Güven İlişkisi .....	152
cc. Hisse Senedi Ticaretiyle Bağlantılı Olma .....	153
b. Modern Teorinin Uygulama Alanı .....	154
aa. Klasik İçerden Öğrenen .....	155
bb. İçerden Öğrenen Benzerleri .....	155
cc. Bilgi Alanlar ve Bilgi Verenler .....	156
B. Türk Hukukunda İçerden Öğrenenlerin Hukuki Sorumluluğunun Dayanağı .....	158
1. Haksız Fiilden Doğan Sorumluluk .....	159
a. Davranış .....	160
b. Davranışın Hukuka Aykırılığı .....	161
c. Kusur .....	163
d. Zarar .....	166
e. Uygun Nedensellik Bağı .....	168
2. Vekâletsiz İş Görmeden Doğan Sorumluluk .....	170
a. Vekâletsiz İş Görmenin Unsurları .....	171
aa. İş Görme .....	171
bb. İşin Başkasına Ait Olması .....	172
cc. İş Göreninin Vekâletinin Olmaması .....	172
dd. İş Görenin İş Görme İradesinin Bulunması .....	173
b. Vekâletsiz İş Görmenin Sonuçları .....	175
3. Sözleşmeden Doğan Sorumluluk .....	176
a. Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu .....	177
aa. Aracı Kurumlar ve Aracılık Sözleşmeleri .....	178
aaa. Aracı Kurumlar .....	178
bbb. Aracılık Sözleşmeleri .....	186
bb. Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetinden Doğan Hukuki Sorumluluğu .....	193
aaa. Özen Borcunun İhlâli Nedeniyle Sorumluluk .....	195
bbb. Sadakat Borcunun İhlâli Nedeniyle Sorumluluk .....	197
ccc. Sır Saklama Yükümlülüğünün İhlâli Nedeniyle Sorumluluk .....	199
b. Yönetim Kurulu Üyelerinin İçerden Öğrenenlerin Ticaretinden Doğan Sorumluluğu .....	201
aa. Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Borcunun Kaynağı ve Niteliği .....	205
bb. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sadakat Borcunun Kaynağı ve Niteliği .....	210
<i>II. Cezai Sorumluluk</i> .....	212
A. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçunun Tanımı .....	213
B. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçuna Uygulanacak Ceza .....	213
C. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçunun Hukukî Konusu ve Unsurları .....	214
1. Esaslı Bilgiye Ulaşılmış Olması .....	215
2. Maddi Unsur: Esaslı Bilgiyi Kullanarak Menfaat Elde Etmek .....	216
3. Manevi Unsur: Menfaat Sağlamak .....	216
D. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçun Faili .....	217
E. İçerden Öğrenenleri Ticareti Suçunda Zarar Gören .....	218

F. Tekerrür.....	218
<b>IV. SONUÇ .....</b>	<b>220</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>228</b>

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>BATİDER</b>	Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Dergisi
<b>CESR</b>	The Committee Of European Securities Regulators (Avrupa Menkul Kıymetleri Düzenleme Komitesi)
<b>Çev.</b>	Çeviren
<b>E.</b>	Esas
<b>EC</b>	Avrupa Topluluğu
<b>EEC</b>	European Economic Community (Avrupa Ekonomik Topluluğu)
<b>EU</b>	European Union (Avrupa Birliği)
<b>IDS</b>	International Disclosures Standarts (Uluslararası Kamuya Açıklama Standartlarının).
<b>IOSCO</b>	The International Organization of Securities Commissions (Uluslararası Menkul Kıymetler Teşkilatları Komisyonu)
<b>ITSFEA</b>	Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle Menkul Kıymet Sahtekârlığı İnfaz Kanunu).
<b>İİBF</b>	İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>K</b>	Karar
<b>KHK</b>	Kanun Hükmünde Kararname
<b>md.</b>	madde
<b>MK</b>	Medeni Kanun
<b>No.</b>	numara
<b>s.</b>	sayfa
<b>SEC</b>	Securities Exchange Commission (Menkul Kıymetler Borsası Kanunu)
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TTK</b>	Türk Ticaret Kanunu
<b>USA</b>	United States of America (Amerika Birleşik Devletler

# GİRİŞ

## I. Konunun Sunuluşu

Özellikle 1990'lı yıllarda ortaklıklar arasında birleşme ve devralmaların yoğunlaşması, elektronik ticaretin artması ve bu sayede sermaye piyasalarında yapılan işlemlerin hem kolaylaşması hem de hızlanması nedeniyle bu piyasalarda işlenen suçların sayısı giderek artmıştır. Gelişmiş sermaye piyasalarında bu suçların önlenmesi amacıyla yapılmış hukuki düzenlemelerin genişletilmesi ve yeni düzenlemelerin yapılması gereksinimi doğmuştur. Ayrıca yapılan hukuki düzenlemelerin ülkeler arasında yaygın hale getirilmesi gerekmiştir.

İçerden öğrenenlerin ticareti sermaye piyasalarında hukuki ve cezai sorumluluğu gerektiren eylemlerden biridir. Şirkete ait gizli bilgilerin kamuya açıklanmadan önce sermaye piyasalarında kişisel çıkar amacıyla kullanılması içerden öğrenenlerin ticareti, bu eyleme yol açan kişi ise içerden öğrenen olarak adlandırılmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticareti sermaye piyasalarının gelişmeye başladığı yıllarda ortaya çıkmış, bu konudaki düzenlemelerden ilki olan *Bubble Act* 18. yüzyılın ilk yarısında İngiltere'de uygulanmaya başlanmıştır.

İlk uygulamalar Avrupa Kıtası'nda görülmekle birlikte içerden öğrenenlerin ticaretine ait hukuki düzenlemelerin olgunlaştığı ve yol gösterici olduğu ülke Amerika Birleşik Devletleri olmuştur. ABD'de özellikle 1929 Buhranı'nın ardından sermaye piyasalarına devlet müdahalesinin gerekmesi, bu piyasaların yeniden düzenlenmesi ihtiyacını doğurmuş 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ve 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu çıkarılmıştır. İçerden öğrenen kavramının yer aldığı ilk düzenlemeler bu Kanun'larda yer almıştır. Bu düzenlemelerin mahkeme kararlarına ve ortaya çıkan çeşitli durumlara göre yeniden gözden geçirilmeleri sonucunda ABD uygulaması diğer devletler açısından da yol gösterici olmuş, Avrupa Birliği'ndeki düzenlemeler de ABD Hukuku örnek alınarak yapılmıştır.

Türk Hukukunda, içerden öğrenenlerin ticareti Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesinde düzenlenmektedir. 1992 yılında Avrupa Birliği'ne üyelik sürecinde mevzuatımıza kazandırılan bu düzenleme; ABD'deki içerden öğrenenlerin ticareti uygulama ve düzenlemelerin etkisini taşımaktadır.

Çalışmamızın Birinci Bölümü'nde şu plan izlenecektir. Öncelikle, birinci paragrafta içerden öğrenen ve içeriden öğrenenlerin ticareti kavramları hakkında genel bilgiler verilecek ve terminoloji üzerinde durulacaktır. Takip eden paragraflarda, içerden öğrenenlerin ticaretinin yasal olarak düzenlenmesinin gerekliliği sorunu tartışılacaktır. Bizim de katıldığımız, doktrindeki genel uzlaşma içerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması yönündedir. İçerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan belli başlı düzenlemeler ise İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Birliği'nde yapılmıştır. Bu düzenlemeler, Türk Hukuku ile karşılaştırmalı ele alınacaktır.

## **II. İncelemenin Amacı ve Sınırları**

Türk sermaye piyasaları giderek daha fazla işlem hacmine erişmekte ve bu durum yerli ve yabancı yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Gelişen, genişleyen ve çekici hale gelen bu piyasalarda içerden öğrenenlerin ticaretinin arttığı da bilinen bir gerçektir. Ancak gelişmiş sermaye piyasalarının aksine, Türkiye'de içerden öğrenenlerin ticaretini izlemeye yönelik olarak yatırımcılara hizmet veren kuruluşlar bulunmamaktadır. İçerden öğrenenlerin ticareti, Sermaye Piyasası Kurulu bünyesinde izlenmekte ancak yatırımcılara fiili durum hakkında bilgi verilmemektedir.

Sermaye piyasalarını düzenlemek amacıyla çıkartılmış olan Sermaye Piyasası Kanunu 1981 tarihlidir ve günün gereksinimlerini yakalayamadığı değerlendirilmektedir. İçerden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik olarak adı geçen Kanun'da yapılan düzenleme bu bağlamda ele alınmalıdır.

Çalışmamızda, içerden öğrenenlerin ticaretinin önemi; bu alanda yapılmış hukuki düzenlemeler ve bu düzenlemelerin eksik ya da olumlu yönleri irdelenerek değerlendirilmeye çalışılmaktadır. Bu sayede Türkçe doktrinde üzerinde oldukça kısıtlı çalışma bulunan bir alan daha iyi aydınlatılabilecektir.

Çalışmamızın amacı; içerden öğrenenlerin ticareti alanındaki hukuki düzenlemeleri, konuya ilişkin öğretisi ve yargı kararlarını irdeleyerek Türk Hukuk öğretisinde üzerinde oldukça kısıtlı çalışma bulunan “içerden öğrenenlerin ticareti ve sorumluluğu” konusunda bilimsel bir katkı sağlamaktır. Bu bağlamda, başta Sermaye Piyasası Kanunu olmak üzere konuya ilişkin hukuki düzenlemelerin eksik ve çelişkili yönleri, bu düzenlemelerin teknolojik gelişim ve diğer ülkelerin mevzuatına koşut bir hale getirilebilmesi için neler yapılması gerektiği belirlenmeye çalışılacaktır.

Belirlediğimiz amaç doğrultusunda özellikle Amerikan Hukuku çalışma konusu olarak alınmıştır. Amerikan Hukuku’nda içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili olarak yapılan düzenlemelerin tarihi daha eskilere dayanmakla birlikte özellikle 1929 yılında yaşanan ve sermaye piyasalarını sarsan “Büyük Bunalım” doğrudan düzenlemelerin başlangıç tarihi olarak alınabilir. 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (*Securities Exchange Act*) uygulandıkça, uygulamada görülen eksiklikler Menkul Kıymetler Borsası Komisyonu tarafından (*Securities Exchange Commission*) giderilmeye çalışılmıştır.

Amerikan uygulamasının belirleyici ve yol gösterici olması dolayısıyla, çalışmamızda kullanılan yabancı doktrin büyük oranda bu uygulamayla sınırlı tutulmuştur. Zira bu uygulama aynı zamanda diğer ülke uygulamalarının da temelini ve çıkış noktasını oluşturmaktadır. Türk Hukuk öğretisinde konuya ilişkin oldukça sınırlı sayıda kaynak bulunması, yapılan inceleme ve değerlendirmelerin büyük ölçüde Amerikan uygulaması esas alınarak yapılmasına neden olmuştur. Ayrıca içerden öğrenenin sorumluluğu incelenirken, hukuki sorumluluk genel olarak inceleme konusu edinilmiş, cezai sorumluluğa ise oldukça dar kapsamlı değinilmiştir.

Bu bağlamda, içerden öğrenenlerin ticaretinden kaynaklanan sorumluluk konusu, Türk Hukuk öğretisinde üzerinde sıkça durulan ya da irdelenen bir alanı oluşturmamaktadır. Bu nedenle çalışmamızın ilgi alanı itibarıyla özgün bir nitelik taşıdığı düşünmekteyiz.

## BİRİNCİ BÖLÜM

# İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR, TARİHSEL GELİŞİM, İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNİN UNSURLARI

## §1. İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Temel Kavramları

### I. İçerden Öğrenen

Sermaye piyasalarında başkalarının erişemeyeceği önemli bilgilere sahip olanların, bu bilgiler doğrultusunda yaptıkları hileli işlemlerin ve bu işlemlerin fark edilmesiyle birlikte alınan önlemlerin tarihi oldukça eskilere dayanmaktadır. Bu işlemlerin en önemlilerinden olan içerden öğrenenlerin ticareti, içerden öğrenen adı verilen kişiler tarafından gerçekleştirilmektedir.

Fransız Hukuku'nda içerden öğrenen kelimesi karşılığı olarak “*inité*” kelimesi ve Anglo-Sakson Hukukunda “*insider*” kavramları kullanılmaktadır<sup>1</sup>. Insider ifadesi Latince bir yerin içinde oturmak anlamına gelen “*insideo*” kelimesinden türemiştir<sup>2</sup>.

Almanca, tam karşılığı bulunmadığından içerden öğrenen kavramının İngilizcesi değişikliğe uğramadan aynı şekilde kabul edilmiş ayrıca “*Insiderrecht*” (içerden öğrenenler hukuku) ve “*Insiderhandel*” (içerden öğrenenlerin ticareti) terimleri kullanılmıştır<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> J. Guyenot (Çev.Öztek.S.), “İmtiyazlı Bilgilere Sahip Olabilen ve Bu Bilgileri Kullanabilen Şahıslar :Fransa’da İçerden Öğrenen veya Insider Trading”, **BATİDER**, Sayı: 62, Haziran 1984, s. 99.

<sup>2</sup> Insideo, Erişim: 04.06.2007, <http://www.archives.nd.edu/cgi-bin/lookit.pl?latin=insider>

<sup>3</sup> Asuman Turanboy, **İnsider Muameleleri ( Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)**, Ankara, 1990, s. 31.



Yerli ve yabancı doktrinde içerden öğrenenin kim olduğuna dair kesin bir uzlaşma bulunmamaktadır, ancak Amerikan Hukuku'nda uygulama ve doktrinde çeşitli tanımlar yapılmaktadır.

Amerikan Hukuku'nda bazı yazarlara göre; içerden öğrenen, firmaya yakınlığı nedeniyle önemli (esaslı) bilgilere ulaşabilen ve bu bilgileri kamuya açıklanmadan önce kullanarak sermaye piyasalarında kazanç elde eden kişidir<sup>4</sup>. Bazı yazarlar ise Texas Gulf Sulfur davasında mahkemenin yaptığı tanımı esas almaktadırlar<sup>5</sup>. Bu karara göre; “çalıştıkları konum nedeniyle şirket hakkında kamuya açıklanmamış değerli bilgiye sahip olan işçiler, memurlar, yöneticiler ve önemli paya sahip olan hissedarlar içerden öğrenendir”<sup>6</sup>. Söz konusu kararda, “içerden öğrenen” kavramına bir statü olarak yaklaşılmaktadır. İçerden öğrenen şirketteki statüsü nedeniyle, şirkete ait değerli bilgiye sahip olup bu bilgiyi kendi menfaatine kullanmaktadır<sup>7</sup>.

Amerikan hukukunda bazı yazarlar ise içerden öğreneni, bir şirket hakkında, diğer yatırımcıların ya da kamuoyunun bilmediği (esaslı) değerli bilgiye sahip olan kimse olarak ifade etmektedirler<sup>8</sup>.

Avrupa Birliği Hukuku'nda ise içerden öğrenenin kimliği konusunda bir ayrıma gidilmemiş, bilgiyi bilerek ya da bilmesi gerekerek kullanan kişiler içerden öğrenen sayılmıştır<sup>9</sup>.

---

<sup>4</sup>Zohar Goshen ve Gideon Parchomovsky, "The Essential Role of Securities Regulation," **Duke Law Journal** Vol: 55, no. 4 2006, Erişim: 30.6.2007, <http://www.questia.com/PM.qst?a=o&d=5017168777>.

<sup>5</sup>Rachel Goldstein, "Insider Trading And United States v. O'Hagan The Supreme Court Reinstates Securities Fraud Convictions Based On The Misappropriation Theory", **Chapman Law Review**, Vol: 1, 1998, s. 120.

<sup>6</sup>Texas Gulf Sulphur Davası Karar No: 258 F. Supp. 262 (S.D.N.Y, 1966

<sup>7</sup>Anne Hunter, "Does Rule 10b-5 Cover Misappropriators A Look At The United States Supreme Court's Indecision In United States v. Carpenter", **Southwestern University Law Review**, Vol: 18, 1989, s. 80.

<sup>8</sup>David Haddock, "Insider Trading, Erişim: 06.12.2006, <http://www.econlib.org/library/ENC/InsiderTrading.html> Insider, Erişim: 25.05.2005, <http://www.investordictionary.com/definition/insider.aspx>; Paul Lansing ve Cris Alan Schoon, "Rule 10b-5 And The Personal Benefit Requirement", **William Mitchell Law Review**, Vol: 11, 1985, s. 3; Insider, Erişim: 30.06.2006, <http://www.websters-online-dictionary.org/definition/insider>

<sup>9</sup>29 Nisan 2004 tarihli ve 2004/72/EC sayılı Yönerge Md. 2, 3 ve 4.

Türk Hukukunda içerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesinde içerden öğrenenler tanımlanmamış, sadece başlıca içerden öğrenenler sayılmıştır.

Genel olarak içerden öğrenen, sermaye piyasası tarafından bilinmeyen, şirketin hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek gizli ve değerli (esaslı) şirket bilgilerine dayanarak, hisse senedi ticareti yapan kişidir<sup>10</sup>. Bu tanım şirketle bağlantılı olmasa da, şirketin bilgilerine sahip olarak bunları kendi menfaatine kullananları da kapsamaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili uygulamalarda, bu ticaretin ne olduğu ve içerden öğrenenin kim olduğu gibi uzlaşmaya varılamayan noktalar arasında içerden öğrenenden bilgi alan ve bu bilgiyi verenler de bulunmaktadır. Bu kavramları nitelemek üzere sırasıyla “*tippee*” ve “*tipper*” terimleri kullanılmaktadır. Tippee, kamuya açıklanmamış şirket bilgisini içerden öğrenenden edinen kişidir. Çalışmamızda bu terimi karşılamak üzere “*bilgi alan*” ifadesine yer verilmektedir. Tipper ise söz konusu bilgiyi aktaran yani “*bilgi veren*” olarak adlandırılmaktadır. Yani; bilgi alan, kamuya açıklanmamış esaslı bilgiyi edinerek, bu bilgi doğrultusunda işlem yapan, bilgi verense, ticareti yapılan hisse senetlerinin ait olduğu şirketin hissedarlarıyla güven ilişkisi içinde bulunan ve bu sayede bilgiye ulaşan kişidir<sup>11</sup>.

Şirkete bağlı içerden öğrenenler klasik (*traditional*) içerden öğrenen olarak nitelendirilirken, bilgi alan ve verenler ya da esaslı bilgiye sahip olan diğer kişiler klasik olmayan içerden öğrenen ya da dışardan öğrenen (*outsider*) olarak adlandırılmaktadır<sup>12</sup>. Gelişen hukuk sistemlerindeki uygulamada ve hukukumuzda içerden öğrenenlerin ticareti yükümlülüklerinin uygulanabilmesi

---

<sup>10</sup> James Barnett, “Neither A Tipper Nor A Tippee Be”, **Houston Law Review**, Vol: 8, 1970, s. 280; Reh, John, “Insider Trading”, Erişim: 01.12.2006, <http://management.about.com/cs/businessethics/a/InsiderTrade702.htm>

<sup>11</sup> Marcy Dworkin, “The Misappropriation Theory As A Corollary To The Classic Insider Trading Theory”, **Annual Survey of American Law**, 1996, s. 327.

<sup>12</sup> Mark Clayton, “The Misappropriation Theory In Light Of Carpenter And The Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act Of 1988”, **Pepperdine Law Review**, Vol: 17, 1990, s. 186.

için iki grup arasında da bir fark gözetilmemektedir. Sahip olunan esaslı bilginin kullanılmış olması yeterli sayılmaktadır. Kullanılan bilgi, içerden öğrenilen bilgi olarak nitelendirilmektedir.

## II. İçerden Öğrenilen Bilgi

Herhangi bir içerden öğrenenin ortaya çıkabilmesi için, esaslı bilgi kabul edilebilecek içerden öğrenilen bilgiye “*inside information*” ihtiyaç bulunmaktadır. İçerden öğrenilen bilgi; hisse senetleriyle ilgili olarak şirketten edinilen ve şirketin hisse senedi değerlerini dolayısıyla da şirketin değerini etkileyebilecek bilgi olarak tanımlanmaktadır<sup>13</sup>. Bir başka tanıma göre şirketin durumu ya da planlarıyla ilgili olan kamuya açıklanmamış önemli bilgiler içerden öğrenen bilgisidir<sup>14</sup>.

Diğer özellikleri yanı sıra sıradan yatırımcıların, yatırım kararlarını doğrudan etkileme özelliği<sup>15</sup> olan bu tür bilgiler için hukukumuzda özel bir kavram kullanılmamaktadır. Bu nedenle çalışmamızda bu tür bilgileri “*esaslî bilgi*” olarak adlandırmayı tercih etmekteyiz.

Bilgi alan ya da verenler açısından içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşebilmesi için gerekli olan ve alınıp verilen bilgi “*tip*” olarak nitelendirilmektedir. Bu anlamda olmak üzere tip, geniş yorumlandığında bir kişinin diğer bir kişiye belirli bir hisse senedini belirli bir zamanda alması ya da satması için verdiği bilgi olarak açıklanmaktadır<sup>16</sup>.

Piyasalarda bilginin iki ana fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlardan ilki ekonomik etkinliği sağlamak üzere piyasada oluşan fiyatları belirlemek yani

---

<sup>13</sup> Lisa Finnell, “United States v. Carpenter: Second Circuit Overextends The Misappropriation Theory Criminal Liability Under Rule 10b-5”, **Deleware Journal Of Corporate Law**, Vol: 12, 1987. s. 613.

<sup>14</sup> Erişim: 30.07.2006, [http://www.websters-online-dictionary.org/in/insider\\_information.html](http://www.websters-online-dictionary.org/in/insider_information.html)

<sup>15</sup> İçerden öğrenenlerin ticaretine konu olan bilgi Amerikan Hukukunda “material fact” ya da “material information”, Avrupa Birliği Mevzuatında ise “inside information” olarak geçmektedir.

<sup>16</sup> Steven Salbu, “Tipper Credibility, Noninformational Tippee Trading And Abstention From Trading An Analysis Of Gaps In The Insider Trading Laws”, **Washington Law Review**, Vol: 68, 1993(Tippee) s. 317.

piyasa sisteminin devamlılığını sağlamaktır. Diğeri ise bilginin bir mal olmasından kaynaklanmaktadır. Bu mal niteliği ile birlikte bilgi, piyasalarda bir değer bulmakta ve değerine göre alınıp satılabilmektedir<sup>17</sup>.

Bilginin mal niteliği özellikle sermaye piyasalarında önemli hale gelmektedir. Ancak, sermaye piyasalarında esaslı bilgi kavramının önemini vurgulayabilmek için, öncelikle sermaye piyasaları sistemi kısaca açıklanmalıdır<sup>18</sup>;

Ülke ekonomisinin en önemli unsurlarından olan “Sermaye Piyasası”, “orta ve uzun vadeli fonların menkul kıymet alım ya da satımı suretiyle, tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasını sağlayan sistem olarak tanımlanmaktadır<sup>19</sup>. Sermaye piyasası; yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasında fon akımını sağlayan aracı kurum, bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı kuruluşlardan oluşan modern finansman sistemi<sup>20</sup> olarak da ifade edilebilmektedir.

Ekonomik yapının güçlenmesi öncelikli olarak, güçlü ve sağlıklı işleyen bir sermaye piyasasının oluşumuna bağlıdır. Sermaye piyasasının kurumsallaşmış yapısı içinde yatırımcılar, sermaye piyasası araçlarını satın alarak, fon talep edenlerle bir alacıklılık veya ortaklık ilişkisine girmektedirler. Genellikle doğrudan doğruya kurulmayan bu ilişki aracı kuruluşlar<sup>21</sup> vasıtasıyla

---

<sup>17</sup> Jonathan Oever, "Insider Trading and the Dual Role of Information," **Yale Law Journal**, Vol: 106, no. 4, 1997, Erişim: 03.04.2007, <http://www.questia.com/PM.qst?a=o&d=5000404144>.

<sup>18</sup> Fon arz ve talep edenlerin ekonomik birimler olarak bir araya geldiği ve fon akışının sağlandığı piyasa mekanizması “finansal piyasa” olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasalar, fonların kullanım sürelerine göre; para piyasası ve sermaye piyasası olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Berna Taner / Lale Polat, **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, İzmir 1992, s. 3-4; Huriye Kubilay, **Türk Hukuku'nda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları**, İzmir 1998, s.3.

Para piyasaları, kısa vadeli fon arz ve talabinin karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasada geçici nakit hareketlerinin süresi bir gece ile bir yıl arasında değişir. Sermaye piyasası ise orta ve uzun vadeli fonlara ilişkin arz ve talebin, aracı kuruluşlar vasıtasıyla karşılaştığı piyasadır. Taner /Polat, s.7-10.

<sup>19</sup> Bolak, s. 8; Taner/ Polat, s. 31.

<sup>20</sup> Orhan Nuri Çevik, **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, Ankara, Şubat 2000,(Sermaye Piyasası ) s.17.

<sup>21</sup> Aracı kuruluş, Sermaye Piyasası Kanunu 3/i maddesinde tanımlanmıştır. Buna göre i) (Ek: 29/4/1992 – 3794/2 md.) Aracı kuruluşlar: Aracı kurumlar ile bankaları ifade eder.

gerçekleşmektedir<sup>22</sup>. Aracı kuruluşlardan ya da bunların dışından elde edilen bilgiler sermaye piyasası hareketlerini yönlendirmekte, işlemler elde edilen bu bilgiler doğrultusunda yapılmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasalarında bilgi hayati öneme sahiptir ve rasyonel ekonomik davranışları elde edilen bilgiler yönlendirmektedir.

Bilgilendirilmiş bir piyasa (*Informed market*), kamuya sunulan bilgilerin doğru, zamanında ve güvenilir olarak sağlanması halinde gerçekleşebilmektedir<sup>23</sup> Şirkete ait bilgilerin gereken zamanda tüm yatırımcılar için aynı anda tam, eksiksiz ve doğru olarak kullanıma sunulması kamuyu aydınlatma ilkesi olarak adlandırılmaktadır<sup>24</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili olarak kamuya açıklanma kavramı, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren tüm kişileri kapsayacak şekilde anlaşılır, tam, doğru, dürüst, tarafsız, karşılaştırılabilir ve sürekli bilgi verme anlamına gelmektedir<sup>25</sup>. İçerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen metinler, yalnızca şirkete değil, içerden öğrenenlere de açıklama yükümlülüğü getirmektedir<sup>26</sup>. Genelde düzenlemeler, içerden öğrenen sayılanların yaptıkları sermaye piyasası işlemlerini yazılı olarak ilgili kurumlara bildirmelerini zorunlu kılmaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını doğrudan etkileyebilecek bilgiler, sermaye piyasası için “girdi” yani fiyatı oluşturan asli unsur; bu bilginin yaptığı etki ile değişen sermaye piyasası aracına ait olan fiyat ise “çıkıtı” yani bilginin

---

<sup>22</sup> Ünal Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, (Sermaye Piyasası ), s. 78.

<sup>23</sup> Fehmi Karasioğlu, "İçerden Öğrenenler Ticareti (insider trading) ve Türkiye'de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu, **Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı: 3, 1998, s.115.

<sup>24</sup> Mustafa İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukuku'nda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul 2006, s. 59. Ayrıntı için bakınız adı geçen eser.

<sup>25</sup> İhtiyar, s. 72–87.

<sup>26</sup> Robert McGee/Walter Block, “Information, Privilege, Opportunity And Insider Trading”, **Northern Illinois University Law Review**, Vol: 10, 1990, s. 1, İlerleyen bölümlerde de üzerinde durulacağı gibi; Amerikan Hukuku'nda 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu kamuya tam açıklanma yapılmasını “*full disclosure*” zorunlu kılmıştır (Ayrıntı için bkz; <http://www.sec.gov/pdf/annrep03/ar03fulldisc.pdf>). Avrupa Birliği'nde 2003/6/EU sayılı Yönerge'nin, 6/4 maddesine göre “Şirketle doğrudan ilgisi bulunan kişilerin, kendi hesaplarına şirketle ilgili olan hisse senedi gibi finansal araçlar üzerinde yaptıkları işlemler ilgili sermaye piyasası kurumlarına bildirilmelidir”.

oluşturduğu değer olarak ifade edilmektedir<sup>27</sup>. Bu kapsamda girdi niteliğinde olabilecek bilgiler de, çalışmamızda “esaslı bilgi” olarak adlandırılmıştır.

Kamuya duyurulması gereken (esaslı olarak sayılabilecek) bilgilerden bazıları<sup>28</sup> sermayenin azaltılması, yedeklerden yapılanlar da dâhil olmak üzere sermaye artırımları, bir diğer şirketle hâkimiyet sözleşmesi veya kârın kısmen veya tamamen devredilmesi sözleşmesinin yapılması, birleşme, malvarlığı devri, tür değiştirme, bütünleşme ve tasfiye gibi temel şirket verileridir<sup>29</sup>.

Esaslı bilginin herhangi bir yatırımcı tarafından, yatırım aşamasındaki diğer kişilerden önce edinilmesi durumunda, sermaye piyasalarında haksız kazanımlar elde edilebilmektedir<sup>30</sup>. Yani esaslı bilgi kamuya açıklanmadan önce elde edilmiş ve hisse senedi ticaretinde kullanılmışsa, diğer yatırımcıların menfaatleri zedelenmekte, sermaye piyasalarının işleyişi bozulmaktadır. Bu nedenle bu tip işlemler pek çok sermaye piyasasında yasaklanmıştır.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin karşısında hile ya da aldatıcı davranışlar bulunmaktadır ve içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşmesini sağlayan da böyle bir eylemdir<sup>31</sup>. İçerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesi için yapılan kanuni düzenlemeler de aldatma kavramı üzerine kurulmuştur<sup>32</sup>.

---

<sup>27</sup> Meral Varış Tezcanlı, **İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul, 1996, s. 11–12.

<sup>28</sup> Çalışmamız açısından önemli olan şirketlere (hisse senetleri sermaye piyasalarında işlem gören anonim ortaklıklar) ait kamuya duyurulması zorunlu olan bilgiler özellikle 20/7/2003 tarih ve 25174 sayılı Resmî Gazetede yayımlanan Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği’nde (Seri: VIII, No: 39) yer almaktadır.

<sup>29</sup> Karasioğlu, s. 115.

<sup>30</sup> Kazanım; esaslı bilgiye dayanarak elde edilebilecek yüksek kâr olabileceği gibi, hisse senetlerinin diğer yatırımcılardan önce elden çıkarılması dolayısıyla, uğranabilecek olası zarardan kaçınma da olabilecektir.

<sup>31</sup> McGee/Block, s. 5. Amerikan Hukuku’nda “*fraud*” ya da “*deceit*” olarak geçen kavramlar birbiri yerine kullanılabilir. Yeni Borçlar Kanunu Tasarısı’nda da hile yerine aldatma kavramının benimsendiği görülmektedir. St. Thomas Aquinas hilenin üç şekilde gerçekleşebileceğini ifade etmiştir “birine bir şey satarak, olması gereken kalitede yapmayarak ya da olması gereken kadar yapmayarak”. Çağdaş hile kavramı da sekiz yüzyıl önceki bu ifadeye oldukça yakındır. Ayrıntı için bkz; Kürşat, Zekeriya, Borçlar Hukuku Alanında Hile Kavramı, İstanbul 2003.

<sup>32</sup> Amerikan Hukuku’nda 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’nun 10b maddesine göre; “Herhangi bir kimsenin, menkul kıymet borsalarına kote edilmiş ya da edilmemiş herhangi bir menkul kıymetin alım veya satımı ya da menkul kıymet temelli takas (swap) anlaşmasının yapılması ile ilgili olarak, her türlü aldatıcı veya yanıltıcı yollara başvurmasından; Avrupa

### III. İçerden Öğrenenlerin Ticareti

“*Insider trading*” terimi Türkçe’ye ilk kez *Tekinalp* tarafından “*içerden öğrenenlerin ticareti*” olarak çevrilmiştir<sup>33</sup>. Tekinalp içerden öğrenenlerin ticaretini, “bir halka açık anonim ortaklıkta, ifa ettiği görevi sebebiyle, bir menkul kıymetin ileride teşekkül edecek kurs değeri ile ilgili bilgilere sahip kişinin bu bilgileri, kamuya açıklanmalarından önce, borsa içi veya borsa dışı ticarete kendisi veya bir başkası için kullanarak menfaat sağlamasıdır” şeklinde tanımlamıştır<sup>34</sup>. Yazar, içerden öğrenenlerin ticaretinin; menkul değer fiyatını etkileyebilecek bilgiye sahip olan kimsenin, bilgileri kamuya açıklamadan önce kullanarak, kendisi veya başkasına menfaat sağlaması halinde gerçekleşeceğini belirtmiştir.

Türk Hukuku’nda içerden öğrenenlerin ticareti<sup>35</sup> teriminin yanı sıra, “*dâhili ticaret*”, “*insider trading*”<sup>36</sup> ve “*insider muameleleri*”<sup>37</sup> kavramları da kullanılmaktadır. Çalışmamızda “*insider trading*” kavramını karşılamak üzere “içerden öğrenenlerin ticareti”; “*insider*” yerine de içerden öğrenen terimlerinin kullanılması benimsenmiştir. Bu terminoloji Kanun koyucu tarafından da kabul görmüş, Sermaye Piyasası Kanunu’nun 47/A-1 maddesinde kavramın tanımı yapılırken “içerden öğrenenlerin ticareti” terimi kullanılmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 47/A-1 maddesine göre, “sermaye piyasası araçlarını etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya

---

Birliği’nin içerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen maddelerinde sermaye piyasası araçlarının ticaretinde bilerek hile ya da sahtekârlık yapanlardan bahsedilmemektedir. Sermaye Piyasası Kanunu’nda ise (47.madde) aldatıcı davranışa dolaylı olarak değinilerek fırsat eşitliğinin bozulması, yalan, yanlış ve yanıltıcı bilgilendirme üzerinde durulmuştur.

<sup>33</sup> Karasioğlu, s. 114.

<sup>34</sup> Ünal Tekinalp, “İçerden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu”, **İktisat ve Maliye Dergisi**, Cilt: 33, Sayı: 9, 1981,(İçerden Öğrenen ) s. 310.

<sup>35</sup> Erkan Tercan, “Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti ve Yurtdışı Uygulamaları”, Erişim: 13.02.2006, <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/etercan.pdf>; Volkan Bayram Kayda Alma Muafiyetleri Uygulamaları, Erişim: 28.09.2006, [http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/Volkan\\_Bayram.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/Volkan_Bayram.pdf);

<sup>36</sup> Mehmet Durusoy, “İnsider Trading’i Yasaklayan Düzenlemelerin Gereçekçeleri ve İnsider Sorumluluğu’nun Temelleri Amerikan ve İngiliz Yaklaşımları”, **Vergi Dünyası**, Sayı: 129, Mayıs 1992.

<sup>37</sup> Turanboy, s.31.

üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticaretidir.”

İçerden öğrenen sıfatına haiz olan bir kişinin, sahip bulunduğu kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak menfaat sağlamak amacıyla sermaye piyasalarında yaptığı ticaret genel olarak içerden öğrenenlerin ticareti tanımlanmaktadır. Ancak, içerden öğrenenlerin ticaretini açıklayan ve üzerinde genel olarak uzlaşmaya varılmış evrensel bir tanım bulunmamaktadır<sup>38</sup>.

İçerden öğrenenin, sahip olduğu esaslı bilgiye, yani literatürde “tip” olarak adlandırılan iç bilgiye<sup>39</sup> (inside information) dayanarak yaptığı sermaye piyasası işlemleri “içerden öğrenenlerin ticareti” ya da “içerden öğrenen işlemleri” (insider dealing) olarak ifade edilmektedir<sup>40</sup>.

Öğretide içerden öğrenenlerin ticaretinin genel olarak üzerinde uzlaşılan tanımı; menkul kıymetlerin (sermaye piyasası araçlarının), henüz kamuya açıklanmamış esaslı bilgilere sahip olan kişiler tarafından alınması veya satılmasıdır<sup>41</sup>. Bir başka tanıma göre diğer yatırımcıların sahip olamayacakları bilgi avantajına dayanarak hisse senedi almak ya da satmak içerden öğrenenlerin ticaretidir<sup>42</sup>. İçerden öğrenenlerin ticaretini, rasyonel bir yatırımcının yatırım

---

<sup>38</sup> Scott Zensser, “Insider Trading By Foreigners In United States Securities Markets A Pervasive Problem And Prosecutorial Nightmare”, **Cordozo Law Review**, Vol: 11, 1990, s. 903; Ronald Kidd, “Insider Trading The Misappropriation Theory Versus An Access To Information Perspective”, **Delaware Journal Of Corporate Law**, Vol: 18, 1993, s. 110.

<sup>39</sup> Daniel Glickman, “Tippee Liability Under Section 10b And Rule 10b-5 Of The Securities Exchange Act Of 1934”, **Kansas Law Review**, Vol: 20, 1972, s. 47.

<sup>40</sup> Genellikle “insider trading” ifadesi Amerikan hukukunda, “insider dealing” terimiye İngiltere’deki düzenlemelerde ve Avrupa Birliği mevzuatında yer almaktadır.

<sup>41</sup> Christine Marra, “Note: The Misappropriation Theory: A Practical Means of Imposing Rule 10b-5 Liability”, **University Of Richmond Law Review**, 1990, s. 211; Dworkin, s. 315; Uncovering Insider Trading, Erişim: 06.12.2006, <http://www.investopedia.com/articles/02/061202.asp>; Jeffrey Hatch, Logical Inconsistencies In The SEC’s Enforcement Of Insider Trading Guidelines For A Definition, **Washington And Lee Law Review**, Vol: 44, 1987, s. 934; Helen Garten, “Insider Trading In The Corporate Interest”, **Wisconsin Law Review**, 1987, s. 573;

<sup>42</sup> Michael Synder, “United States v. O’Hagan The Supreme Court And The Misappropriation Theory Of Securities Fraud And Insider Trading”, **Capital University Law Review**, Vol: 27, 1999, s. 419.



kararını etkileyebilecek kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak yapılan hisse senedi ticareti olarak da tanımlamak olanaklıdır<sup>43</sup>.

Amerikan Kongresi içerden öğrenenlerin ticaretini sermaye piyasalarındaki adil olmayan işlemlerden kabul ederek, düzenlemeleri hakkaniyet temeline dayandırmıştır<sup>44</sup>. Hakkaniyet temelinde yaklaşıldığında içerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasalarında adil olmayan işlemlerden kabul edilmektedir<sup>45</sup>.

ABD Hukuku'nda içerden öğrenenlerin ticareti; yasal ve yasal olmayan içerden öğrenenlerin ticareti olmak üzere ikiye ayrılmıştır<sup>46</sup>. Yasal olan içerden öğrenenlerin ticareti, şirketin kendi nam ve hesabına sermaye piyasalarında yaptığı işlemlerdir. Bu tür işlemler kamuya açıklanmamış bilgiler doğrultusunda, şirkete menfaat sağlamak amacıyla yapılabilmektedir. Yasaklanan içerden öğrenenlerin ticareti ise, kamuya açıklanmamış bilgileri elde edilmiş olan şirketin, sermaye piyasalarında menkul kıymetlerinin alınıp satılması olarak tanımlanmaktadır<sup>47</sup>. İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasının nedeni de şirketin kendi bilgisini koruma "hak"ı olduğu gerçeği üzerine temellendirilmektedir<sup>48</sup>.

Tanımlardan da anlaşılacağı gibi içerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasalarında gerçekleştirilebilecek bir eylemdir. Bu eylemi yapanlara, ise içerden öğrenen adı verilmektedir. İçerden öğrenenlerin ticareti, bazı yazarlar

---

<sup>43</sup> Katherine Brown, "SEC Civil Remedies For Insider Trading Actions Under Section 10b Of The Securities Exchange Act Of 1934 And Rule 10-5", **Cincinnati Law Review**, Vol: 57, 1989, s. 680.

<sup>44</sup> Theodore McCullough, "United States v. O'Hagan Defining The Limits Of Fraud And Deceptive Pretext Under Rule 10b-5", **Seattle University Law Review**, Vol:22, 1999.

<sup>45</sup> Brown, Anne Graff, "A Re-Evaluation Of Federal And State Regulation Of Insider Trading On The Open Securities Market", **Washington University Law Quarterly**, Vol: 58, 1980, s. 915; Brodsky, David, "Insider Trading And The Insider Trading Sanctions Act Of 1984", **Washington And Lee Law Review**, Vol: 41, 1984, s. 921; James Cox, "Insider Trading And Contracting A Critical Response To The Chicago School", 1986, s. 628; Oliver Colvin, "A Dynamic Definition Of And Prohibition Against Insider Trading", **Santa Clara Law Review**, Vol: 31, 1991, s. 603.

<sup>46</sup> Erişim: 13.08.2006, <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>

<sup>47</sup> Erişim: 13.08.2006, <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>

<sup>48</sup> Hunter, s. 81.

tarafından yönetim yetkisine sahip beyaz yakalıların işledikleri suç olarak da adlandırılmaktadır<sup>49</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticareti kavramının kökeni İngiliz ve ABD Hukuk sistemlerine dayanmaktadır. Konuyla ilgili terminoloji yeni düzenlemelerle geliştirilmiştir. Sermaye piyasası alanında düzenlemelerin tarihi eski olmakla birlikte, terim olarak “içerden öğrenenlerin ticareti” uzun süre düzenleme metinlerinin içinde yer almamış, sadece yargı kararlarında ve doktrinde kullanılmıştır.

ABD sermaye piyasası mevzuatında adında içerden öğrenenlerin ticareti kavramının yer aldığı ilk Kanun 1984 tarihinde çıkartılan İçerden Öğrenenlerin Ticareti'nin Müeyyideleri Kanunu'dur (Insider Trading Sanctions Act). İngiltere'deyse 1980 Tarihli Şirketler Kanunu'na (Companies Act) kadar yürürlükte olan düzenlemelerde, içerden öğrenen ya da içerden öğrenenlerin ticareti ifadesi yer almamış, sadece yargı kararları ve doktrinde bu terim kullanılmıştır. 1980 tarihli Kanun, ABD'deki uygulamalardan farklı olarak İçerden Öğrenen İşlemleri (Insider Dealing) başlığı altındaki maddelerle içerden öğrenen işlemlerini düzenlemiştir<sup>50</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili kanuni düzenlemeler eski tarihlere dayanmakla birlikte, içerden öğrenenlerin ticaretinin ne olduğu kanunlar tarafından tanımlanamamakta, yapılan işlemler kanun lafzıyla uyumluysa bu işlemler içerden öğrenenlerin ticareti olarak adlandırılmaktadır. Bu nedenle uygulamada olaydan olaya farklı değerlendirmelerin yapıla geldiği gözlenmektedir<sup>51</sup>. Ayrıca genellikle içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili

---

<sup>49</sup> Z. Su, /, M.A Berkahn, “The Definition Of “Insider” In Section 3 Of The Securities Markets Act 1988: A Review And Comparison With Other Jurisdictions”, **Massey University School of Accountancy Discussion Paper**, Series 218, Erişim: 24.03.2006, <http://www-accountancy.massey.ac.nz/Publications.htm>; Bruce Chapman / Richard Denniss “Using Rewards To Catch White Collar Criminals”, **The Australia Institute**, November, 2003, Erişim: 22.03.2006, [www.tai.org.au/WhatsNew\\_Files/WhatsNew/ROGUE.pdf](http://www.tai.org.au/WhatsNew_Files/WhatsNew/ROGUE.pdf).

<sup>50</sup> Turanboy, s. 30.

<sup>51</sup> Carol Swanson, “Reinventing Insider Trading The Supreme Courts Misappropriates The Misappropriation Theory”, **Wake Forest Law Review**, Vol 32, 1997, s. 1167.

düzenlemelerin tartışmalı ve çok net olmayan hükümler taşıdığı da kabul edilmektedir<sup>52</sup>.

## §2. İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Tarihsel Gelişimi

### I. Genel Olarak

İçerden öğrenen ticaretinin yasayla düzenlenmesi ve özellikle bu konuda bir yasak getirilmesinin gerekli olup olmadığı öğretide tartışma konusu olmuştur. İçerden öğrenenlerin ticaretinin boyutu dikkate alındığında bu tartışmaların önemi daha da artmaktadır. Çalışma yapılan sermaye piyasalarının hemen hemen tümünde içerden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığı bilinmektedir<sup>53</sup>. 1975–1995 yılları için yapılan bir çalışmaya göre Amerikan sermaye piyasalarında hisse senetleri işlem gören şirketlerin yarısından fazlası için içerden öğrenenlerin ticareti yapılmaktadır<sup>54</sup>.

Özellikle küreselleşme süreci içinde şirket birleşmelerinin ve aleni alım tekliflerinin (*tender offer*) artması sonucunda şirketlerin piyasa değerleri, dolayısıyla da hisse senedi fiyatları büyük oranda yükselmiştir. Böylelikle bu şirketlere yapılan küçük yatırımlar bile büyük kârlar getirebilmiştir. İçerden öğrenenlerse bu gibi durumlarda daha da avantajlıdır<sup>55</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticareti konusunda yasal bir düzenlemenin gerekli olup olmadığı sorunu Cady Roberts Davası'ndan<sup>56</sup> sonra daha çok tartışılır hale gelmiştir<sup>57</sup>.

---

<sup>52</sup> Steve Thel, "Statutory Findings And Insider Trading Regulation, **50 Vand. Law Review**, 1997, s. 1091.

<sup>53</sup> Utpal Bhattacharya, / Hazem Daouk, "The World Price of Insider Trading, s. 1. Erişim: 26.06.2006, [www.e.u-tokyo.ac.jp/cirjeresearchworkshops/macromacropaper04utpal1.pdf](http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirjeresearchworkshops/macromacropaper04utpal1.pdf).

<sup>54</sup> Josef Lakonishok / Inmoo Lee, "Are Insider's Trades Informative", **The Review Of Financial Studies**, Vol: 14, 2001, s. 79.

<sup>55</sup> Christopher Bebel / Kenneth Vert, "State Takeover Laws Insider Trading And The Interplay Between The Two A New Perspective", **West Virginia Law Review**, Vol: 91, 1989, s. 1018.

<sup>56</sup> Bu dava ilerleyen bölümlerde tartışılacaktır.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin kanunla düzenlenmemesi gerektiği görüşü tümüyle ekonomik gerekçelere dayanmaktadır. Yasal düzenleme yapılması yönündeki görüşlerinse, yine ekonomik gerekçelere dayanmakla birlikte ağırlıklı olarak sermaye piyasalarının düzenlenebilmesi ve güvenilirliğini kaybetmemesi temelinde hakkaniyet düşüncesine dayandırıldığı söylenebilir. Yasal düzenleme yapılmasının temel gerekçesini sermaye piyasasındaki güvenin sarsılmaması ve korunması amacı oluşturmaktadır<sup>58</sup>.

Halk, sermaye piyasasındaki gelişmelerin ve içerden öğrenenlerin ticaretinin varlığının farkındadır. Yatırımcı, risklerden çok bu tür hukuka aykırı faaliyetlerin kurbanı olmaktan korktuğu için sermaye piyasasına girmekten kaçınmaktadır. Yatırımcı gruplar, tercihlerini sermaye piyasasından geri çekilmekten yana kullandıklarında, ekonomi bundan ciddi zarar görebilmektedir<sup>59</sup>.

## **II. İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Yasa ile Düzenlemesine İlişkin Tartışmalar**

### **A. İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Yasa ile Düzenlenmesi Aleyhine Görüşler**

İçerden öğrenenlerin ticaretinin hukuki düzenlemelerle yasaklanmasının karşıtı olan görüşlerin temeli ekonomi teorisine dayanmaktadır. Bu görüşlere göre, içerden öğrenenlerin ticareti hisse senedi fiyatlarını yükseltip, firmaya ve yöneticisine kazanç sağladığından sermaye piyasalarının etkinliğini

---

<sup>57</sup> Nicholas Georgakopoulos, "Insider Trading As A Transactional Cost A Market Microstructure justification And Optimization Of Insider Trading Regulation", **Connecticut Law Review**, Vol: 26, 1993, s. 2.

<sup>58</sup> Avrupa Birliği "piyasada faaliyet gösterenler arasında eşitlik ve adaletin oluşturulup, piyasalarda güvenin sağlanması" Directive 2003/6/EC; ABD "sermaye piyasalarında hileli işlemlerin önlenmesi" Blue Sky Laws, "şirket yönetiminin güçlendirilip, yatırımcının güveninin artırılması" Sarbanes Oxley Act; Türkiye, "sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması" Sermaye Piyasası Kanunu'nun amacını oluşturmaktadır.

<sup>59</sup> Marra, s. 212.213; Cox/Fogarty, "Bases Of Insider Trading Law", **Ohio State Law Journal**, 1988, s. 353-354.

arttırabilmektedir<sup>60</sup>. Bu durumda, hissedarlar ve şirket sahipleri içerden öğrenenlerin ticaretinin yanında yer almaktadır.

Düzenleme karşıtı görüşlerin temeli *Henry Manne*'ın "Insider Trading And The Stock Market" kitabına dayanmaktadır ve bu kitap pek çok tartışmayı da beraberinde getirmiştir<sup>61</sup>. Manne, kitabından 40 sene sonra yazdığı bir makalesinde de içerden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik olarak yapılan işlemleri keyfi, kaprisli, siyasi ve oldukça etkisiz olarak nitelendirmektedir<sup>62</sup>.

Düzenleme karşıtı görüşler temel olarak iki gerekçeye dayanmaktadır<sup>63</sup>. Bunlardan ilki, içerden öğrenme faaliyetlerinin hisse senedi fiyatlarını yükselttiği, ikincisi bu sayede girişimcinin katlandığı risk karşılığında ek kaynak elde ettiği, yani finanse edildiğidir.

Hisse senetlerinin doğru fiyatlanması ancak piyasanın doğru bilgilendirilmesiyle olanaklı olabilmektedir. Doğru bilgilendirme sonucunda hisse senedi ya da sermaye piyasası araçlarının fiyatları olması gereken noktaya gelmektedir<sup>64</sup>. Piyasanın doğru bilgilendirilmesi ya da piyasalarda bilgi etkinliğinin sağlanabilmesinin ancak tüm bilgilerin kamuya açıklanmasıyla olanaklı olabileceği ve içerden öğrenen ticaretinin bu durumu dolaylı olarak gerçekleştirebileceği düşünülmektedir<sup>65</sup>.

Doğru fiyatlamayla piyasadaki kaynaklar en iyi kullanılacak yerlere yönlendirilebilmektedir. Ancak şirket, yatırımcıların bilmediği, kamuya

---

<sup>60</sup> Stephen Bainbridge, "The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma", **University of Florida Law Review**, vol: 38, 1986,(Economic Enigma) s. 42.

<sup>61</sup> Henry Manne, "Insider Trading And The Law Professors", **Vanderbilt Law Review**, Vol: 23, 1970, s. 547.

<sup>62</sup> Henry Manne, "Insider Trading Hayek Virtual Markets And The Dog That Did Not Bark", **Journal of Corporation Law**, Vol. 31, 2005, s. 185.

<sup>63</sup> Bainbridge,Economic Enigma, s. 42.

<sup>64</sup> Stephen Bainbridge, "The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer", 2001, (Comprehensive Primer) Erişim: 10.06.2006, [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=261277](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=261277)

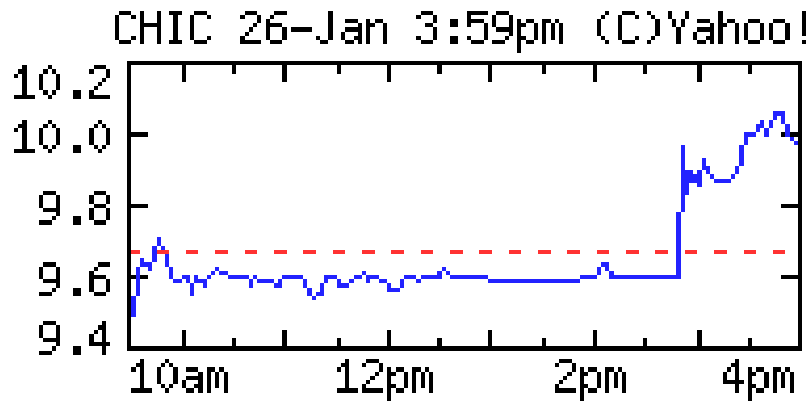
<sup>65</sup> Adam Kolasinski/Xu Li, "Do Managers Detect Mispricing? Evidence From Insider Trading And Post-Earnings-Announcement Drift", 2005, s. 2.

Erişim: 30.08.2006, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). [ssrn\\_id687169\\_code110884](http://www.ssrn.com)[1]

açıklanmamış esaslı bilgiye sahipse ve bu bilgi kullanılmıyorsa hisselerin fiyatı olması gereken düzeyden aşağıda kalabilmekte ya da daha yüksekte seyredebilmektedir<sup>66</sup>.

İçerden öğrenen aktivitesinin varlığında, gelişmiş analiz teknikleri kullanan sermaye piyasası kurumları ve yatırımcılar bu durumun hemen farkına varabilmektedir<sup>67</sup>. Böyle bir durumda ani fiyat yükselmeleri yaşanmakta, hissenin el değiştirme sıklığı yükselmekte ve piyasa hareketlenmektedir<sup>68</sup>. Bu sayede sermaye piyasası aracının fiyatı olması gereken noktaya doğru yönelmektedir.

Şekilde yatay eksen saati, düşey eksen ise hisse senedi fiyatını göstermektedir. Hisse senedi fiyatındaki ani yükselme içerden öğrenenlerin ticaretine işaret etmektedir. Bu örnekteki hareket nedeniyle şirketin hisse senedinin, dolayısıyla şirketin değeri artmakta, bu durum hem hissedarların, hem ortaklığın hem de tüm sermaye piyasasının yararına görülmektedir. Böylece sermaye piyasalarının etkinliğinin artabileceği düşünülmektedir.



Şekil 1: İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Varlığı<sup>69</sup>

<sup>66</sup> Bainbridge, Economic Enigma, s. 43.

<sup>67</sup> İçerden öğrenenlerin ticaretinin varlığı hisse senedi fiyatındaki ani yükselmeler ve büyük hacimdeki işlem hacmiyle dakikalar içinde saptanıp diğer yatırımcılar uyarılabilmektedir. ABD’de içerden öğrenenlerin ticaretini saptamak amacıyla kurulmuş şirketler bulunmaktadır.

<sup>68</sup> Investing with Insider Trading Information -Active Investors.

Erişim: 01.03.2006, <http://www.form4oracle.com/guide-active-investing>

<sup>69</sup> Kaynak: Investing with Insider Trading Information -Active Investors,

Erişim: 01.03.2006 <http://www.form4oracle.com/guide-active-investing>

Ancak, piyasanın içerden öğrenenlerin ticaretine verdiği tepkiyi ölçmeye yönelik olarak yapılan analizler, piyasa etkinliğini sağlamak açısından içerden öğrenen faaliyetlerinin yeterli olmadığını göstermiştir<sup>70</sup>. Piyasa içerden öğrenenin hisse senedi alması durumunda hemen hareketlenmekte ancak satması durumunda fiyatlar fazla değişmemektedir<sup>71</sup>. Oysa içerden öğrenen, yaptığı işlemlerden dolayı sıradan yatırımcıdan daha yüksek kazanç elde etmektedir<sup>72</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yapılmasına neden olan bilgiyi olumlu ve olumsuz olarak sınıflayan yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşıma göre, şirketle ilgili olumlu yani hisse senetlerinin fiyatını arttıracı bilgiler sermaye piyasalarına daha hızlı verilmektedir. Hisselerin fiyatını olumsuz olarak etkilemesi beklenen bilgilerse daha uzun süre saklanmaktadır. Bu nedenle içerden öğrenenlerin ticareti özellikle olumsuz bilgiler kullanılarak yapılabilmektedir<sup>73</sup>. Olumsuz bilgiyi kullanan içerden öğrenen ise kendisini zarardan koruyabileceği için toplumsal faydanın düşmeyeceği savunulmaktadır<sup>74</sup>.

Büyük işletmeler, yeni üretim teknikleri bulmak, geliştirmek ya da daha iyi hizmet sunulabilmek için yüksek düzeyde yatırım yapmaktadır. Yapılan yatırımların sonuç vermesi durumunda, şirketin ilerleyen dönemde kâr elde etmesi muhtemeldir. Bu karın elde edilebilmesi ancak bulunan yeniliğin kanunlarla korunması ve diğer firmalarca taklit edilememesi durumunda olanaklıdır. Yapılan harcamaların bir ölçüde finanse edilebilmesi, yeniliği bilen girişimcinin bu bilgiye dayanarak hisse senedi ticareti yapmasıyla mümkün olabilmektedir.

---

<sup>70</sup> Reddy/Phani/ Ramachandran/ Bhattacharyya, "Insider Ownership, Corporate Governance and Corporate Performance", Erişim:30.08.2006, www.ssrn.com. SSRN\_ID696462\_code106283[1]

<sup>71</sup> Bainbridge, Economic Enigma, s. 45.

<sup>72</sup> Samuelson, S, The Prevention Of Insider Trading A Proposal For Revising Section 16 Of The Securities Exchange Act Of 1934, **Harvard Journal On Legislation**, Vol: 25, 1988, s. 517.

<sup>73</sup> Kristoffel Grechenig, "The Marginal Incentive of Insider Trading: An Economic Reinterpretation of the Case Law", 2006, s. 2, Erişim:10.06.2006, www.ssrn.com. SSRN\_ID883642\_code524651[1]

<sup>74</sup> Grechenig, s. 2.

İçerden öğrenenlerin ticareti teknoloji geliştirmek için bir yol ve finansman yöntemi olarak görölmektedir. Geliştirilen yeniliğin bilgisi kamuya duyurulmadan önce girişimci ya da şirket yöneticisi şirket hisselerini almakta, bilgi açıklandıktan sonra yani hisse senetlerinin fiyatı yükseldiğinde satarak kâr elde etmektedir.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesine yönelik olarak çıkartılan kanunların uygulamada yetersiz kaldığını savunanlar bulunmaktadır<sup>75</sup>. Bu görüşe göre içerden öğrenen ticareti tüm Dünya piyasalarında artarak devam etmektedir. İçerden öğrenenlerin ticaretine konu olan şey maddi ya da fiziksel bir yapısı bulunmayan “esaslı bilgidir”. Esaslı bilginin bu niteliği nedeniyle içerden öğrenenlerin, hukuki ve cezai takiplerinin yapılması oldukça zor olmaktadır<sup>76</sup>.

## **B. İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Yasa ile Düzenlenmesi Yönündeki Görüşler ve Gerekçeleri**

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasa ile düzenlenmesi gerektiği yönündeki görüşlerin bir kısmı ekonomik gerekçeler taşımakta, diğer bir kısmı da adalet ve eşitlik gibi hukuksal temele dayanmaktadır<sup>77</sup>. Bu düzenlemelerin siyasi, ya da ahlaki<sup>78</sup> nitelikli olduğunu savunanlara da rastlanmaktadır<sup>79</sup>. Ancak düzenleme yapan kurumların asıl amacının kamuya mâl olmamış bilginin sermaye piyasalarında dolaşmasının engellenmesi olduğu savunulmaktadır<sup>80</sup>.

---

<sup>75</sup> Alexandre Padilla, , Erişim: 13.08.2006, Can Regulation of Insider Trading Be Effective? s. 2. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). SSRN\_ID642665\_code88474[1],

<sup>76</sup> Padilla, s. 27-28.

<sup>77</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 70.

<sup>78</sup> Alan Strudler/Eric Orts, *Moral Principle In The Law Of Insider Trading*, *Texas Law Review*, Vol: 78, 1999, s. 383.

<sup>79</sup> Thomas Joo, “Legislation and Legitimation: Congress and Insider Trading in the 1980’s. 2006”, s. 70, Erişim: 01.03.2006, <http://ssrn.com/abstract=885203>

<sup>80</sup> Padilla, s. 4.



İçerden öğrenenlerin ticareti sermaye piyasalarındaki sıradan yatırımcılara zarar verebilmektedir. Bu nedenle içerden öğrenenlerin ticaretinin mağdurları, esaslı bilgiye sahip olmadıkları için daha az kazanabilen sıradan yatırımcılardır<sup>81</sup>.

Çeşitli ülkelerde, içerden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik olarak çıkarılan yasalar üzerinde yapılan ampirik araştırmalar önemli sonuçlar ortaya koymaktadır. Sermaye piyasaları geliştikçe içerden öğrenenlerin ticaretini önlemek üzere çıkarılan kanunların yasaklama düzeyleri ve kapsamaları genişlemektedir<sup>82</sup>.

Ayrıca detayı ve yasaklayıcılığı artan kanunlara sahip ülkelerde sermayenin tabana daha iyi yayılabildiği, bilgilendirme düzeyinin daha yüksek olduğu ve daha likit bir sermaye piyasasının oluştuğu gözlenmiştir<sup>83</sup>. Bu tür ölçümler düzenleme yapılması yönündeki görüşleri haklı çıkarır niteliktedir. İçerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili son zamanlarda yapılan tartışmalar, bu düzenlemelerin gerekliliğinden çok uluslararası alanda ortak bir kurumlaşmaya gidilebilir mi düşüncesi üzerinde odaklanmaktadır<sup>84</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticareti özellikle 1990'lı yıllarda çok ilgi çeken alanlardan biri haline gelmiştir. Bu durumun birkaç önemli nedeni bulunmaktadır<sup>85</sup>. Bunlardan ilki medyanın kazınılan aşırı kârı uzun süre haber yapmasıdır. İkinci olarak içerden öğrenenlerin ticareti olaylarının sıradan yatırımcılar yanında Enron, Merrill Lynch, Wall Street Journal gibi tanınmış kurumlar bünyesinden çıkmış olmasıdır. Amerika Birleşik Devletleri'nde sermaye piyasası ile ilgili olan düzenlemeler en çok içerden öğrenenlerin ticareti nedeniyle

---

<sup>81</sup> William Wang, , “Stock Market Insider Trading: Victims, Violators And Remedies— Including An Analogy To Fraud In The Sale Of A Used Car With A Generic Defect”, **Villanova Law Review**, Vol: 45,( Insider Trading) , s. 29.

<sup>82</sup> Laura Nyantung Beny, “Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence”, **William Davidson Institute Working Paper** Number 741, January, 2005, s. 17.

<sup>83</sup> Bris Arturo, “Do Insider Trading Laws Work”, **Yale International Center for Finance Working Paper** No: 00-19, 2000, s. 2; McGee ve Block, s. 9.

<sup>84</sup> Troy Harder, “Searching For A Level Playing Field: The Internationalization Of U.S. Securities Disclosure Rules”, Vol: 24/2, **Houston Journal Of International Law**, 2002, s. 347.

<sup>85</sup> Fred D’Amato, “Equitable Claims To Disgorged Insider Trading Profits”, **Wisconsin Law Review**, 1989, s. 1433

ihlal edilmektedir<sup>86</sup>. Bu nedenle gerek ulusal gerekse uluslararası düzenlemelere gereksinim duyulmaktadır.

Uluslararası alanda sermaye piyasalarının elektronik ortamda erişilebilir hale gelmesi düzenleme gereksinimini daha da arttırmaktadır<sup>87</sup>. Bu bağlamda özellikle kamuyu aydınlatma ilkesinin uluslararası erişilebilirliği üzerinde çalışmalar yapılmaktadır<sup>88</sup>. Harmonizasyon sayesinde uluslararası işlemlerle yani başka bir ülke aracı kurumu aracılığıyla yapılabilecek içerden öğrenenlerin ticareti işlemlerinin önlenmesi hedeflenmektedir<sup>89</sup>.

Bu kapsamda ülkelerin sermaye piyasaları otoritelerinin üye oldukları bir örgütlenmenin kurumsallaşma süreci devam etmektedir. Uluslararası düzenlemelerin yapılması ve bir eşgüdümün sağlanabilmesi için özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu çalışmaktadır<sup>90</sup>. Bu amaçla Uluslararası Menkul Kıymetler Teşkilatları Komisyonu (The International Organization of Securities Commissions IOSCO) 1998 yılında kurulmuştur<sup>91</sup>.

IOSCO yatırımcıların güvenliğinin sağlanması için diğer önlemlerin yanında içerden öğrenenlerin ticaretinin de önlenmesinin gerekliliği üzerinde durmakta<sup>92</sup>, uluslararası alanda kabul edilebilir ve güvenilir bir sermaye piyasası yaratılabilmesi için Uluslararası Kamuya Açıklama Standartlarının (International Disclosures Standarts (IDS)) belirlenmesine çalışmaktadır.

---

<sup>86</sup> Marleen O'Connor, "Toward A More Efficient Deterrence Of Insider Trading The Repeal Of Section 16b", **Fordham Law Review**, Vol: 58, 1990, s. 314.

<sup>87</sup> Zemser, s. 903.

<sup>88</sup> Harder, s. 347.

<sup>89</sup> Fox, Merritt, "The Securities Globalization Disclosure Debate", **Washington University Law Review**, Vol: 78, 2000, s. 569.

<sup>90</sup> Roberta Karmel, "Will Convergence Of Financial Disclosure Standarts Change SEC Regulation Of Foreign Issuers", **Brook J. Int'l L.** Vol: 26/2, 2001, s. 486.

<sup>91</sup> Kurul sermaye piyasalarıyla ilgili yıllık raporlar yayımlamaktadır. Aldığı kararların bağlayıcılığı bulunmamakla birlikte, bu yönde kurumlaşma sürecine girilmiştir.

<sup>92</sup> **IOSCO**, Objectives and Principles of Securities Regulation, 2003. s. 5 Erişim: 04.12.2006, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

Düzenleme yönündeki görüşler aşağıdaki başlıklar altında toplanabilmektedir.

## 1. Taraflar Arasında Adalet ve Eşitliğin Sağlanması

Yatırımcıların sermaye piyasası hakkında bilgi sahibi olması gerekmektedir. İşlem yapan taraflar, istedikleri ve yeterince çaba gösterdiklerinde bu piyasayla ilgili bilgiye ulaşabilmelidir. Sermaye piyasasında bilgi önemli ve değerli bir mal niteliğindedir, bir tarafın esaslı bilgiye dayanarak ticaret yapması işlem yapan taraflar arasında hakkaniyet ilkesinin zedelenmesi olarak görülmektedir<sup>93</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığına dair bilgilerin çoğalması taraflar arasında ortaya çıkan bilgi asimetrisi nedeniyle sermaye piyasalarındaki işlem hacmini daraltabilmekte ve yatırımcının moralini bozabilmektedir<sup>94</sup>. Sonuçta sermaye piyasalarına olan güven sarsılmakta ve sıradan yatırımcılar daha fazla zarar görebilmektedir<sup>95</sup>. Bir başka görüşe göre içerden öğrenenlerin ticareti adaletsiz gelir bölüşümüne neden olduğundan toplum ve ekonomi üzerinde ağır maliyet yaratmakta, ekonomik etkinliği azaltmakta, piyasa yapısına ve hükümete olan güveni sarsmaktadır<sup>96</sup>.

ABD, AB ve Türk mevzuatlarında içerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasının temel gerekçesi işlem yapan tarafların bilgi donanımlarında adaletin sağlanmasıdır<sup>97</sup>. Böylece bir taraf yalnızca kendisinin sahip olduğu

---

<sup>93</sup> Synder, s. 419; A.Brown, s. 915; Brodsky, s. 921; Cox, s. 628; Colvin, s. 603.

<sup>94</sup> Saul Levmore, "In Defense Of The Regulation Of Insider Trading", **Harvard Journal Of Law And Public Policy**,( Regulation)Vol: 11, 1988, s. 108.

<sup>95</sup> Cheng/Firth/Leung/Rui, "The Effects of Insider Trading on Liquidity". 2005, s. 20, Erişim: 17.06.2006, www.ssrn.com. SSRN\_ID881293\_code211389[1].

<sup>96</sup> Chapman/Denniss, s. 1.

<sup>97</sup> Amerika'da Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun temel amacı; menkul ticaretiyle uğraşan yatırımcıların korunması ve sermaye piyasasında güvenin sağlanması olarak belirlenmiştir. Avrupa Birliği Hukuku'nda ise manipülasyonlar ve içerden öğrenen işlemleri piyasaları bozucu (*market abuse*) olarak görülmektedir. Birlik piyasalarının düzenli işlemesi, yatırımcının güvenliğinin ve piyasalara olan güveninin sağlanması amacıyla bu tür işlemlere karşı ortak kurallar getirilmiştir. Avrupa Birliği'ndeki içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili çıkarılan Yönergelerde düzenlemelerin temel amacı üye ülkeler arasında kargaşaya neden olan farklı

bilgiye dayanarak diğerk tarafa zarar veremeyecektir. Bu durum uluslararası sermaye piyasalarında da sağlanmaya çalışılmaktadır. Böylece yatırımcılar için uluslararası alternatifi olan, globalleşmiş bir sermaye piyasasının yaratılabileceği düşünülmektedir<sup>98</sup>.

Türk Hukuk sisteminde de öngörülen zorunlu açıklama sistemi, şirket de dâhil olmak üzere sermaye piyasası araçlarının ticaretini yapan tüm tarafların çıkarlarını aynı anda ve eşit olarak korumak amacını gütmektedir.

## 2. Yatırımcının Zarar Görmemesi

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yapılabilceği esaslı bilginin mevcut olması durumunda, bu bilgiye sahip olmayan yatırımcı, hisse senetlerini “kötü” yani doğru ve istikrarlı olmayan bir fiyattan alıp satmaktadır<sup>99</sup>. Esaslı bilginin kullanılmasıyla birlikte, sıradan yatırımcılar zarar edebilecekleri gibi, kârları içerden öğrenen ticareti olmasaydı ulaşabilecekleri düzeyin altında kalabilmektedir. Amerikan Hukuku’nda içerden öğrenenlerin ticaretinin yatırımcılara verdiği zararı kabul eden ve karara bağlayan ilk dava Kardon v. National Gypsum Co. olmuştur<sup>100</sup>. Davayla, içerden öğrenenlerin ticaretinin bilgi asimetrisi nedeniyle sıradan yatırımcıya zarar verdiği resmen onanmıştır.

İçerden öğrenen ve sıradan yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisi nedeniyle, şirkete ait esaslı bilginin tüm yatırımcılara aynı anda açıklanması ya da bu açıklama yapıłana kadar da gizlenmesi gerekmektedir. Bilgi asimetrisinin ortaya çıkması durumunda, sermaye piyasalarına duyulan güven sarsılmaktadır. Bu nedenle sıradan yatırımcı, sermaye piyasalarını terk ederek diğerk finansal araçlara yönelmektedir. Sermaye piyasalarından kaçış, içerden öğrenenler de dâhil olmak

---

uygulamaların aynılaştırılması gereksinimi olarak görülmektedir. Türk Hukuku’nda ise Sermaye Piyasası Kanunu’nun konusu sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek olarak belirlenmiştir.

<sup>98</sup> Harder, s. 351.

<sup>99</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 71.

<sup>100</sup> John Beaulieu Greiner, “Damages For Insider Trading In The Open Market: A New Limitation On Recovery Under Rule 10b-5”, *Vanderbilt Law Review*, Vol: 34, 1981, s. 797.

üzere tüm yatırımcılara zarar verecek bir durumdur. Ancak içerden öğrenenlerin ticaretinin en fazla zararı sermaye piyasalarında sık sık alım satım yapan yatırımcılara verdiği düşünülmektedir<sup>101</sup>. Bu durumda içerden öğrenenlerin ticaretinin varlığı sermaye pazarlarını daraltabilmektedir<sup>102</sup>.

### **3. İhraççının Zarar Görmemesi**

İçerden öğrenenlerin ticaretinin varlığı durumunda ihraççı şirketin de zarar görme olasılığı bulunmaktadır. Bu zararın ortaya çıkması özellikle şirket bünyesinde çalışanların bireysel çıkarlarını şirket menfaatlerinin önünde tutmalarından ve konumları itibarıyla sahip oldukları bilgileri kendi mameleki yararları için kullanmalarından kaynaklanmaktadır<sup>103</sup>. Şirket özellikle aşağıda belirtilen durumların varlığında zarara uğrayabilmektedir.

#### ***a. Bilgilendirmede Gecikme Olması***

Alt düzeydeki bir şirket yöneticisi örneğin şirket muhasebecisi, sahip olduğu esaslı bilgiyi üst düzey yöneticisine vermeden önce bu bilgiye dayanarak içerden öğrenenlerin ticareti yapabilmektedir. Örneğin şirket kârının beklenenden fazla olacağını anlayan muhasebeci bu bilgiyi üst düzey yöneticilere aktarmadan şirket hisselerini alabilir. Bu alışı bağli olarak şirketin hisse senetlerinin fiyatları yükselebilecektir. Şirketin aynı bilgiye dayanarak işlem yapması durumundaysa muhasebecinin davranışı nedeniyle yükselmiş olan fiyattan hisse senedi alınmaktadır. Bu ve bunun gibi çeşitli nedenlerle ihraççı aleyhine bir sonuç ortaya çıkabilmektedir.

---

<sup>101</sup> Wang, Insider Trading, s. 40.

<sup>102</sup> Bu durum piyasalarda işlem sığılı olarak adlandırılmaktadır.

<sup>103</sup> Peter Donnelly, "The Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act Of 1988 And Controlling Person Liability", **University Of Detroit Law Review**, Vol: 67, 1990, s. 266.

İçerden öğrenenin bilgiyi açıklamadan önce kullanması kendi menfaatine olmaktadır. Bu nedenle bu tip işlemlerin önlenmesi için içerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasının gerekliliğini savunanlar bulunmaktadır<sup>104</sup>.

Özellikle örgütlenmesi karışık ve çok basamaklı olan şirketlerde bilgi akışı zamanında ve sağlıklı olarak sağlanamadığından yukarıdaki örneğe benzer içerden öğrenen işlemlerine rastlanabilmektedir<sup>105</sup>.

### ***b. Şirket Planlarının Aksatılmaması***

Şirket, bir başka şirketi satın almayı planladığında (tender offer), bu plan doğrultusunda hareket eden içerden öğrenenin eylemleri, şirket planlarını aksatabilmektedir. Şirketin planından haberdar olan çalışan ya da çalışanların bu bilgiyi kullanarak hedef şirket senetlerini almaları, hedef şirket hisselerinin değerini arttırmaktadır. Bu nedenle şirketin satın alma planı aksayabilmekte ya da eskisine göre daha maliyetli hale gelebilmektedir.

Şirket planlarını aksatabilecek bir başka neden de erken açıklamadır. Bilgiye sahip olan içerden öğrenenin bu bilgiyi zamanından önce açıklaması hedef şirket hisselerinin değerini zamanından önce yükseltebileceğinden, hedef şirketin ele geçirilmesi daha maliyetli hale gelebilecek ya da hiç alınmayabilecektir<sup>106</sup>.

### ***c. Şirket İtibarının ve Mülkiyet Haklarının Zedelenmemesi***

Şirket bilgilerinin içerden öğrenen işlemlerinde kullanılması, sermaye piyasalarında bu şirkete olan güveni sarsabilmektedir. Şirkete olan güvenin sarsılması gerek şirket satışlarını gerekse şirket hisselerinin fiyatlarını yani

---

<sup>104</sup> Michael Dooley, "Enforcement Of Insider Trading Restrictions", *Virginia Law Reviews*, Vol 66, 1980, s. 33.

<sup>105</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 75.

<sup>106</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 76.

şirketin değerini düşürebilmektedir. Şirket isminin kötüye çıkmaması için içerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesi gerekmektedir.

İçerden öğrenenin şirkete karşı olan yükümlülüklerinden birisi de şirket sırlarının korunmasıdır. Bu sırların patent ya da marka gibi bazıları kanun ve tescil mekanizmasıyla daha fazla korunmaktadır. Ancak özellikle salt bilgiye dayanan bazı ticari sırların da fikri mülkiyet hakkı sayılması ve bu hakkın izin alınmadan başkaları tarafından kullanılmaması yönünde görüşler bulunmaktadır<sup>107</sup>.

Bu görüşlere göre içerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasına yönelik yapılan düzenlemeler fikri mülkiyet haklarını da kapsayacak şekilde geliştirilmeli, esaslı bilgi, fikri mülkiyet haklarından sayılmalıdır<sup>108</sup>.

Örneğin Chiarella Davası'nda ilk derece mahkemesi [Amerikan Yüksek Mahkemesi katılmasa da] finansal ürünleri basan matbaacının çalışanı olan Chiarella'nın kullandığı bilginin, matbaaya ait olan fikri mülkiyet haklarından olduğuna karar vermiştir<sup>109</sup>.

### III. Kanaatimiz

Öğretideki baskın görüşe paralel olarak, biz de içerden öğrenenlerin ticaretinin yasal olarak düzenlenmesini desteklemekteyiz. Zira içerden öğrenenlerin ticareti, adil olmayan asimetrik bilgilenmeye dayandığından işlem yapan taraflar arasında sağlanması gereken hakkaniyete aykırı bulunmaktadır.

---

<sup>107</sup> Frank Easterbrook, "Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges And The Production Of Information", **The Supreme Court Review**, 1981, s. 310.

<sup>108</sup> Bainbridge, Stephen, Insider Trading Regulation, **SMU Law Review**, 1999,(Regulation) s. 1591.

<sup>109</sup> U.S v Chiarella Davası Karar No: 588 f.2d 1358 (1978). Chiarella, Pandick Press şirketinin evraklarını basarken, piyasadan hisse senetleri toplanıp, ele geçirilecek şirketin (hedef şirket) kimliğini öğrenmiştir. Kamuya duyurulmadan önce bu bilgiyi kullanarak, hedef şirketin hisse senetlerini düşük fiyatla piyasadan toplamış, ilandan sonra bu senetleri yüksek fiyattan satarak yüksek kâr elde etmiştir. Ancak, Chiarella, bilgileri şirket dışındaki bir kişi olarak tesadüfen elde etmiş olduğundan yaptığı işlemlerden sorumlu tutulmamıştır.

Ticari sır niteliğine haiz herhangi bir şirket bilgisinin kişisel çıkar amacıyla kullanılması, şirket menfaatleriyle çatışmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin mağdur ya da mağdurlarının saptanması olanaklı olmamakla beraber bu ticaret sonucunda örneğin Enron olayındaki gibi sermaye piyasalarında oluşan belirsizlik ve krizler tüm ekonomi açısından risk doğurabilmektedir. Bu nedenle zararın mağdurunun yatırımcıların tümü ve hisse senetleri işlem gören şirket ya da şirketler olduğu düşünülebilecektir. Burada özellikle şirketin mağduriyetinin önlenmesi önemlidir ve bu durum ancak kanuni düzenlemelerle sağlanabilecektir.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin kanuni olarak önlenmesinden rahatsız olabilecek tek grup ise bizzat aldatıcı davranışlarla haksız kazanç elde eden ya da olası zararını önleyen içerden öğrenen ya da içerden öğrenenler olacaktır. Bu bağlamda kanuni düzenlemelerin ülkelerle sınırlandırılmasının yeterli olmayacağını, uluslararası mevzuat harmonizasyonunun sağlanmasının da yararlı olacağını düşünmekteyiz.

### **§3. İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Bazı Ülkelerdeki ve Avrupa Birliği'ndeki Hukuki Düzenlemeler**

#### **I. İngiltere**

İngiltere'de içerden öğrenenlerin ticareti işlemleri, şirketlerin hisse senetlerini sermaye piyasasında halka arz etmeye başlamalarından bir süre sonra ortaya çıkmıştır. Halka açık şirket ortakları ve kurucuları, gerçek durumdan habersiz kişileri hisse senetlerinin değerlerinin artacağına inandırarak, yüksek fiyattan satış yapmışlardır. Bu tür olayların yaygınlaşması sonucunda bilgilerin kamuya paylaşılmasının önemi anlaşılmaya başlanmış, İngiltere'de, 1696 yılında Ticaret Komisyonu (The Board Of Trade) oluşturulmuştur. Komisyon, İngiltere ve bağlı kolonilerindeki sermaye piyasası faaliyetlerini incelemiş, raporlar



yayımlamış, menkul kıymetlerin alım satımında yaygınlaşan hileli davranışları önlemeye çalışmıştır<sup>110</sup>.

Ticaret Komisyonu, yatırımcılara gerçek dışı yanıltıcı bilgi verdiği tespit edilenlerin ve hileli davranışlarla menkul kıymet satanların engellenmesi gerektiği sonucuna varılmıştır. Bu rapor, hem kamuyu aydınlatma ilkesinin temelini atmış, hem de içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan daha sonraki düzenlemelerin kökeni oluşturmuştur<sup>111</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin ilk yasal düzenleme (*Bubble Act*)<sup>112</sup> 1720 yılında yine İngiltere’de yürürlüğe girmiştir. Bu Kanunun çıkartılmasında South Sea Company olayı etkili olmuştur<sup>113</sup>.

South Sea Company olayından sonra hazırlanan Bubble Act<sup>114</sup>, içerdiği katı hükümler sebebiyle sermaye piyasasını olumsuz yönde etkilemekle eleştirilmiş, bu gerekçelerle de 1825 yılında yürürlükten kaldırılmıştır. Bu Kanun yerine Şirketler Kanunu (Companies Act) yürürlüğe girmiştir. Kanun anonim şirketlerde izahnamenin tescilini ve izahnamede yer alan bilgilerin tam ve doğru olarak açıklanmasını düzenlemiştir<sup>115</sup>.

---

<sup>110</sup> Erişim; 10.12.2006, <http://www.dinsdoc.com/greene-3-4.htm>,

<sup>111</sup> Turanboy, s. 10.

<sup>112</sup> “Bubble” kelimesi, kabarcık, balon, hava boşluğu gibi anlamlara gelmektedir. Bu Kanun’a “Bubble Act” denilmesinin nedeni 18. yüzyılda sermaye piyasasında, saman alevi, sabun köpüğü olarak tanımlanan çok sayıda olumsuz şirket örneğinin görülmüş olmasıdır. “Bubble Act” piyasada birbirine benzeyen, çok hızlı ve anlık yükseliş ve düşüşler gösteren bu tür şirketleri önlemek için yürürlüğe girmiştir. İhtiyar, s.13.

<sup>113</sup> Erişim: 06.01.2006, [http://en.wikipedia.org/wiki/South\\_Sea\\_Bubble](http://en.wikipedia.org/wiki/South_Sea_Bubble). İngiltere’de faaliyet gösteren, ortakları İngiltere’deki soylu ve asiller olan South Sea Company hisse senetlerinin fiyatları 1720 yılı içinde önemli değişiklikler göstermiştir. Hisse senetlerinin değeri Ocak ayında 128 Sterlin olarak başlamış, Şubat ayında 330 Sterlin’e yükselmiş ve Mayıs ayında 550 Sterlin olmuştur. Hisse senetlerinin yükseldiği dönemde şirket ortakları ellerindeki hisse senetlerini satarak büyük kazançlar elde etmişlerdir Hisse senedi değerlerinin bu kadar değişmesinde şirket hakkında bilgi sahibi olan yöneticilerin doğru olmayan açıklamaları etkili olmuştur. Şirket yöneticileri de, İngiltere’nin şirket borçlarını yükleneyeceğini halka yayarak, hisse senetleriyle devlet tahvillerini değiştirebileceklerini kamuoyuna duyurmuşlardır. Bu açıklamalar, hisse senetleri fiyatlarını yükseltmiş, daha sonra şirket sahiplerinin yaptığı açıklamaların gerçeği yansıtmadığı anlaşılınca, hisse senetleri fiyatları yılbaşındaki fiyatlarının altına düşmüştür.

<sup>114</sup> Kanun’un “bubble” sabun balonu olarak nitelendirilmesinin nedeni, hisse senetlerinde oluşan geçici ve normal olmayan yükselmelere “bubble” adı verilmiş olması dolayısıyladır. Bilgi için bkz.: [http://en.wikipedia.org/wiki/South\\_Sea\\_Bubble](http://en.wikipedia.org/wiki/South_Sea_Bubble)

<sup>115</sup> Ticaret Komisyonu Raporu’nda “menkul kıymetlere yatırımda bulunacak kişilerin, şirket ve menkul kıymet hakkında tüm bilgilerin verilmesi “ ifadesi yer almaktadır. Turanboy, s.12.

1867’de kabul edilen yeni Şirketler Kanunu (Companies Act ) ise, içerden öğrenenlerin ticareti alanında yeni kavramların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Öncelikle Kanun, içerden öğrenenlerin ticareti açısından sorumluların kapsamını genişletmiştir. Şirket kurucularının; şirketin izahnamesini ve sirkülerini hazırlayanların, idare meclisi üyeleri ve diğer yöneticilerin sorumlulukları arttırılmıştır. Bu kişiler hem izahnamede ve sirkülerdeki yanıltıcı beyanlardan hem de iyi niyetle hisse senedi alan kişilere karşı izahnamede açıklanmayan hususlardaki hileli hareketlerinden dolayı sorumlu tutulmuştur<sup>116</sup>.

1867 Tarihli Şirketler Kanunu (Companies Act) ile kabul edilen, yöneticilerin iyi niyetle hareket etmesi, iyi niyet ve sorumlu davranış gibi yeni kavramlar, önce mahkeme kararlarında yer almış, daha sonra ABD Hukuku’nda içerden öğrenenlerin sorumluluğunu belirleyen ilkelerden biri olan güven yükümlülüğünün kökenini oluşturmuştur.

1890 yılında, davalarda benimsenen ilkeler de dikkate alınarak “Anonim Şirket İdare Meclisi Üyelerinin Sorumluluğu Hakkında Kanun” (The Director’s Liability Act) hazırlanmıştır. Bu Kanun’la şirket yöneticilerinin hatalı davranışları nedeniyle hissedarların para kaybetmeleri önlenmeye çalışılmıştır<sup>117</sup>. Daha sonra 1867 Tarihli Companies Act’e bir bölüm eklenerek yönetim kurulunun ve kurucu üyelerin izahname ve sirkülerdeki gerçek dışı beyanlardan doğan sorumlulukları yasal bir dayanağa oturtulmuştur<sup>118</sup>.

İngiltere’de 1900’de yeni bir Şirketler Kanunu (Companies Act) kabul edilmiştir. Bu yasada, izahnamede yer alan gerçek dışı beyanlardan dolayı şirket yöneticilerinin sorumluluğunu ortadan kaldıran koşulları içeren anlaşmalar

---

<sup>116</sup> Turanboy, s. 12.

<sup>117</sup> Faircloth, Jennifer, Securities Law Outline 1998, Erişim:10.12.2006, <http://209.85.129.104/search?q=cache:OlmYOTiao2QJ:edchan.ca/docs/year3/Securities/Securities%252098%2520Faircloth.doc+The+Director%E2%80%99s+Liability+Act+1890&hl=tr&gl=tr&ct=clnk&cd=1>

<sup>118</sup> Turanboy, s. 13

geçersiz sayılmıştır. Ayrıca yatırımcının daha iyi korunması için izahnamede yer alacak bilgiler daha ayrıntılı olarak düzenlenmiştir<sup>119</sup>.

Şirket yöneticilerinin şirket menkul kıymetleri ile işlem yaparak haksız kazanç elde etmesi ve şirket hisselerinin parça parça el değiştirmesi işleminin yaygınlaşması, içerden öğrenenlerin ticaretinin yeniden düzenlenmesi ihtiyacını doğurmuştur. 1939 yılında Hileli Yatırımın Önlenmesine Dair Kanun (Prevention of Fraud Investment Act) yürürlüğe girmiştir. Bu Kanun, borsada aracılık faaliyetlerini düzenlemiş ve şirketlerin menkul kıymet ihracını belli koşullara bağlamıştır<sup>120</sup>.

1948 Tarihli Şirketler Kanunu (Companies Act) öncesinde artan içerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesi için Cohen Komitesi olarak adlandırılan bir Komisyon oluşturulmuştur<sup>121</sup>. Cohen Komitesi'nin çalışması sonucunda, 1948 Tarihli Şirketler Kanunu'na (Companies Act) bir madde konulması yoluna gidilmiştir. Bu maddeyle şirket yöneticilerini izleyebilmek için, sahip oldukları şirket hisse senetleri ve bunlar üzerinden yaptıkları işlemlerin tescili öngörülmüştür. Bu konuda oluşturulan Ticaret Kurulu'na inceleme yetkisi de verilmiştir. Ticaret Kurulu, şirket hisselerinin % 1'ine sahip olanların yaptıkları işlemleri duyurma yükümlülüğünü ise kabul etmemiştir<sup>122</sup>.

Bu Yasanın yürürlükte olduğu dönemde, şirket yöneticilerinin konumları itibarıyla elde ettikleri bilgileri kullanarak, şirkete ait hisse senetleri üzerinde işlem yapmalarına engel olunamamıştır. Bunun için, İngiliz Parlamentosu'nda Jenkins Komitesi olarak da adlandırılan bir Şirketler Hukuku Komitesi oluşturulmuştur<sup>123</sup>. Jenkins Komitesi bir grup Kanun teklifi hazırlamıştır. Bunlar içerisinde içerden öğrenenlerin ticaretini önlemek amacıyla hazırlanmış, fiyata duyarlı bilgilerin kullanılmasıyla ilgili bir Kanun teklifi de vardır. Jenkins

---

<sup>119</sup> Turanboy, s. 13.

<sup>120</sup> Turanboy, s. 14.

<sup>121</sup> Erişim: 18.12.2006, [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_qa3657/is\\_200412/ai\\_n9466071/pg](http://findarticles.com/p/articles/mi_qa3657/is_200412/ai_n9466071/pg)

2

<sup>122</sup> Turanboy, s. 14.

<sup>123</sup> Ayrıntı için bkz. Jenkins Committee On Company Law, Erişim: 18.12.2006, <http://www.actuaries.org.uk/files/pdf/library/JIA-086/0215-0220.pdf>

Komitesi'nin hazırladığı rapor doğrultusunda, 1967 Tarihli Şirketler Kanunu (Companies Act) hazırlanmış ve kabul edilmiştir<sup>124</sup>.

1967 Tarihli Şirketler Kanunu (Companies Act)<sup>125</sup>, ABD'deki 1934 Tarihli Securities And Exchange Act'e benzeyen hükümler taşımaktadır. Bu Kanun, içerden öğrenenlerin ticaretini önleyebilmek için, şirket yöneticileri ve şirket yönetiminde etkin olabilecek büyük ortaklara yönelik iki farklı bildirim yükümlülüğü getirmiştir. Kanuna göre; şirket yöneticileri ve onların reşit olmayan çocukları ve eşleri şirkete ait hisseyi ele geçirir ya da elden çıkarırsa, şirkete bu durumu ve hisse senedinin fiyatını 14 gün içerisinde bildirmek mecburiyetindedir. Şirketin % 10 hissesine sahip ortakları ise, yaptıkları işlemi hem kendi hisse senedi sahipleri defterine, hem de şirketin işlem defterine kaydetmekle yükümlüdür. Şirket içi denetimle içerden öğrenenlerin ticareti önlenmeye çalışılmışsa da yasada bildirim mükellefiyetinin yaptırımını olarak öngörülen “kınama” cezası beklenen hedefe ulaşamamıştır.

İngiltere’ de, 20 Aralık 1985’de Finansal Hizmetler Kanunu yayımlanmıştır. Bu Kanun, yatırımcıyı korumaya yönelik olarak, Stock Exchange Act (1976) ve Banking Act’ın (1979) çeşitli hükümlerinde değişiklik yapmıştır<sup>126</sup>. İçerden öğrenenlerin ticareti alanında cezai yaptırımları da içeren Insider Dealing kavramı da ilk kez kabul edilmiştir.

1980 tarihinde kabul edilen Şirketler Kanunu’nun (Companies Act) devamı niteliğindeki 1990 tarihli Şirketler Kanunu’nun V. Bölümü (107–121. maddeleri) içerden öğrenen işlemlerine ayrılmış, içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili hükümler ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Her iki kanun da içerden

---

<sup>124</sup> Karasioğlu, s. 3.

<sup>125</sup> Ayrıntı için bkz. Companies Act, Act 25 Of 1967. Erişim: 24.03.2006, [http://www.centralbank.org.ls/legal/COMPANIES\\_ACT\\_A.pdf](http://www.centralbank.org.ls/legal/COMPANIES_ACT_A.pdf)

<sup>126</sup> Karasioğlu, s. 115.

öğrenenlerin ticaretini bir suç olarak kabul etmekte, tüm sermaye piyasaları ve tüm sermaye piyasası araçlarını kapsamaktadır<sup>127</sup>.

## II. Amerika Birleşik Devletleri

ABD’de, içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin önlemler İngiltere’dekinin aksine oldukça geç tarihlerde alınmaya başlanmıştır. 1929 yılında sermaye piyasasında fiyatların önemli ölçüde düşmesi ve arkasından yaşanan Büyük Kriz’in yol açtığı ekonomik krizlerin yeniden yaşanmaması amacıyla ticari alana devlet müdahalesinin gerekliliği ortaya çıkmıştır. Amerikan Kongresi, gelecekte sermaye piyasasında adaletin ve doğruluğun etkin olmasını amaçlayan kapsamlı düzenlemeleri yürürlüğe koymuştur. Sermaye piyasası alanında bu amaçla 1933, 1934 ve devam eden yıllarda çıkarılan kanunlar olmuştur. Yeni Ticaret Çağı (New Deal Era) olarak adlandırılan bu dönemde, ABD’deki kamuyu aydınlatma ilkesinin yer aldığı ilk düzenleme olan Mavi Gök Kanunları (Blue Sky Laws) geliştirilerek, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) ve 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act) çıkartılmıştır. 2002 yılında kanunlaşan Sarbanes Oxly Act ile şirkete bağlı olarak çalışanların içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili hukuki sorumlulukları arttırılmıştır<sup>128</sup>.

Doktrinde; Mavi Gök Kanunları (Blue Sky Laws ), 1933 tarihli Securities Act ve 1934 tarihli Securities Exchange Act’ın,

- i. Hileli işlemleri önleme,
- ii. Menkul değerlerle ilgili işlem yapan kişilerin ve
- iii. Menkul kıymet işlemlerinin tescili esaslarını benimsediği kabul edilmektedir<sup>129</sup>. ABD’de hâlihazırda uygulanmakta olan kanunların ulaşılacak

---

<sup>127</sup> Patrick Wallace, “Who Is Subject To The Prohibition Against Insider Trading: A Comperative Study Of American, British And French Law,” **Southwestern University Law Review**, Vol: 15, 1985, s. 236.

<sup>128</sup> Marc Steinberg, “Insider Trading Regulation – A Comperative Analysis”, **The International Lawyer**, (Regulation),Vol. 37, No: 1, 2003, s. 153. ;Micah Acoba, Insider Trading Jurisprudence After United States v. O’Hagan A Restatement Of Torts, Cornell Law Review, Vol: 84, 1999,s.1361.

<sup>129</sup> Turanboy, s. 17.

istenen ideal durumdan uzak olduğu ancak diğer ülke uygulamalarının önünde olduğu değerlendirilmektedir<sup>130</sup>.

### A. Mavi Gök Kanunları (Blue Sky Laws )

ABD’de bulunan eyaletlerin 47’sinin kendi iç hukuk kurallarını düzenlemek üzere 1911 ve 1931 yılları arasında çıkarttıkları Kanun’ların tümüne Mavi Gök Kanunları (*Blue Sky Laws*) adı verilmektedir<sup>131</sup>. Bu düzenlemeler ilk kez Kansas’ta menkul kıymetlerin alım satımındaki hileli davranışları önlemek amacıyla yapılmıştır

Mavi Gök Kanunları, adını çıkartıldıkları dönemde sermaye piyasasında artan hileli işlemlere duyulan endişeyle bağlantılı olarak almıştır. Kanuna bu ismin verilmesinin nedeni,1917 tarihli bir mahkeme kararında yer alan ifadelerdir. Sermaye piyasasında, artan hile ve aldatmacalar sonucunda kötü niyetli kişilerin mavi gökyüzünü bile parselleyip menkul kıymetler yoluyla yatırımcıya satacağı, endişeleri bu Kanun’ların hazırlanmasında etkili olmuştur<sup>132</sup>.

Mavi Gök Kanunları’nın amacı, şirket alacaklılarını ve şirkete hissedar olmak isteyenleri her türlü aldatıcı davranışlardan ve aldatmalı açıklamalardan korumak olarak belirlenmiştir. Kanun, yatırımcıların korunması için gerekli bilginin tam ve doğru olarak açıklanmasını (*full disclosure*) öngörmüştür.

Kanun’un yürürlüğe girmesinden hemen sonra Federe Devletler de kendi yasalarını çıkarmış olmalarına rağmen, yeknesak bir düzenleme yapılamamıştır.

---

<sup>130</sup> Marc Steinberg, , Insider Trading – A Comparative Perspective, (Comparative Perspective) Erişim: 27.10.2006, <http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/steinb.pdf>.

<sup>131</sup> Paul Mahoney, “The Origins of The Blue Sky Laws: A Test of Competing Hypotheses, University of Virginia School of Law”, **Law and Economics Research Papers Working Paper No: 01-11**, Aralık 2001, s. 1.

<sup>132</sup> Bu kanunları Mavi Gök Kanunları ifadesinin kökeni Kansas eyaletinde gerçekleşen hileli işlemlere dayanmaktadır. Eyaletteki kötüniyetli kişiler, hileli işlemlere başvurarak, aslında hiçbir değeri olmayan kağıtları, çoğu tarımla uğraşan halka yüksek fiyattan satmışlardır. Hile ve aldatmacalar piyasada o kadar artmıştır ki artık gökyüzü bile parsellenip satılır hale gelmiştir. Bu nedenle hileli işlemlere baş vuran kişilere “mavi gök tacirleri”olarak adlandırılmaktadır. İhtiyar, s.16.

Mevzuattaki farklı hükümlerin sebep olduğu karışıklık zaman içerisinde Mavi Gök Kanunları'nın etkinliğini azaltmıştır. Kanunun uygulanabilmesi için gerekli uzman kadronun oluşturulamaması gibi etkenler sermaye piyasası mevzuatında yenilik ihtiyacını doğurmuştur. 1933 yılına kadar yürürlükte kalan Mavi Gök Kanunları, içerden öğrenenlerin ticaretini önlemekte başarılı olamamıştır<sup>133</sup>.

Şirketlerin hissedarlarının artmasıyla birlikte; ortakların şirket üzerindeki denetimi azalmış, yöneticiler giderek daha bağımsız hareket eder hale gelmişlerdir. Bu nedenle pek çok yöneticinin, gizli bilgileri kullanarak, şirket hisseleri üzerinden işlem yaptıkları ve kazanç sağladıkları görülmüştür. 1915 yılında New York Times'ın yaptığı bir araştırma da bu durumu doğrular niteliktedir. Bu araştırmaya göre; ABD'de şirket yöneticilerinin %90'ı kendi şirketlerinin hisse senetleri üzerinden işlem yapmaktadırlar<sup>134</sup>.

Birinci Dünya Savaşı sırasında ve 1929 yılında yaşanan ekonomik kriz menkul kıymetlerin borsa fiyatlarını etkilemiştir. Hisse senedi fiyatlarındaki aşırı düşüşlerin en önemli sebepleri arasında, şirket yöneticilerinin ve çalışanlarının şirkette edindikleri bilgileri kullanarak, menkul kıymetlerin değerlerine etki edecek işlem yapmaları gösterilmiştir<sup>135</sup>. Bu gelişmeler Kongreyi harekete geçirmiş, ulusal alanda benzer bir krizin tekrar yaşanmaması için sermaye piyasasını ilgilendiren yasal düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır.

Ancak içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili olarak yapılan düzenlemeler genelde ihtilafli olagelmıştır ve muğlak kalmıştır<sup>136</sup>. Yani içerden öğrenenin kim olduğu sorusu çeşitli davalarda değişik yanıtlar bulmuştur. Ayrıca içerden öğrenenin yaptığı hangi işlemlerin hangi koşullar altında içerden öğrenenlerin ticareti sayılıp cezai müeyyide uygulanacağı sorusu da zaman, olay ve duruma göre değişmiştir.

---

<sup>133</sup> Turanboy, s. 17.

<sup>134</sup> Turanboy, s. 19.

<sup>135</sup> Turanboy, s. 20.

<sup>136</sup> Anabtawi, Iman, "Toward A Definition Of Insider Trading", *Stanford Law Review*, Cilt: 41, Sayı: 377, 1989, s. 377.

## B. 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act)

ABD’de Mavi Gök Kanunları’nın yetersizliklerinin anlaşılması sonucunda, 1933 yılında, Federal Ticaret Komisyonu tarafından Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act*) yürürlüğe konulmuştur. Aynı Kanun ile bağımsız bir idari kuruluş olan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (*Securities Exchange Commission*) oluşturulmuştur. Komisyona, sermaye piyasalarının düzenlenmesiyle ilgili önemli görevler verilmiştir. Komisyonun görevi; yatırımcıların korunması, adil, kurallı ve etkin bir sermaye piyasasının oluşturulması olarak belirlenmiş, kanuni düzenleme yapmaya, davalarda taraf olmaya ve sermaye piyasalarıyla ilgili kararlar almaya yetkili kılınmıştır<sup>137</sup>.

Menkul Kıymetler Kanunu iki temel amaç benimsemiştir.

- i. Yatırımcıların, kamuya sunulan menkul kıymetlerle ilgili mali ve diğer önemli bilgileri edinebilmeleri,
- ii. Sermaye piyasalarında menkul kıymet ticaretindeki aldatıcı işlemlerin yasaklanması<sup>138</sup>.

Bu düzenlemelerden sonra şirket yöneticileri, birinci el piyasalarda kamuyu aydınlatma mükellefiyetlerini sadece izahname ile sınırlı olsa da yerine getirmeye başlamışlardır. Hisse senedi ihracı sonrasında, şirketle ilgili bilgiler değişmiş olsa bile, kamunun aydınlatılması uzun aralıklarla gerçekleştirilmiştir. Böyle bir uygulama, bilgide eşitlik ilkesinin tam olarak sağlanmamasına neden olmuştur<sup>139</sup>.

Kanun ikinci el piyasaları düzenlememiş bu nedenle eksik kalmıştır<sup>140</sup>. Kanun’un ikinci el piyasaları kapsamaması nedeniyle, ikinci el piyasalarda

---

<sup>137</sup> How the SEC Protects Investors, Erişim: 04.12.2006, <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>

<sup>138</sup> Securities Act of 1933, Erişim: 24.02.2006, [http://en.wikipedia.org/wiki/Securities\\_Act\\_of\\_1933](http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_Act_of_1933)

<sup>139</sup> Robert Bruner, “M&A Guide to Rules of the Road: Securities Law, Issuance Process, Disclosure, and Insider Trading”, Erişim: 13.08.2006 [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). SSRN\_ID653301\_code22750[1] s. 2,

<sup>140</sup> Turanboy,s.25.



menkul kıymet satın alanlar, özellikle şirket birleşmeleri ve kartel oluşumları ile gelişen idare grubu karşısında zayıflamıştır. Yatırımcıların şirketlerle ilgili yeni ve doğru bilgilere ulaşabilmeleri ancak, şirket yöneticilerinin iyi niyetli tutumları sayesinde mümkün olabilmektedir.

Kanun’la menkul kıymet ihraç eden şirkete çıkardığı menkul kıymet ile ilgili bilgileri tam ve doğru olarak vermek ve SEC’e kote ettirme mecburiyeti yüklenmiştir<sup>141</sup>. Bilgilerin bu özelliği taşımadığı durumlarda SEC, menkul kıymet ihraç eden şirketten eksiklerin giderilmesini ve/veya tamamlanmasını isteyebilmiş, şirket bilgi verme yoluna gitmezse şirket hakkında menkul kıymet ihracını “durdurma emri” (*stop order*) verebilmiştir. Menkul kıymet ihraç eden şirketin kasten ve hileli bazı açıklamalarda bulunduğu anlaşılırsa, SEC doğrudan durdurma emri de verebilmiştir<sup>142</sup>.

Menkul Kıymetler Kanunu’nun (Securities Act), şirketler için ilk ihraç aşamasında getirdiği yaptırımlar son derece yetersiz kalmıştır. Daha önce de ifade edildiği gibi Kanun bu haliyle ikinci el piyasalarında faaliyet gösteren yatırımcıları hiçbir şekilde koruyamamıştır. Bu yüzden yeni bir Kanun yapılması gerekmiş, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act) çıkartılmıştır.

### **C. 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act)**

1929 Krizi’nin olumsuz etkilerinin en aza indirilebilmesi için sermaye piyasalarının ve hisse senedi alım satımlarının düzenlenme gereksinimi sonucunda 6 Haziran 1934 tarihinde Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (*Securities Exchange Act*) yürürlüğe girmiştir<sup>143</sup>.

---

<sup>141</sup> Bruner, s. 2.

<sup>142</sup> Turanboy, s. 23.

<sup>143</sup> Michael Falconer, , “An Outsider Who Misappropriates Confidential Information May Be Charged With Securities Fraud: United States v. Newman”, **DePaul Law Review**, Vol: 31, 1982, s. 849.

Bu Kanun'un temel amacı; menkul ticaretiyle uğraşan yatırımcıların korunması ve sermaye piyasasında güvenin sağlanması olarak belirlenmiştir<sup>144</sup>. Kongre tutanaklarında da, “Bu Kanun'un temel amacı, yatırımcıların korunabilmeleri için, yatırım kararı verebilmelerine etkili olabilecek her türlü bilgilerin bütünü ile açıklanmasıdır” şeklinde ifade edilmiştir<sup>145</sup>. Bu durum “*tam açıklama politikası*” (*full disclosure*) olarak da adlandırılmaktadır<sup>146</sup>. Amerikan Yüksek Mahkemesi, Santa Fe Industries Inc. V. Green Davası'nda<sup>147</sup> 1934 Tarihli Kanun'un ana çerçevesinin kamuya tam açıklamanın sağlanması olduğunu belirtmiştir.

1934 tarihinde yürürlüğe giren Menkul Kıymetler Borsası Kanunu, eleştiriler dikkate alınarak hazırlanmış, kamuyu aydınlatma ilkesinin en etkin uygulandığı Kanun olmuştur. Kanun, SEC tarafından çeşitli tarihlerde yeni maddeler eklenerek genişletilmiştir. Bu anlamda Kanun esnek ve uygulamadaki gereksinimlere cevap verebilecek şekilde hazırlanmıştır<sup>148</sup>. 10 milyon Dolar sermayeye sahip ya da 500 ortaklı şirketlerin SEC'e kote edilmesi şartı getirilmiş, bu şirketler bildirim yükümlülüğü olan şirketler olarak nitelendirilmiştir<sup>149</sup>.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu, içerden öğrenenlerin ticareti hakkında önemli hükümler içermektedir. Eklenen yeni maddelerle birlikte Kanun'un içerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen temel hükümleri; 10, 14 ve 16'ncı maddeleridir.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10. maddesinde, içerden öğrenen (*insider*) ve içerden öğrenenlerin ticareti (*insider trading*) terimleri yer almamaktadır. Amerikan Hukuku'nda geçerli alan “güven sağlama yükümlülüğü”

---

<sup>144</sup> Bainbridge, Comprehensive Primer , s. 9.

<sup>145</sup> Lester Bliwise, “Corporate Recovery For Insider Violations”, **Brooklyn Law Review**, Vol: 36, 1970, s. 78; . C.T Mira, “The Measure of Disgorgement in Enforcement Actions Against Inside Trader Rule of 10b-5”, **Catholic Un.Law, Rev.**,1985, s.453.

<sup>146</sup> Dennis Karjala, “Federalism, Full Disclosure and The National Markets In The Interpretation Of Federal Securities Law”, **Northwestern University Law Review**, 1986, s. 1480.

<sup>147</sup> Santa Fe Industries Inc. V. Green Davası Karar No.; 430 U.S. 462.

<sup>148</sup> Dooley, s. 193.

<sup>149</sup> Bruner, s. 2.

üzerine inşa edilen<sup>150</sup> 10'uncu maddenin amacı içerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesidir.

10'uncu madde kapsamında yapılan incelemelerde hile ya da aldatma (*fraud* ya da *deceit*) kavramları kullanılmış,<sup>151</sup> her iki kavram da içerden öğrenenlerin ticaretinin nedeni olarak görülmüştür<sup>152</sup>. Maddedeki aldatma kavramının genişliği ve esnekliği nedeniyle pek çok olay bu kapsamda değerlendirilebilmiştir. Bu maddeyle SEC'e aldatici ve yanıltıcı davranışları yasaklama yetkisi verilmiştir.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10. maddesinin b fıkrası<sup>153</sup> kapsamında; herhangi bir ulusal sermaye piyasasında herhangi bir kişinin herhangi bir haberleşme aracı, posta ya da benzerleri ile doğrudan ya da dolaylı olarak;

—borsaya kote edilmiş/edilmemiş ya da swap anlaşmalarına konu olmuş menkul kıymetlerin alım satımında,

—manipülasyon ya da aldatmaya yönelik ve

— Menkul Kıymetler Komisyonu'nun yatırımcının korunması ya da kamu menfaatlerinin korunması amacıyla almış olduğu aldığı kararlar ve düzenlemeler hilafına olan davranışları yasaklanmıştır.

Madde, aldatici davranış, manipülasyonlar ve içerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesi amacıyla kullanılmıştır. Ancak, Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b maddesi, içerden öğrenenlerin ticaretini dolaylı olarak düzenlemektedir. Uygulama kapsamında 10b maddesi genişletilmiştir. Halen uygulamada da içerden öğrenenlerin ticaretini asıl düzenleyen madde 10b-5

---

<sup>150</sup> Robert Anderson, "Securities Regulation: Rule 10b-5 of SEC Act-TippeesAre Not Liable For Insider Trading, Absent A Breach Of Insider's Fiduciary Duty", **Washburn Law Journal**, Cilt: 23, 1984,s. 735.

<sup>151</sup> Victor Brudney, O'Hagan's Problems, *The Supreme Court Review*, (O'Hagan's),1997, s. 252.

<sup>152</sup> Bu nedenle çalışmamızın bazı bölümlerinde hile bazı bölümlerinde de aldatma kavramları mahkeme kararlarında ve doktrinde geçtiği şekilde kullanılmıştır ancak uygulamada kavramlar arasında bir fark olmadığı düşünülmektedir.

<sup>153</sup> Değişiklikler; June 6, 1934, c. 404, Title I, § 10, 48 Stat. 891; Dec. 21, 2000, Pub.L. 106-554, § 1(a)(5), 114 Stat. 2763.

maddesidir. Bu madde 1942 yılında yürürlüğe girmiştir<sup>154</sup>. 22 Aralık 1948 tarihinde SEC, 10b–5 kuralını yeniden düzenlemiştir.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun (Securities Exchange Act) 10b–5 maddesi,<sup>155</sup> “herhangi bir ulusal sermaye piyasasında herhangi bir kişinin herhangi bir haberleşme aracı, posta ya da benzerleri ile doğrudan ya da dolaylı olarak;

—bir menkul kıymetin alım ya da satımı ile ilgili olarak (in connection with)

—hile, aldatma ya da sahip olunan bir hüner kullanarak diğer kişileri kandırmasını,

— Maddi vakıalar hakkında (*material fact*) gerçek dışı beyanda bulunmasını veya yaptığı beyanın tüm gerekli açıklamaları içermemesini yani açıklamalarının yapıldığı şartlar altında üçüncü şahısların yanılmamaları için gerekli olan bilgileri taşımamasını yasaklamaktadır.”

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b–5 maddesi, 1961 yılına kadar dar olarak yorumlanmış ve pek çok eyalette içerden öğrenenlerin ticareti için bir çözüm yaratmamıştır<sup>156</sup>. Madde ikincil piyasalardaki işlemlere herhangi bir yasaklama getirmemiştir. Ayrıca, genellikle yüz yüze muameleler ya da bunların kontrolü amacıyla kullanılmıştır<sup>157</sup>. 1961 yılından sonra SEC'in maddeyi yorumlayışı ve uygulama alanı değişmiş ve genişlemiştir.

Şu andaki uygulamada, 10b maddesi genel olarak Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin benimsediği esnek yaklaşıma paralel şekilde geliştirilmiş ve değiştirilmiştir. 10b–5 maddesi içerden öğrenenlerin kamuya açıklanmamış esaslı bilgiyi kendi çıkar ve hesaplarına kullanmalarını ya da başkalarına aktarmalarını

---

<sup>154</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 11.

<sup>155</sup> Securities Exchange Act (1934) § 10b, 15 U.S.C §78j(b) (1994).

<sup>156</sup> Chad Etheridge, “How The Tiumvirate Of Skilling, Fastow And Lay Brought Down Enron Corporation: An Issuers Duty Under Rule 10b-5 To Correct And Update Materaly Misleading Statements”, **Thurgood Marshall Law Review**, Vol: 28, 2003, s. 85.

<sup>157</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 11.

önlemek amacıyla kullanılmaktadır<sup>158</sup>. Bu anlamda 10b–5 maddesi Amerikan Hukuku’nda sermaye piyasalarındaki hileli davranışların önlenmesine yönelik olarak kullanılan en önemli maddelerden biri olma niteliğini taşımaktadır<sup>159</sup>.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’nun 10b–5 maddesine son yıllarda eklenen 10b5–1<sup>160</sup> ve 10b5–2<sup>161</sup> maddeleri, Amerikan Hukuku’nda içerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesine yönelik uygulanmakta olan yeni düzenlemelerdir ve mahkeme kararları bu maddelere dayandırılmaktadır<sup>162</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticareti olaylarında kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak yapılan ticareti yasaklayan 10b5–1 maddesi 2000 yılında çıkartılmıştır<sup>163</sup>.

10b5-1 maddesi ile 10b–5 maddesinin kapsamı genişletilmiştir. 10b5-1 maddesine göre; herhangi bir ihraççıya ait herhangi bir hisse senedinin, bu hisse senedi ya da ihraççıyla ilgili;

—kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye (material nonpublic information) dayanarak

—ihraççıya karşı ya da ihraççıdan bilgiyi edinmiş kaynak kişiye karşı doğmuş güven ve sır saklama yükümlülüğünün doğrudan, dolaylı ya da aktarılmış (derivative) şekilde ihlali ile alınıp satılması yasaklanmıştır.

---

<sup>158</sup> Donald Langevoort, “Investment Analysts And The Law Of Insider Trading”, **Virginia Law Review**,( Investment Analysts), Vol: 76, 1990, s. 1023.

<sup>159</sup> Donald Langevoort, “Fraud And Insider Trading In American Securities Regulation,” **Hastings International Comp. Law Review**, (Fraud),Vol: 16, 1993, s. 176.

<sup>160</sup> 65 FR 51716, 51737, 24 Ağustos. 2000. Madde kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak hisse senedi alım satımı yapılamayacağını belirtmektedir.

<sup>161</sup> 65 FR 51716, 51738, 24 Ağustos. 2000. Düzenleme ile (ilerleyen bölümlerde üzerinde durulan) Kötüye Kullanma Teorisi’nin kullandığı ve Modern Teori’nin kullanmakta olduğu güven ve sır saklama kavramına açıklık getirilmiş, içerden öğrenenlerin ticaretinin bu yükümlülüğün ihlaliyle oluşacağı ifade edilmiştir. Maddeye göre güven ve sır saklama yükümlülüğü aşağıdaki durumlarda da oluşmaktadır;

—Herhangi bir kişi kendine saklanmak üzere verilmiş bilgiye sahipse,

—Kamuya açıklanmamış esaslı bilgiyi başkalarıyla paylaşıyorsa ve bilgiyi alan şahıs bu bilginin esaslı bilgi olduğunu biliyor ya da bilmesi gerekiyorsa,

—Kamuya açıklanmamış esaslı bilgi eşlerden, anne babadan ya da kardeşler gibi aile yakınlarından alınmışsa güven ve sır saklama yükümlülüğü doğmaktadır.

<sup>162</sup> Langevoort, Fraud, s. 179.

<sup>163</sup> 65 FR 51716, 51737, 24 Ağustos 2000.

10b5-1 Maddesi lafzında, bilginin esaslılık ve kamuya açıklanmamış olma nitelikleri açıkça yer almaktadır. Bu anlamda geçmiş düzeltilmeler yanında daha kolay anlaşılabilir nitelik taşımaktadır. Doktrinde ve mahkeme kararlarında içerden tartışılan konular yasalaşmıştır.

10b-5 Maddesini genişleten bir başka düzenleme 10b5-2 maddesidir. 10b5-2 Maddesi, ile Kanun Koyucu, Kötüye Kullanma Teorisi'ni benimsediğini göstermiş, 10b5-1 ile de modern yetersiz yönlerini tamamlamıştır.

10b5-2 Maddesi, kamuya açıklanmamış esaslı bilginin, güven ve sır saklama yükümlülüğü çerçevesinde kötüye kullanılması yasaklanmıştır. Madde güven ve sır saklama yükümlülüğünün ne zaman oluşacağına açıklık getirmektedir.

10b5-1b maddesine göre aşağıdaki durumlarda güven ve sır saklama yükümlülüğü oluşmaktadır;

—bilgi herhangi bir kişiye güven ilişkisi içinde verilmişse,

—bilgiye sahip olan kişi bu bilgiyi bir başka güven ilişkisine dayanarak paylaşmış ve bilgiyi alan kişi bu bilginin kamuya açıklanmamış esaslı bilgi olduğunu biliyorsa ya da bilmesi gerekiyorsa,

—Herhangi bir kişi bilgiyi bulunmayan eş, ebeveyn, kardeşinden edinmişse, ve bilgiyi edinen kişi bilgi kaynağına karşı güven ve sır saklama yükümlülüğü içinde değilse.

1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 12. maddesine göre; hisse senetlerinin borsada işlem görebilmesi için Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'na (SEC) tescil ettirilmesi gerekmektedir.

Aynı maddede, ikinci el piyasada bilgi eşitsizliğini engellemek için şirketlere “sürekli açıklamada bulunma yükümlülüğü” getirilmiştir. Şirketlere, haklarındaki bilgilerin yenilenmesi için üç farklı dönemsel rapor vermek zorunluluğu konulmuştur. Bu raporlar; Yıllık (*Annual Reports*), Üç Aylık

Raporlar (*Quarterly Reports*) ve Yasada belirtilen özel durumlardan birinin gerçekleşmesi halinde hemen hazırlanan raporlardır (*Current Reports*).

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 14'ncü maddesinin e bendi, aleni alım tekliflerinde<sup>164</sup> içerden öğrenenlerin ticaretini dolayısıyla da gerçeğe aykırı bilgi vermeyi ve verilmesi gerektiği halde bilgi vermekten kaçınılmasını yasaklamaktadır. Bu madde SEC'in sermaye piyasaları üzerindeki yetkilerini arttırmıştır<sup>165</sup>. Aynı kapsamda işlem yapmaya etki edebilecek esaslı bilginin gizlenmesi, aldatıcı, yönlendirici (manipülatif) ve hissedarları yanıltıcı eylemler yasaklanmıştır.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 14e-3<sup>166</sup> maddesi; bir kimsenin aleni alım teklifleriyle ilgili olarak içerden edindiği kamuya açıklanmamış esaslı bilgiyi kullanmasını ve ticaret yapmasını yasaklamaktadır. Burada işlemin yasaklanabilmesi için bilginin kamuya açıklanmamış olduğunun bilinmesi ya da bilinebileceğini gösteren bir neden olması gerekmektedir. Ayrıca bilgiyi edinenin bu bilgiyi;

- i. Teklif verenden,
- ii. Teklif veren şirketin yönetici, çalışan, işçi ya da bu şirket adına çalışan herhangi birinden ya da,
- iii. Teklif verilen şirkette bu durumdan haberdar olanlardan almış olması gerekmektedir.

İçerden öğrenenlerin ticaretini doğrudan düzenleyen Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 16'ncı maddesinin amacı; şirket yöneticilerinin, ağırlıklı pay sahiplerinin<sup>167</sup> ve bunların yakınlarının gizli bilgileri kullanarak, şirketin hisse

---

<sup>164</sup> Aleni alım teklifi; Amerikan Hukukundaki "tender offer" kavramını karşılamak üzere kullanılmıştır. Bu terim, bir şirketi ele geçirmek amacıyla; hisse sahiplerine bu hisseleri almak üzere piyasa fiyatının üzerinde öneride bulunmak anlamına gelmektedir. Mevzuatımızda bu tip işlemlere izin verilmemektedir.

<sup>165</sup> Mark Kahrs, "Is The Securities And Exchange Commission Overreaching Its Rulemaking Authority Under Rule 14e-3," **Washburn Law Journal**, Vol: 30, 1991, s. 311.

<sup>166</sup> Değişiklikler; 45 FR 60418, 12 Eylül 12 1980; 64 FR 61408, 61465, 10 Kasım 1999.

<sup>167</sup> Şirket hisselerinin % 10'undan fazlasına sahip olanlar.

senetleri üzerinde işlem yapmalarının önlenmesidir. Madde bu anlamda şirkete bağlı içerden öğrenenleri düzenlemiş ve içerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesi için üç aşamalı düzenleme getirmiştir<sup>168</sup>. Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 16/a maddesi, kapsam dâhilinde yer alan şirkete bağlı içerden öğrenenlerin kendi şirketleriyle ilgili olarak yaptıkları ticaretin rapor edilmesini emretmektedir. 16/c maddesi içerden öğrenenlerin kendi şirketleriyle ilgili olarak yaptıkları ticaretten kısa dönemli kâr elde etmelerini yasaklamaktadır. Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 16/b maddesi ise içerden öğrenen eğer 16/c kapsamında bir ticaret yapmışsa, bu ticaretten elde ettiği gelirin şirkete devredilmesini öngörmektedir.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 16/a maddesi esaslı sayılabilecek bilgilerin açıklanma zamanı konusunda da yükümlülük getirmektedir. Buna göre şirket yöneticileri ya da ağırlıklı pay sahiplerinde bir değişiklik olması durumunda bu durum ilgili kurumlara bildirilmelidir. Madde Sarbanes-Oxley Act'e atıfta bulunarak, Kanun'un yürürlük tarihini izleyen ilk yıldan sonra açıklanması zorunlu unsurların elektronik ortamda bildirilmesi yükümlülüğü getirilmiştir. Böylelikle işlemlerin hızla yapılması ve diğer yatırımcılara duyurulabilmesi olanaklı hale gelmiştir.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 16/b maddesiyle, şirket yöneticilerinin elde ettikleri esaslı bilgiye dayanarak, hisse senedi işlemleri yapmak suretiyle kısa bir süre içinde kâr elde etmeleri yasaklanmaktadır. Böyle bir kâr elde edilmişse, altı aylık süre içerisinde şirket hisse senetleri alınıp satılırken oluşan fiyat farkı, kâr olarak değerlendirilmeli ve şirkete iade edilmelidir.

Bu maddenin altı aylık süre kısıtlaması nedeniyle içerden öğrenenlerin ticaretine dar bir düzenleme getirdiği düşünülmektedir<sup>169</sup>. Bu nedenle içerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesinde asıl olarak kullanılan Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun maddesi 10b olmuştur. 16. madde ise içerden öğrenenlerin

---

<sup>168</sup> Kahrs, s. 308.

<sup>169</sup> Bainbridge, Comprehensive Primer,, s. 11.



ticaretini önlemekten çok, manipulasyonları önlemeye yönelik olarak kullanılmıştır.

#### **D. İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle Menkul Kıymet Sahtekârlığı İnfaz Kanunu (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act)**

14 Eylül 1988 tarihinde ABD Temsilciler Meclisi'nde içerden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik olarak İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle Menkul Kıymet Sahtekârlığı İnfaz Kanunu (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act ITSFEA) kabul edilmiştir<sup>170</sup>. Bu Kanun 1934 tarihli Kanun'un bazı maddelerini değiştirerek içerden öğrenenlerin ticaretinin kapsamını genişletmiş ve içerden öğrenenlerin ticaretine uygulanan cezaları arttırmıştır<sup>171</sup>. Bu bağlamda işverenin sorumluluğu da arttırılmıştır<sup>172</sup>.

Kanun 18 Kasım 1988'de onaylanarak yürürlüğe girmiş, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 32a maddesi değiştirilerek içerden öğrenenlerin ticareti durumunda verilebilecek hapis cezası maksimum 5 yıldan 10 yıla, en yüksek para cezasının sınırıysa 100.000 dolardan 1.000.000 dolara yükseltilmiştir. ITSFEA işverenlerin, iş görenlerinin yaptıkları içerden öğrenenlerin ticaretinden dolayı sorumlu tutulabileceği hükmünü getirmiştir. Buna göre işveren, bu eylemlerden dolayı bir milyon dolara kadar cezaya çarptırılabilir.

ITSFEA, içerden öğrenenlerin ticaretine üç ana alanda düzenleme getirmiştir<sup>173</sup>.

---

<sup>170</sup> Bu Kanun'dan önce 1984 Tarihli Insider Trading Sanctions Act çıkartılmış olsa da Kanun içerden öğrenenlerin ticaretinin kapsamını değiştirmemiş, yalnızca uygulanacak cezai yaptırımları arttırmıştır.

<sup>171</sup> Karar No: H.R. 5133.

<sup>172</sup> Bruce Teeters, "Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act Of 1988: Just How Much Are Employers Going To Pay", *Cincinnati Law Review*, Vol: 59, 1991, s. 589.

<sup>173</sup> Barbara Aldave, "Misappropriation: A General Theory Of Liability For Trading On Nonpublic Information", *Hofstra Law Review*, (Misappropriation), Vol: 13, No: 101, 1985, s. 921.

i. 20a'ya<sup>174</sup> göre içerden öğrenenlerin ticareti dolayısıyla elde edilen gelir, dava yoluyla geri alınabilecektir. Dava, içerden öğrenenlerin ticaretine konu olan hisse senetlerini alıp satanlar ya da menfaati zedelenenler tarafından açılabilir.

ii Kanunla SEC'in cezai yetkisi arttırılmıştır. Çalışan ve çalıştırının gerek bilerek, gerekse ihmal nedeniyle içerden öğrenenlerin ticaretinden sakınmaları için cezai müeyyideler ağırlaştırılmıştır. Ancak verilecek para cezası 21a'ya<sup>175</sup> göre hisse senedi alımı ya da satımı dolayısıyla elde edilen gelir ya da önlene kaybın üç katından fazla olamayacaktır.

iii. SEC, içerden öğrenenlerin ticaretini ve kanuni olmayan bilgi aktarımını önlemek üzere bilgi vereceklere para ödülü verebilecektir (21a-e).

#### **E. Sarbanes Oxly Kanunu (Sarbanes Oxly Act)**

ABD sermaye piyasalarında oluşan pek çok şirket ve bilanço skandalı 30 Haziran 2002 tarihli Sarbanes Oxly Kanunu'nun<sup>176</sup> çıkartılmasında etkili olmuştur. Özellikle, yönetim kademelerinde bulunan kişilerin büyük skandallar (Enron skandalı gibi) yaratmaları sebebiyle yeni Kanun, yatırımcı ve şirket güvenliğinin sağlanması ve güçlendirilmesi için şirket ve şirket yönetimi açısından geliştirilmiş standartlar getirmiştir<sup>177</sup>.

Sarbanes Oxly Kanun'un 403'ncü maddesi herhangi bir ihraççıya bağlı olan ve içerden öğrenen sayılabileceklerin yaptıkları sermaye piyasası işlemlerinin SEC'e bildirilmesini zorunlu kılmıştır.

---

<sup>174</sup> 6 Haziran, 1934, c. 404, Başlık I, § 20A, 19 Ekim 1988, Pub.L. 100- 704, § 5, 102 Stat. 4680

<sup>175</sup> June 6, 1934, c. 404, Title I, § 21A, as added Nov. 19, 1988, Pub.L. 100- 704, § 3(a)(2), 102 Stat. 4677, and amended Oct. 15, 1990, Pub.L. 101 429, Title II, § 202(b), 104 Stat. 938; Dec. 21, 2000, Pub.L. 106-554, § 1(a)(5) [Title II, § 205(a)(4), Title III, § 303(k), (l)], 114 Stat. 2763, 2763A-426, 2763A-456, 2763A 457; July 30, 2002, P.L. 107-204, Title III, § 308(d)(2), 116 Stat. 785

<sup>176</sup> Pub. L. No. 107-204, 116 STAT. 745 (2002).

<sup>177</sup> Erişim: 30.03.2006, <http://sixsigmatutorial.com/SOX/Sarbanes-Oxley.aspx?>

Bu Kanun'da sermaye piyasalarıyla ve kamuya açıklanmayla ilgili kapsamlı düzenlemeler getirilmiştir. İçerden öğrenenlerin ticareti ifadesinin yer aldığı Sarbanes Oxly Kanunu'nun 306'ncı maddesi ise klasik içerden öğrenen olarak nitelenenlerin sermaye piyasalarındaki bazı işlemlerine kısıtlama getirmiştir. Bu madde dışında içerden öğrenen ya da içerden öğrenenlerin ticareti ifadesine yer verilmemiştir.

Yönetici kredileri, hisse senedi opsiyonları gibi şirket çalışanlarına sunulan finansal olanakların kullanılmasının yasak olduğu zamanlar "blackout period" olarak adlandırılmaktadır. Sarbanes Oxly Kanunu'nun 306'ncı maddesi işlem yasağı dönemlerinde<sup>178</sup> içerden öğrenenlerin ticaretini düzenlemektedir. Bu düzenleme şirket çalışanlarını ve daha çok üst düzey yöneticileri hedeflemektedir.

Sarbanes Oxly Kanunu'nun 306/a maddesi, işlem yasağı döneminde şirkete bağlı "klasik" içerden öğrenenlere işlem yasağı getirmektedir. 306/a-1 maddesine göre "herhangi bir ihraççıya bağlı olarak çalışan tüm yönetici ya da üst düzey çalışanların işlem yasağı dönemlerinde işleri ile doğrudan ya da dolaylı olarak ilgili olan hisse senetlerini alıp satmaları ya da diğer yöntemlerle devredip edinmeleri" yasaklanmıştır". 306/a-2'ye göre bu şekilde elde edilen kazançlar şirket tarafından geri alınabilecektir.

Sarbanes Oxly Kanunu'nun içerden öğrenenlerin ticaretini dolaylı olarak ilgilendiren ve zorlaştıran 403-406'ncı maddeleri kamuyu aydınlatma prensiplerini ağırlaştırarak değiştirmiş; sermaye piyasalarında yapılan tüm işlemlerin elektronik olarak bildirilmesi zorunluluğunu getirmiştir<sup>179</sup>. Böylece içerden öğrenen ve içerden öğrenen benzerlerinin yaptıkları işlemlerin kolay ve kısa sürede izlenebilmesine olanak sağlanmıştır.

---

<sup>178</sup> Blackout Period ifadesini karşılamak üzere işlem yasağı dönemi kullanılmıştır.

<sup>179</sup> Aaron Gelband, "Opportunities After Sarbanes-Oxley: Can Outsiders Earn Abnormal Profits by Mimicking Insider Trades?", June 2005, Erişim: 25.02.2006, [http://www-econ.stanford.edu/academics/Honors\\_Theses/Theses\\_2005/Gelband.pdf](http://www-econ.stanford.edu/academics/Honors_Theses/Theses_2005/Gelband.pdf)

Sarbanes Oxly Kanunu'nun 403'ncü maddesi ile 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 16'ncı maddesinin kapsamı genişletilmiştir. Şirkete bağlı olan üst düzey çalışanlar, yöneticiler ve hisse senetlerinin %10'dan fazlasını elinde bulunduranların finansal durumlarını SEC'e bildirmeleri şart koşulmuştur. Bildirim zamanı Sarbanes Oxly Kanunu'nun 403/a-2 maddesinde yer almaktadır;

- i. Şirket hisse senedi ihraç edildiği zaman,
- ii. Herhangi bir şahıs şirkette yönetici pozisyonu elde etmesini ya da kaybetmesini takip eden 10 gün içinde,
- iii. Herhangi bir kişi şirketin hisse senetlerinin %10'dan fazlasına sahip olduğunda ya da %10'dan fazla hisse senedine sahip olan kişi bu vasfını kaybettiğinde 10 gün içinde SEC'e bildirmek zorundadır.

Kanun'un 403/a-4 maddesine göre; bildirimler elektronik ortamda yapılabilmektedir. Yapılacak bildirimler aynı zamanda (eğer varsa) şirkete ait internet adresinde de yer almalıdır.

Kamuya açıklamanın nasıl yapılacağı konusunda Kanun etik kurallar ihdas etmiştir. Kanun'un 406/c-2 maddesine göre; yapılan bildirimler tam, adil, doğru, zamanında ve anlaşılabilir olarak yapılmalıdır.

### **III. Avrupa Birliği'ndeki Hukuki Düzenlemeler**

#### **A. Tarihsel Gelişim**

Avrupa Birliği'nde sermaye piyasası politikaları açısından "şeffaflık" temel ilkelerden biridir<sup>180</sup>. Bu yaklaşım ilk kez Segré-Bericht<sup>181</sup> ile 1966 yılında ortaya konulmuştur. Şeffaflığın sağlanabilmesi için benimsenen prensip kamuyu aydınlatma ilkesidir.

---

<sup>180</sup> Veliye Yanlı, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, 2005, s.179.

<sup>181</sup> Segré-Bericht, Avrupa Birliği Komisyonunun, bir Avrupa Sermaye Piyasası Hukuku oluşturmak üzere oluşturduğu bir uzmanlar kurulunun 1966 yılında hazırladığı rapordur.

Avrupa Birliği oluşturulmadan önce, Avrupa Komisyonu'nun menkul kıymetlerle ilgili işlemlerde üye ülkelerin uyması zorunlu olan kuralları belirlediği Avrupa Menkul Kıymetlerin Ticaretine İlişkin Davranış Kuralları<sup>182</sup> (25 Haziran 1977, 77/534/EEC) yürürlüğe girmiştir. Roma Antlaşması'nın Birinci Bölümü'nün İlkeler kısmında yer alan 2. maddesine<sup>183</sup> dayanan bu düzenlemenin amacı, üye olan ülke mevzuatlarının sermaye piyasaları açısından yakınlaştırılması ve sermaye piyasalarının geliştirilmesi olarak belirlenmiştir<sup>184</sup>.

Bu düzenlemeyle ilk kez içerden öğrenenlerin ticaretinin üye ülkeler arasında önlenmesi için davranış kuralları<sup>185</sup> geliştirilmeye çalışılsa ve bu belge ilerideki düzenlemelere kaynak teşkil etse de düzenleme başarıya ulaşamamıştır<sup>186</sup>.

Avrupa Birliği Hukuku'nda yer alan içerden öğrenenlerin ticaretiyle (içerden öğrenen işlemleriyle, "insider dealing") ilgili düzenlemelerin temel amacı üye ülkeler arasında kargaşaya neden olan farklı uygulamaların aynılaştırılması gereksinimi olarak görülmektedir<sup>187</sup>. AB'deki düzenlemeler Amerikan Hukuku'nun ortaya koyduğu tecrübeler çerçevesinde şekillendirilmekle birlikte, genel olarak yeni tarihli olduklarından, uygulama sonuçlarının ABD Hukuku'ndaki gibi belirgin olarak ortaya çıktığı söylenemez. Roma Anlaşması'nın 220. maddesinde yer alan AB üyesi ülkelerin mevzuatlarının yakınlaştırılması ilkesi neticesinde, üye ülkeleri kapsayan içerden

---

<sup>182</sup> European Code of Conduct Relating To Transactions In Transferable Securities (77/534/EEC) 1977..

<sup>183</sup> Roma Anlaşması 2. maddesi Avrupa Ekonomik Topluluğunu kuran ülkeler arasında ortak bir Pazar ve parasal birlik kurularak bunun için gereken kuralların oluşturulması gerekliliğinden bahsetmektedir.

<sup>184</sup> Erişim: 14.11.2005, [http://www.fese.be/statistics/european\\_directives/dir\\_77\\_534.pdf](http://www.fese.be/statistics/european_directives/dir_77_534.pdf)

<sup>185</sup> 77/534/EEC, Madde 42; "Çalıştığı iş ya da bulunduğu mevki itibarıyla şirket ya da piyasayla ilgili olan ve hisse senedi fiyatlarına etki edebilecek kamuya açıklanmamış bilgiye sahip herhangi bir kimse bu bilgiyi doğrudan ya da dolaylı olarak ticari nitelikte kullanmamalı, bu bilgiyi kamuya açıklanmadan önce ticari amaçla kullanabilecek bir başkasına vermemelidir" ifadesini taşımaktadır.

<sup>186</sup> Manning Warren, "The Regulation Of Insider Trading In The European Community", **Washington And Lee Law Review**, Vol: 48, 1991, s. 1044.

<sup>187</sup> Amy Stutz, "A New Look At The European Economic Community Directive On Insider Trading", **Vanderbilt Journal Of Transnational Law**, Vol: 23, 1991, s. 138.

öğrenenlerin ticaretiyle ilgili ilk düzenleme “İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Düzenlemelerin Koordinasyonuna İlişkin 13 Kasım 1989 tarihli Yönerge”dir.

### **1. 89/592/EEC Sayılı Yönerge**

13 Kasım 1989 tarihli ve 89/592/EEC Sayılı İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Düzenlemelerin Koordinasyonuna İlişkin Yönerge (*Coordinating Regulations On Insider Dealing*) Avrupa Birliği Konseyi tarafından içerden öğrenen işlemlerinin düzenlenmesinin eşgüdümünü sağlamak üzere çıkarılmıştır. Yönergenin ilk maddesi iç [esaslı] bilgi kavramını tanımlamaktadır. Maddeye göre;

- i.** Bir ya da birkaç ihraççıya ait,
- ii.** Devredilebilir nitelikte olan bir ya da daha fazla menkul kıymetle ilgili,
- iii.** Kesin nitelikte,
- iv.** Kamuya açıklanmamış,
- v.** Ancak açıklanması halinde menkul kıymet fiyatlarında etkili olabilecek nitelikteki bilgi içerden öğrenilen bilgidir.

İkinci maddede ise, içerden öğrenen olarak nitelendirilmemekle birlikte, esaslı bilgiye dayanarak işlem yapamayacak kişilerin listesi yapılmıştır.

- i.** İhraççı adına çalışan yönetici, danışman ya da idareciler,
- ii.** İhraççının sermayesini idare edenler, kullananlar,
- iii.** Konumları nedeniyle esaslı bilgiyi edinebilecek durumda olanlar.

Yönerge sadece devredilebilir nitelikteki menkul kıymetleri yani; hisse senedi, borçlanma tahvili, bu değerler üzerinde işlem yapma hakkı tanıyan sözleşme ya da hakları, vadeli sözleşmeleri, vadeli finansal araçlar gibi değerleri kapsamı içine almıştır. Yönerge, bu kapsam dâhilinde başlangıç bölümünde de

belirtildiği üzere birinci ve ikinci pazarlar ile paralel borsa pazarlarını düzenlemiştir<sup>188</sup>.

Ancak yönergenin yalnızca devredilebilir nitelikteki menkul kıymetleri düzenlemesi, sermaye piyasalarının gelişen koşullarına göre kapsamının dar kalmasına neden olmuştur. Bu nedenle Yönerge'nin tekrar düzenlenmesine gerek duyulmuş ve 2003/6/EU Sayılı Yönerge yürürlüğe konulmuştur.

## 2. 2003/6/EU Sayılı Yönerge

İçerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen 1989 tarihli Yönerge'den sonra, 28 Ocak 2003 tarihinde önceki Yönerge yerine geçen ve fiyata etki edebilecek nitelikte olan bilgilerin düzenlenmesini öngören 2003/6/EU sayılı Yönerge yürürlüğe konulmuştur<sup>189</sup>. Bu Yönerge'yle, üye ülke mevzuatlarının birbirine yakınlaştırılması ve piyasaların düzenli çalışması hedeflenmiştir. Manipülasyonlar ve içerden öğrenen işlemleri piyasaları bozucu (*market abuse*) olarak görülmekte, piyasaların şeffaflığını bozdukları düşünülmektedir. Birlik piyasalarının düzenli işlemesi, yatırımcının güvenliğinin ve piyasalara olan güveninin sağlanması amacıyla bu tür işlemlere karşı ortak kurallar getirilmiştir.

Yönerge<sup>190</sup>, içerden öğrenenlerin ticaretine konu olan [esaslı] bilgiyi tanımlamaktadır. Yönerge'nin 16'ncı maddesine göre bu bilgi (bir önceki yönetmelikte olduğu gibi) iç bilgi (*inside information*) olarak tanımlanmıştır. İç bilgi; kesin [güvenilebilir], kamuya açıklanmamış, doğrudan ya da dolaylı olarak bir ya da birden fazla finansal araç ihraç eden [şirket] veya bir ya da birden fazla finansal araçla ilgili olan bilgidir. İç bilgi ait olduğu finansal kaynağın fiyatının oluşumuna önemli etkilerde bulunabilmektedir.

---

<sup>188</sup> Fuat Gürlesel / Kerem Alkin / Sadi Uzunoğlu, **Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, İstanbul, 1997, s. 39.

<sup>189</sup> Yönergeyle ilgili ayrıntılı bilgi Avrupa Birliği'ndeki Mevcut Durum başlığı altında verilmektedir.

<sup>190</sup> 2003/6 Sayılı Yönerge

Yönerge'nin ikinci maddesi, esaslı bilgiye sahip olanların bu bilgiyi kendi adlarına, ya da üçüncü şahıslar adına kullanmalarının üye ülkeler tarafından yasaklamasını emretmektedir. Bu bilginin kullanan tarafından esaslı [iç] bilgi olduğunun bilinmesi ya da bilinebilecek olması, yapılan işlemin içerden öğrenen işlemi sayılması için yeterli görülmektedir. Yine, bu bilgiye sahip olanın, bilgiyi üçüncü şahıslara aktarması, bilginin kamuya açıklanması için gerekli bir şart oluşturmaktadır.

Yönergeyle, herhangi bir üye ülkenin sermaye piyasalarında işlem gören herhangi bir finansal araç kapsam altına alınmış, düzenleme menkul kıymet kavramı ile sınırlandırılmamıştır. Bu anlamda düzenlemenin oldukça geniş bir alanda uygulanması ve dar kapsamlı olmaması sağlanmıştır.

2003/6/EU sayılı Yönerge, üye ülkelere içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili sorumluluk yüklemektedir. Sermaye piyasalarında içerden öğrenenlerin ticareti olduğundan şüphelenilen işlemlerin birlik kurumlarına zaman geçirilmeden duyurulması şartı getirilmiştir. Sermaye piyasalarının gelişen yapısının gerektireceği önlemleri alma yetkisi Avrupa Komisyonu'na verilmiştir.

### **3. 2004/72/EC Sayılı Yönerge**

29 Nisan 2004 tarihli ve 2004/72/EC sayılı Yönerge, 2003/6/EU sayılı Yönerge'ye göre daha geniş kapsamlıdır<sup>191</sup>. Yeni Yönerge içerden öğrenen listesine girebilecek kişilerin<sup>192</sup> ve ihraççı şirketin yönetiminde bulunan kişilerin açıklama yükümlülüklerini genişletmiştir<sup>193</sup>.

2004/72/EC sayılı Yönerge'ye göre içerden öğrenen sayılabileceklerin listesi oldukça uzundur. Buna göre; esaslı bilgiye ulaşabilecek herhangi bir kişi ve listeye yeni düzenlemelerle eklenecekler içerden öğrenen sayılmaktadır.

---

<sup>191</sup> Yönergeyle ilgili ayrıntılı bilgi Avrupa Birliği'ndeki Mevcut Durum başlığı altında verilmektedir.

<sup>192</sup> 2004/72/EC, Madde 5.

<sup>193</sup> 2004/72/EC, Madde 6/1.



Burada içerden öğrenenin kimler olduğu tek tek sayılmamış, yalnızca kapsama girmenin koşulları belirtilmiştir.

## **B. Yürürlükteki Hukuki Düzenleme**

Avrupa Birliği sınırları içinde içerden öğrenen işlemlerini düzenleyen Yönergeler tüm üye ülkelerde yer alan düzenlenmiş piyasalar açısından bağlayıcı kabul edilmiştir<sup>194</sup>. Halen geçerli olan hukuki düzenlemeler çıkartılan yönergelerin yürürlükteki hükümlerinden oluşmaktadır

### **1. İçerden Öğrenenlerin Ticareti ile İlgili Düzenlemeler**

Piyasa manipülasyonlarını ve içerden öğrenenlerin ticaretini düzenlemek amacıyla çıkartılan 2003/6/EU sayılı Avrupa Birliği Yönergesi, içerden öğrenenlerin kim olduğunu belirlemiştir. Ayrıca içerden öğrenenler listesi ve şüpheli işlemler listesinin şirket bünyesinde oluşturulması hükme bağlanmıştır.

Yönergenin 2, 3 ve 4'ncü maddelerinde, içerden öğrenilen bilgiyi kullanan herhangi bir gerçek kişinin içerden öğrenen sayılacağı hükme bağlanmıştır. Yönerge'nin 4'ncü maddesine göre; "içerden öğrenilen bilgiyi bilerek ya da içerden edinilen bilgi olacağını bilmesi gerekerek kullanan kişilere" üye ülkeler tarafından içerden öğrenenlerin ticaretine dair hükümler uygulanmalıdır.

İçerden öğrenenin kimliği konusunda profesyonel araçlar ya da sıradan yatırımcılar arasında bir ayırım yapılmamıştır. Sorumluluk içerden öğrenenlerin ticaretine neden olan tüm kişilere yüklenebilmektedir<sup>195</sup>. Yönerge, şirketle doğrudan ilişkili olan içerden öğrenenler için içerden öğrenenler listesi gibi ek düzenlemelerin yapılmasını da öngörmektedir.

---

<sup>194</sup> **Memorandum:** EU Market Abuse Rules, Erişim: 05.04.2006, [www.friedfrank.com/publications](http://www.friedfrank.com/publications)

<sup>195</sup> **Memorandum:** EU Market Abuse Rules, Erişim: 05.04.2006, [www.friedfrank.com/publications](http://www.friedfrank.com/publications)

İhraççı şirket, içerden öğrenenlerin ticaretini önlemek üzere gereken tedbirleri almakla mükellef kılınmıştır<sup>196</sup>. Bu kapsamda herhangi bir esaslı bilginin yayılmasını önleme ve bilgi akışını kontrol etme zorunluluğu da bulunmaktadır<sup>197</sup>. İçerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen 2003 tarihli Yönerge'nin 6/3 maddesi ihraççı şirkete, içerden öğrenen kapsamına dâhil olabilecek personeli ve/veya şirket hesabına çalışanları bir liste halinde tutma zorunluluğu getirmektedir. Oluşturulacak liste, içerden öğrenen listesi (*insider list*) olarak adlandırılmaktadır.

Bu kapsamdaki kişilerin, şirketin ihraç ettiği finansal araçlarla ilgili işlemleri zaman geçirmeden<sup>198</sup> üye ülkelerdeki ilgili kurumlara bildirilmeleri (rekabet kurumları) gerekmektedir.

2004 tarihli Yönerge, 2003 tarihli Yönerge'nin 6/9. maddesinde şüpheli işlemler ifadesini genişletmiştir<sup>199</sup>. Yeni Yönerge'nin 7–10. maddeleri şüpheli işlemlerin kapsamını düzenlemektedir. Buna göre içerden öğrenenlerin gerçekleştirdikleri şüpheli sayılabilecek işlemler her açıdan araştırılarak rekabet kurumlarına bildirilmelidir. Bildirilmesi gereken durumlar 8'nci maddede sıralanmaktadır. Buna göre; şüpheli işlemlerin çeşidi, alım ya da satım emirlerinin türü, işlemin yapıldığı piyasa, işlemin neden şüpheli olduğunun gerekçesi ve şüpheli işlemin kimin nam ve hesabına yapıldığı bildirimde yer alması gereken unsurlardan kabul edilmektedir. Yönerge'nin 9'ncü maddesine göre bildirimler zaman geçirmeden posta, elektronik ortam, faks ya da telefonla yapılabilecektir.

---

<sup>196</sup> 2003/6/EU, 6/3. madde.

<sup>197</sup> CESR, Level 2 Advice, 72. paragraf.

<sup>198</sup> 2004/72/EC sayılı Yönerge, 7. maddesi.

<sup>199</sup> 2004/72/EC sayılı Yönerge, 7. maddesi.

## 2. Esaslı Bilgi Kavramı

Avrupa Birliği Hukuku, içerden öğrenenlerin ticaretine konu olan bilginin<sup>200</sup> esaslı sayılabilmesi için aşağıdaki dört unsurun varlığını aramaktadır. Bu unsurlar;

- i. Bilginin kesin olması,
- ii. Fiyata etkili olması,
- iii. İhraççı veya menkul kıymetle ilgili olması,
- vi. Güven yükümlüğünün ihlali sonucu elde edilmiş olmasıdır.

Avrupa Birliği'nin içerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen metinlerinde sermaye piyasası araçlarının ticaretinde bilerek hile ya da sahtekârlık yapanlardan<sup>201</sup> bahsedilmemektedir<sup>202</sup>. Yine ABD'deki uygulamanın aksine Avrupa Birliği Hukuku'nda içerden öğrenenin, içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulabilmesi için bilginin kaynağına karşı güven yükümlülüğü taşıyor olması gerekli olarak görülmemektedir.

## 3. Esaslı Bilgileri Açıklama Yükümlülüğü

2003/6/EU Sayılı Yönerge içerden öğrenenlerin ticaretine konu olabilecek bilgi oluştuğunda en kısa zamanda kamuya açıklanması gerektiğini, açıklama yükümlülüğünün yerine getirilebilmesi için internetin kullanılabileceğini belirtmektedir<sup>203</sup>. Yönergenin 6/3 maddesi ve CESR yapılacak açıklamanın tam ve etkin olması gerektiğini ifade etmektedir<sup>204</sup>.

---

<sup>200</sup> Avrupa Birliği Hukukunda bu bilgi, “inside information” iç[eriden alınan] bilgi olarak tanımlanmaktadır.

<sup>201</sup> Bu ifade “scierter” olarak adlandırılmaktadır.

<sup>202</sup> Memorandum, s. 6.

<sup>203</sup> 2003/6/EU, Madde 6/1

<sup>204</sup> CESR, Level 2 Advice, 65. paragraf.

Açıklamanın zamanlaması konusunda CESR özellikle sözleşmeler üzerinde durmaktadır. CESR Tebliğinde<sup>205</sup> esaslı bilginin kötüye kullanılma riskinin yüksek olduğu sözleşmenin görüşülme ve karar aşaması arasındaki dönemden bahsedilmektedir. Tebliğe göre bu dönemde şirket açısından bazı kararların açıklanması şirket çıkarları açısından doğru olmayacaktır. Bu durum 2003 tarihli Yönergenin 6/2 maddesinde de, açıklama zamanının ertelenebileceği yani açıklama yükümlülüğünün istisnası olabileceği ibaresi konularak ifade edilmiştir. Böyle durumlarda ihraççının sorumluluğu altında kalmak üzere bazı bilgilerin açıklanması geciktirilebilecektir<sup>206</sup>.

CESR Tebliğine göre esaslı bilginin açıklanmasının geciktirilmesinde teknik faktörlerin de düşünülmesi gerekmektedir<sup>207</sup>. CESR açıklamanın ertelenebileceği durumları bazı örnekler vererek açıklamıştır<sup>208</sup>;

—İflasla ilgili durumlarda, bu durumun açıklanması hissedarların menfaatlerini aleyhte etkileyecekse,

—Şirket sözleşmesi gereği, şirket yöneticilerinin aldıkları kararların onaylanması gerekiyorsa kamuya açıklanma ertelenebilecektir. Açıklamanın ertelendiği durumlarda şirket, ertelenen açıklamanın konusunun kullanılmaması konusunda personeli ve diğer kişiler için gerekli önlemleri almakla mükellef kılınmıştır.

## **Ş4. Türk Hukukunda İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin**

### **Hukuki Düzenlemeler**

Türk Hukuku'nda içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili olarak yapılan düzenlemeler yakın tarihlidir. Türkiye'de finansal piyasalar, 24 Ocak 1980 kararlarının ardından liberalleşmiş, Türk ekonomisi serbest piyasa koşullarına bu

---

<sup>205</sup> CESR, Level 2 Advice, 66. paragraf.

<sup>206</sup> 2003/6/EU, Madde 6/2.

<sup>207</sup> CESR, Level 2 Advice, 67. paragraf.

<sup>208</sup> CESR, Level 2 Advice, 72. paragraf.

dönemde uyum göstermeye başlamıştır. Gelişen sermaye piyasaları ve finansal piyasalar paralelinde duyulan gereksinimler sonucunda, içerden öğrenenlerin ticareti de hukuksal düzenlemeye tabi olmuştur.

## **I. Sermaye Piyasası Kanunu ve İkincil Mevzuat**

Ülkemizde sermaye piyasasının gelişebilmesi ve işlerlik kazanabilmesi için 28.07.1981 tarihinde Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe konulmuştur<sup>209</sup>. Kanun'un 1'nci maddesinde kapsam ve amaç; "tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın olarak katılmasını ve sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını sağlamak, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek" şeklinde açıklanmıştır. Genel gerekçede de aynı hususlara değinilmiştir.

Türk Hukuku'nda, içerden öğrenenlerin ticareti, 13.05.1992 tarihinde 21227 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklikler yapılırken ilk defa yasal düzenlemeye kavuşmuştur<sup>210</sup>. Bu düzenleme, tam üyelik sürecinde yapılması gerekli olan müktesebat uyumu çerçevesinde AB'nin içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin Yönerge'sinin<sup>211</sup> Türk Hukuku'yla uyumlaştırılması çerçevesinde yapılmıştır.

### **A. Sermaye Piyasası Kanunu**

İçerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili temel düzenleyici Kanun, Sermaye Piyasası Kanunu'dur. 3794 Sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapılmış ve bu Kanun'un 47/A-1 maddesinde içerden öğrenenlerin ticareti, suç oluşturan bir fiil olarak düzenlenerek para cezası yaptırımına bağlanmıştır.

---

<sup>209</sup> 30 Temmuz 1981 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

<sup>210</sup> Sermaye Piyasası Kanunu Madde 47A.

<sup>211</sup> 13 Kasım 1989 tarihli 89/592/EEC No'lu: İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Düzenlemelerin Koordinasyonuna İlişkin Yönerge.

## 1. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Hakkında Genel Düzenleme (47/A-1 Maddesi )

Sermaye Piyasası Kanunu'nun, 3794 Sayılı Kanunla değişik 47/A-1 maddesinde diğer sermaye piyasası suçları ile birlikte içerden öğrenenlerin ticareti de tanımlanmıştır. Kanuna göre; “sermaye piyasası araçlarının değerlerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasında fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek, içerden öğrenenlerin ticaretidir”. Ancak Kanun, içerden öğrenenlerin ticaretine konu olabilecek esaslı bilginin tanımını yapmamıştır<sup>212</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre içerden öğrenenlerin ticaretinin oluşabilmesi için aşağıdaki unsurların gerçekleşmesi gerekmektedir;

- i. İçerden bilginin elde edilmiş olması,
- ii. Bilginin kullanılması ve mameleki yarar elde edilmesi,
- iii. İçerden öğrenenin varlığı,
- iv. Sermaye piyasası araçları üzerinde işlem yapılması.

Kanun'un 47. maddesinin 2'nci paragrafı uyarınca içerden öğrenenlerin ticareti fiilini işleyenler hakkında 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar ağır para cezası da öngörülmüştür. Ancak 47. maddede; içerden öğrenenlerin ticaretinin hukuki sonuçları üzerinde durulmamış, bu tür işlemleri yapanlara uygulanacak para cezaları belirlenmiştir.

Kanun'un 47'nci maddede içerden öğrenen olarak nitelenebilecek bazı kişiler sayılmıştır. Buna göre içerden öğrenenler;

- i. Kanun'un 11. maddesi kapsamındaki ihraççılar,

---

<sup>212</sup> Sibel Hacımahmutoğlu, “AT Düzenlemeleri Işığında İçerden Öğrenilen Bilgi Kavramının Değerlendirilmesi”, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara 2003, s. 148.

ii. Sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağılı ya da bunlara hâkim işletmelerin;

- yönetim kurulu başkan ve üyeleri,
- yöneticileri, denetçileri, diğere personeli,

iii. Meslekleri ve görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar,

iv. Yukarıda sayılanlarla temasları nedeniyle doğrudan ya da dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişilerden oluşmaktadır.

4487 Sayılı Kanun’la cezai müeyyideler arttırılmış; 47B-5 maddesine göre “ağır para cezaları üst sınırla bağılı olmaksızın suçun işlenmesi suretiyle temin edilen menfaatin üç katından az olamaz” düzenlemesi getirilmiştir.

## **2. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü (16/A Maddesi)**

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 16/A maddesi<sup>213</sup>; “hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğere piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların...;

- i. Yönetim kurulu üyeleri,
- ii. Genel müdür ve yardımcıları,
- iii. Sermayesinin % 10 veya daha fazlasına sahip ortakları,

...malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurul’un kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dâhilinde kurul ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğere piyasalara bildirmekle yükümlüdürler” ifadesini taşımaktadır.

Bu madde yalnızca kamuyu aydınlatma ilkesi açısından değil, içerden öğrenenlerin ticaretine konu olacak sùjelerin belirlenmesi açısından da önem taşımaktadır. Zira maddeye konu şahıslar sahip oldukları bilgileri kamuya açıklanmadan önce kullanmamakla da yükümlü kılınmışlardır.

---

<sup>213</sup> Madde 16/A.-(Ek: 29/4/1992 - 3794/16 md.)

## B. Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasının nedeni, kamuya mal olmamış bilgilerin gizli kalmasının sağlanması, böylece sermaye piyasalarının adil, istikrarlı, düzenli ve sürekli işleyişinin sürdürülebilmesidir. Bu açıdan yaklaşıldığında kamuyu aydınlatma ilkesinin<sup>214</sup> konuyla yakından ilişkili olduğu görülmektedir<sup>215</sup>. Zira kamuya açıklanmanın gerçekleştiği durumda içerden öğrenen ticaretine konu olan bilgi kamuya mal olmakta, kamuya açıklanma ise kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde gerçekleştirilmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu, halka açık anonim şirketlerde (ortaklıklarda), kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulanmasıyla ilgili olarak ayrıntılı düzenlemeler içeren Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği<sup>216</sup> yayımlamıştır. Söz konusu Tebliğ'in ilgili maddeleri 2004 yılında değiştirilmiştir<sup>217</sup>. Adı geçen Tebliğ, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1 ve 16/A maddelerine dayanılarak düzenlenmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu, Tebliğ ile kamuya açıklanması zorunlu olan gelişmeleri, değişiklikleri ve unsurları sayma yöntemiyle belirtmiş, açıklanması zorunlu olan unsurlar birkaç ana başlık altında toplanmıştır.

### 1. Açıklanması Zorunlu Unsurlar

Açıklanması zorunlu unsurlar aynı zamanda içerden öğrenenlerin ticaretinin ortaya çıkmasını sağlayabilecek esaslı bilgilerden sayılabilecektir.

---

<sup>214</sup> Kamuyu aydınlatma yaklaşımı genellikle üç temel işlevi yerine getirmeye çalışmaktadır. Bunlar koruyuculuk, caydırıcılık ve aydınlatıcılıktır. Koruyuculuk işlevi, yatırımcıya menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yönetimi, denetimi ve finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile menkul kıymetlerin nitelikleri hakkında yeterli ve doğru bilgilerin zamanında ulaştırılması yoluyla gerçekleştirilmeye çalışılır. Dolayısıyla yatırımcının bilgilendirilmesi onun aldatılmasını engelleyen koruyucu bir araç olmaktadır. Caydırıcı işlev, hileli veya ahlak dışı uygulamaların ağır müeyyidelere bağlanması nedeniyle ilgililerin bu tür uygulamalardan uzak durmalarını sağlar. Aydınlatıcı işlev ise yatırımcıya yatırım kararını verebilmesi için gerekli olan bilgilerin ayrıntılı olarak sunulmasını amaçlar.

<sup>215</sup> Bayram, s. 7.

<sup>216</sup> 20/7/2003 tarih ve 25174 sayılı Resmî Gazete, Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VIII, No: 39.

<sup>217</sup> Seri: VIII, No:42, 7 Temmuz 2004 Tarih ve 25515 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.



Kamuya açıklanması zorunlu bulunan unsurların ilki olan “Özel Durumlar”, Tebliğ’in 5. maddesinde belirtilmiştir. Özel durumların ilki olan 5/a maddesi, sermaye yapısı ve yönetimin kontrolünü konu almıştır<sup>218</sup>. 5/b maddesi ise ortaklığın maddi varlıklarında meydana gelebilecek ve şirketin, dolayısıyla da şirketin ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek değişiklikleri belirlemiştir<sup>219</sup>.

Ortaklığın çalışma alanının değişmesi, yeni bir ürün, teknoloji ya da iş ilişkisi geliştirmesi de şirketle ilgili olabilecek esaslı bilgilerdendir ve kamuya açıklanmalıdır. Bu durum 5/c maddesinde konu edilmiştir<sup>220</sup>. Özellikle hisse

---

<sup>218</sup> Madde 5/a) Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler;

1) Sermaye yapısında, hisselerin sahip olduğu oy haklarında veya ana sözleşme ile tanınan diğer haklarda meydana gelen değişiklik veya sermaye piyasası mevzuatı uyarınca vekalet toplanması veya bir sözleşme nedeniyle veya sair yollarla yönetim kontrolünün doğrudan veya dolaylı el değiştirmiş olması,

2) Bir gerçek veya tüzel kişinin veya bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin, doğrudan veya dolaylı olarak ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermayenin en az %5, %10,%15,%20,% 25, 1/3, % 50, 2/3 ve %75 ine veya daha fazlasına sahip olması veya ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının söz konusu oranların altına düşmesi,

3) Oy sözleşmelerinin varlığının ortaklıkça öğrenilmesi,

4) Bir kurucuya ait yatırım fonlarının doğrudan veya dolaylı olarak ortaklık sermayesinin veya toplam oy hakkının %5, %10, %15, %20,% 25, 1/3, % 50, 2/3 ve %75 ine veya daha fazlasına sahip olması, toplam oy hakkının veya sermaye payının söz konusu oranların altına düşmesi.

<sup>219</sup> Madde 5/b) Maddi duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, aynı sermaye olarak konulması;

1) Alış veya satış bedeli ya da yıllık kira tutarı Kurul tebliğleri uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki maddi duran varlıkların toplam net değerinin en az %25 ine veya aktif toplamının en az %10 una ulaşan maddi duran varlık satışları, alışları, kiraya verilmesi, kiralanması veya bir şirkete aynı sermaye olarak konulması,

Söz konusu oranlara ulaşıldıktan sonra, son bilanço aktif toplamının % 5 ve katlarına veya maddi duran varlıkların toplam net değerinin % 10 ve katlarına ulaşan veya aşan maddi duran varlık alınması, satılması, kiralanması, kiraya verilmesi veya bir şirkete aynı sermaye olarak konulması,

Varsa, bu işlemler nedeniyle elde edilen karların sermayeye eklenmesine veya gelir olarak kaydedilmesine ilişkin karar alınması,

2) (1) numaralı alt bentte belirtilen oranlara bağlı olmaksızın, mal ve hizmet üretimini önemli derecede etkileyecek maddi duran varlık alınması veya kiralanması veya bu nitelikteki maddi duran varlıkların satılması veya kiraya verilmesi veya bir şirkete aynı sermaye olarak konulması.

<sup>220</sup> Madde 5/c) Ortaklığın faaliyetlerine ilişkin değişiklikler;

1) Ortaklığın fiili faaliyet konusunun değişmesi veya yeni konularda faaliyete başlanması hususlarında karar alınması,

2) Ortaklığın faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilecek yeni bir ürün üretilmesi ya da yeni bir teknoloji kullanılmasına ilişkin karar alınması,

3) Ortaklık faaliyetlerinin veya üretiminin kısmen veya tamamen durdurulması, imkansız hale gelmesi veya bu sonuçları doğurabilecek gelişmelerin ortaya çıkması,

4) Ortaklığın faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilecek paya sahip bir müşteri ve/veya tedarikçi ile yeni bir iş ilişkisine başlanması, mevcut iş ilişkisinin sona ermesi veya ortaklığın faaliyetleri içindeki payının önemini yitirmesi,

5) Ortaklık aleyhine fesih davası açılması,

6) Varsa, esas sözleşmede tayin edilen bir fesih sebebinin tahakkuku veya ortaklık genel kurullarında ortaklığın feshine karar verilmesi,

senedi fiyatlarına doğrudan etki edebilecek diğer bir esaslı bilgi konusu da 5/d maddesinde belirtilen ortaklığın yatırımlarına ilişkin değişikliklerdir<sup>221</sup>.

Ortaklığın mâli yapısı diğer bir esaslı bilgi konusunu teşkil etmiş<sup>222</sup>, ortaklığın finansal yapısı da aynı kapsamda değerlendirilmiştir<sup>223</sup>.

7) Ortaklığın yurt içi ve yurt dışında yeni birimler oluşturması, açılan birimlerini kapatması, organizasyonunu önemli ölçüde değiştirmesi, ortaklık merkezinin veya faaliyetlerinin yürütüldüğü ana birimlerinin adres, telefon veya faks numaraları gibi iletişim bilgilerinin değişmesi,

8) Ortaklık tarafından veya ortaklık aleyhine açılan davaların veya tahkim başvurularının, ortaklığın mali yapısını veya faaliyet sonuçlarını önemli ölçüde etkileyecek tutara ulaşması,

9) Patent, royalty, lisans, know-how, teknolojik işbirliği, marka devri, iş ortaklığı (joint venture) gibi konularda anlaşma yapılması, anlaşmaların iptal edilmesi veya daha önce kamuya açıklanmış koşullarının değişmesi,

İmtiyaz elde edilmesi, mevcut imtiyaz koşullarının değişmesi veya kaldırılması veya patent alınması,

Bedeli, kamuya açıklanan son gelir tablosundaki brüt satış hasılatının %10 veya daha fazlasına tekabül eden tutardaki ihalelerin kazanılması,

Yukarıda belirtilenlerin kapsamına girmemekle birlikte, faaliyetleri önemli ölçüde etkileyebilecek her türlü anlaşmanın yapılması, iptal edilmesi, anlaşma koşullarının değişmesi, yetkili mercilerden faaliyet izni alınması, yenilenmesi veya iptal edilmesi,

10) Ortaklık varlıklarının doğal afetler, yangın, su basması gibi olaylar sonucu önemli ölçüde zarara uğraması,

11) Toplu sözleşme görüşmelerine başlanması, görüşmelerin sonuçlanması, grev veya lokavt kararı alınması, kararların uygulamaya konulması veya kaldırılması,

12) Geçici personel hariç olmak üzere, personel sayısındaki artış veya azalışın son bilanço tarihindeki personel sayısının %10 ve katlarına ulaşması, bu orandaki personelin zorunlu olarak izne çıkarılması,

13) En son açıklanan yıllık faaliyet raporunda yer alan kapasite kullanım oranlarında, mevsimlik ve olağan dalgalanmalar dışında, uzun sürecek en az 20 puanlık bir değişikliğin ortaya çıkması,

14) Ortaklığın yönetim kurulunca başka bir ortaklığın devralınması ya da başka bir ortaklığa devrolması veyahut yeni bir ortaklık kurulması suretiyle birleşme hususunda karar alınması,

15) Ortaklığın üretim, pazarlama, satış gibi ana faaliyet dallarından en az birisinin kısmen veya tamamen başka kişi veya kurumlara devri, kullandırılması, hak tesisi konularında karar alınması,

16) Son bilanço aktif toplamının %15 inin altında kalan önemli mal varlığı devirleri ile son bilanço aktif toplamının %15 i ve üzerinde gerçekleşen bölünme işlemlerinde; mal varlığı devrine veya bölünme işlemine karar verilmesi, söz konusu işlemlerin gerçekleşme aşamaları ve tamamlanması,

17) Yönetim kurulu üyelerinin veya temsil ettikleri tüzel kişilerin, genel kurulun onayı çerçevesinde, ortaklık ile yaptıkları işlemlerin ve ortaklık ile rekabet edilen faaliyetlerinin önemli boyutlara ulaşması,

18) Diğer alt bentlerde sayılmamakla birlikte ortaklığın faaliyetlerinde önemli bir değişiklik olması ya da yakın bir gelecekte önemli bir değişikliğin ortaya çıkmasının beklenmesi,

<sup>221</sup> d) Ortaklığın yatırımlarına ilişkin değişiklikler;

Kurul Tebliği çerçevesinde kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %10 veya daha fazlası tutarında yatırım kararı alınması, yatırıma başlanması, vazgeçilmesi, ertelenmesi, durdurulması, tamamlanması, yatırımlarla ilgili teşvik belgesi alınması, süresinin uzatılması veya alınan teşvik belgesinin herhangi bir nedenle iptal edilmesi,

<sup>222</sup> Madde 5/e) Ortaklığın mali yapısına ilişkin değişiklikler;

1) Kurul Tebliği uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının % 10 veya daha fazlasına tekabül eden bir tutar için ortaklık aleyhine herhangi bir yolla icra takibine başlanması, takibin sona ermesi, dava açılması veya davanın sonuçlanması, devam etmekte olan icra takiplerinin toplamının kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının % 10 una ulaşması,

2) Kurul Tebliği uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının % 10 veya daha fazlasına tekabül eden tutardaki borçlar için alacaklıların, birlikte veya münferiden alacaklarının bir kısmından veya tamamından vazgeçmeleri veya vadelerini uzatmaları; ortaklığın konkordato mühleti isteminde bulunması, konkordatonun tasdik edilmesi, reddedilmesi veya konkordatonun feshedilmesi veya ortaklığın iflasına karar verilmesi,

Ortaklığın yönetim yapısında oluşacak değişikliklerin de esaslı bilgi konusu olabilecek unsurlar taşıdığı düşünülerek kamuya açıklanması gerekli görülmüştür<sup>224</sup>. Bu kapsamda olmayıp, kamuya açıklanması gereken diğer konular da 5/h maddesinde konu edilmiştir<sup>225</sup>.

- 3) Kurul Tebliği uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının % 10 u veya daha fazlasına tekabül eden alacakların Kurulun muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde şüpheli veya değersiz hale gelmesi veya bu durumun ortadan kalkması,
- 4) Ortaklıkça verilen ipotek, kefalet, rehin, garanti gibi teminatların toplamının; Kurul Tebliği uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının, üçüncü şahısların ve/veya grup şirketlerinin borcunu temin amacıyla verilenlerde % 5 ve katlarına (bankaların gayrinakdi kredileri için % 20 ve katlarına), ortaklık faaliyetleriyle ilgili olarak verilenlerde % 10 ve katlarına ulaşması,
- 5) Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda yönetim kurulunca sermaye artırımı veya sermaye artırımının miktarında, kaynaklarında veya yönteminde değişiklik kararı alınması, kararlaştırılan sermaye artırımının tamamen veya kısmen gerçekleştirilememesi,
- 6) TTK'nın 324 üncü maddesinde belirtilen durumların ortaya çıkması, bu madde kapsamında karar alınması, işlemler yapılması ve işlemlerin sonuçlanması,
- 7) Ortaklık için önemli bir mali yükümlülük altına doğrudan veya şarta bağlı olarak girilmesine yol açacak gelişmelerin meydana gelmesi, ortaklığın borçlarının ertelenmesi veya yeniden yapılandırılması talebinde bulunması, söz konusu taleplerin sonuçlanması,
- 8) Ortaklığın SSK primlerinin, vergi ve/veya vergi taksitlerinin ödenmesini en az iki ay geciktirmiş olması ve/veya bu nitelikteki borçlarının önemli bir tutara ulaşması,
- 9) Ortaklığın personel ücretlerini ödememesi, ödemeleri ertelemesi ve/veya taksitlendirmesi,
- 10) Halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulunca temettü avansı dağıtılmasına ilişkin karar alınması, temettü veya temettü avansı ödeme yer ve tarihlerinin belirlenmesi,
- 11) Ortaklık aleyhine iflas davası açılması veya ortaklığın tasfiyesi sonucunu doğurabilecek sona erme nedenlerinden birinin gerçekleşmesi, ortaklığın tasfiye sürecine girmesi,
- 12) Ortaklıkça, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve/veya diğer kişi ve kuruluşlara yapılan bağış ve yardımların kamuya açıklanan son bilanço aktif toplamının en az %1 ve üzerinde olması veya %1 in altındaki bağış ve yardımların toplamının kamuya açıklanan son bilanço aktif toplamının en az %1 ine ulaşması,
- 13) Muhasebe politikalarında değişiklik yapılması,
- 14) Geçici vergi uygulaması nedeniyle beyanname ekinde vergi dairelerine mali tablo sunulması dahil, Kurulca belirlenen mali tablo bildirim sürelerinden önceki bir tarihte mevzuat gereği herhangi bir otoriteye mali tablo verilmesi,
- 15) Kurulun muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri uyarınca ortaklığın kamuya açıklanan son mali tablosunda yer alan şarta bağlı olayların gerçekleşmesi,
- 16) Ortaklığın mali durumunda önemli bir değişiklik olması ya da yakın bir gelecekte önemli bir değişikliğin ortaya çıkmasının beklenmesi.

<sup>223</sup> Madde 5/f- Finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler;

- 1) Edinilen veya elden çıkarılan finansal duran varlıkların alış veya satış bedellerinin Kurul Tebliği uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının % 5 ine ulaşması, başka bir şirketin sermayesinin veya toplam oy hakkının % 10 veya daha fazlasının elde edilmesi ya da elden çıkarılması veya tutarı söz konusu oranların altında kalmakla birlikte faaliyeti önemli ölçüde etkileyecek finansal duran varlık edinilmesi veya elden çıkarılması hususlarında karar alınması, Varsa, finansal duran varlık satışlarından elde edilen karların sermayeye eklenmesine veya gelir olarak kaydedilmesine ilişkin karar alınması,

2) Ortaklıkça finansal duran varlığın sermaye artırımına kısmen veya tamamen katılma veya katılmama kararı alınması.

<sup>224</sup> Madde 5/g) İdari konulara ilişkin değişiklikler;

- 1) Ortaklığın yönetim kurulu başkan ve üyeleri, murahhas müdürleri, genel müdür ve yardımcıları, denetimden sorumlu komite üyeleri, denetçileri ile ortaklıkta önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişilerin atanması, ayrılması veya herhangi bir nedenle değişmesi,
- 2) Ortaklığın yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile denetçilerinin genel kurulca ibra edilmemesi veya genel kurul kararı ile aleyhlerine sorumluluk davası açılması, genel kurul kararları aleyhine dava açılması veya yönetim kurulu kararları aleyhine Sermaye Piyasası Kanununun 12 nci maddesi uyarınca dava açılması ve bu davalara ilişkin mahkeme kararlarının kesinleşmesi,

Borsaya kote edilmiş olan spor kulüplerinin içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında değerlendirilmesi uygun olacaktır. Zira bu kulüplerin yaptıkları transferler ya da sporcularının sağlık durumları, borsadaki hisse senetlerinin değerlerini doğrudan etkilemektedir. Borsada hisse senedi işlem gören futbol

---

3) Ortaklığın yönetim kurulu başkan ve üyeleri, denetçileri, genel müdür ve yardımcıları veya ortaklıkta önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişiler hakkında sahtekarlık, emniyeti suistimal, hırsızlık, kaçakçılık, dolandırıcılık, hileli veya taksirli iflas gibi suçlardan dava açılması ve bu davalara ilişkin mahkeme kararlarının kesinleşmesi,

4) (2) numaralı alt bent uyarınca açılan davalar hariç, TTK'nın 336 ncı maddesi uyarınca dava açılması ve açılan davaların karara bağlanması.

<sup>225</sup> Madde 5/h) Diğer değişiklikler;

1) Ortaklıkların; yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür ve yardımcıları, ortaklıkta önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişiler ve sermayenin veya toplam oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak %5 veya daha fazlasına sahip ortaklarının veya söz konusu kişilerle birlikte hareket edenlerin ortaklık hisse senetlerini almaları ya da satmaları,

2) Ortaklığın bağımsız denetimini yürüten denetleme kuruluşunun değişmesi, Kurulun bağımsız dış denetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde çekilmesi veya denetim sözleşmesinin feshedilmesi veya bağımsız denetim şirketinin ortaklığın mali tablolarıyla ilgili görüş bildirmekten kaçınması veya olumsuz görüş bildirmesi, bağımsız denetim raporunda ortaklığın sürekliliğini tehlikeye düşürecek belirtiler olduğu hususunun yer alması,

3) Ortaklık yönetim kurulunca, kar dağıtımı, sermaye artırımı, esas sözleşme değişikliği gibi genel kurulca karara bağlanması gereken tüm konularda genel kurula sunulacak önerilere ilişkin karar alınması, genel kurul toplantılarının tarihinin, yerinin ve gündeminin belirlenmesi, gündem maddeleri ile gündem dışı konuların genel kurulda görüşülerek karara bağlanması, genel kurulun toplanamaması,

4) Derecelendirme yapmak üzere Kuruldan izin almış kuruluşlar ile Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarına yaptırılan derecelendirmenin sonuçlanması,

5) Ortaklığın yöneticilerine ve/veya diğer çalışanlarına yönelik hisse senedi edindirme planları uygulanması konusunda karar alınması,

6) Ortaklar veya üçüncü şahıslar tarafından, ortaklığın hisse senetlerine ya da ortaklık tarafından diğer ortaklıkların hisse senetlerine yönelik olarak; çağrıda bulunarak hisse senedi veya vekalet toplanmasına karar verilmesi, Kurul tebliğleri uyarınca çağrıda bulunma zorunluluğunun ortaya çıkması, bu zorunluluktan muaf tutulma veya çağrıda bulunma başvurusunda bulunulması, başvurunun sonuçlanması,

7) Faaliyet gösterilen sektöre ilişkin mevzuat değişiklikleri nedeniyle ortaklığın faaliyetlerinin ve/veya mali durumunun önemli ölçüde etkileneceğinin ortaya çıkması,

8) Ortakların yeni pay alma hakkı kullanımı ile yeni pay alma hakkı kullanımından sonra kalan payların satışının veya bedelsiz pay alma haklarının kullanımının, hisse senedi dağıtımının yer ve tarihlerinin belirlenmesi,

9) Kurulun mali tablolara ilişkin düzenlemelerinde yer alan tanımlar çerçevesinde ana ortaklık, iştirak, bağlı ortaklık ve müşterek yönetime tabi ortaklıkların faaliyetlerinde, mali yapılarında ve yönetim/sermaye ilişkilerinde önemli bir değişikliğin ortaya çıkması,

10) Kamu kurumları ile özel sektör kuruluşlarınca ortaklığı doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyecek karar alınması ya da açıklama yapılması,

11) Ortaklığın sermaye piyasası araçlarının yabancı ülkelerdekiler dahil borsalara veya teşkilatlanmış diğer piyasalara kote edilmesi veya işlem görmesi için başvuru yapılması, başvurunun sonuçlanması, işlemlerin durdurulması, kotasyon koşullarının kaybedilmesi ya da sermaye piyasası araçlarının kottan çıkarılması, işlem gördüğü piyasaların değişmesi,

12) Ortaklığın sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü yabancı ülke borsalarında ve/veya piyasalarında açıklama yapması,

13) Yurt içinde ve/veya yurt dışında sermaye piyasası aracı ihracı, söz konusu araçların itfası, bunlarla ilgili olarak garanti alınması, sermaye piyasası aracı sahibinin haklarında değişiklik meydana gelmesi, ihraç edilmiş veya edilecek olan borçlanmayı temsil eden sermaye piyasası araçlarına veya diğer menkul kıymetlere ilişkin, faiz oranı, faiz ödeme tarihi, ödeme yerleri gibi hususlarda karar alınması,

14) Diğer alt bentlerde sayılmamakla birlikte, ortaklığın faaliyetlerini ve mali durumunu önemli ölçüde etkileyecek bir gelişme olması ya da daha önce faaliyet raporu, mali tablo, mali tablo dipnotları, izahname, raf kayıt belgesi veya başka yollarla kamuya açıklanan bir durumda önemli bir değişikliğin ortaya çıkması.

kulüplerinin kamuya açıklanma prensibi dâhilinde yapması gereken işlemler Tebliğ'in 6. maddesinde yer almıştır<sup>226</sup>.

Normal koşullar altında ortaklığın hisse senedi fiyatının, borsanın genel seyirinden çok fazla sapma göstermesi beklenmemektedir. Ancak şirketin sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek ve yukarıdaki maddelerde belirtilmeyen koşulların gelişebilmesi de olanaklı kabul edilmektedir. Bu durumlar adı geçen Tebliğin 7. maddesinde yer almıştır<sup>227</sup>. Bu tip bilgiler için derhal açıklanma zorunluluğu getirilmiştir.

## 2. Açıklamanın Kapsamı ve Şekli

Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 10. maddesi yapılacak açıklamaların kapsam ve niteliğini düzenlemektedir. Maddeye göre, "yapılacak açıklamalar, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar

---

<sup>226</sup> Madde 6- Faaliyetlerinin tamamı veya bir kısmı sportif faaliyetlerden oluşan ortaklıkların, bu Tebliğde düzenlenenlere ek olarak aşağıdaki konularda da özel durum açıklaması yapmaları gerekmektedir.

a) Sporcu transferlerinin açıklanması:

Ortaklığın kamuya açıklanan son bilançosundaki aktif toplamının % 1 ini aşan tutarlarda; sporcu satın alması/satması, kiralaması/kiraya vermesi veya takas etmesi durumlarında; kesinleşen hususlarda, sözleşme imzalanmadan önce gerekli özel durum açıklamasının yapılması zorunludur. Yapılacak açıklamada, ödenecek her türlü ücrete, sözleşme süresine ve sözleşmede bulunan ve tasarruf sahiplerinin yatırım kararlarını etkileyebilecek tüm özel şartlara yer verilir.

b) Sporculara ilişkin açıklamalar:

Ortaklık bünyesindeki takımın performansını önemli derecede olumsuz yönde etkileyecek ceza, sakatlık, hastalık ve iş göremezlik gibi durumlarda, sporcunun bu nedenlerle oynayamayacağı süreye ilişkin bilgilerin açıklanması zorunludur.

c) Teknik yönetime ilişkin açıklamalar:

Ortaklık bünyesindeki takımın teknik yönetiminin değişmesi ve yeni teknik ekiple görüşmelere başlanması halinde, kesinleşen hususlarda sözleşme imzalanmadan önce gerekli özel durum açıklamasının yapılması zorunludur.

d) Gelir kayıplarına veya sözleşme fesihlerine/imzalanmasına ilişkin açıklamalar:

Ortaklığın kamuya açıklanan son gelir tablosundaki net satış hasılatının % 5 ini aşan gelirlerin kaybına sebep olacak gelişmelerin ortaya çıkması veya kaybedilmesi veya bu tutarlardaki yeni sözleşmeler düzenlenmesi durumlarında da özel durum açıklaması yapılması zorunludur.

e) Diğer açıklamalar:

İlgili ulusal veya uluslararası federasyonlar ve/veya kuruluşlar tarafından alınan ve ortaklığın gelirlerini doğrudan ve/veya dolaylı olarak etkileyebilecek önemdeki kararların ortaklığa bildirildiği tarihte, ortaklık tarafından açıklanması zorunludur.

<sup>227</sup> Madde 7- Ortaklıklar, Borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının fiyatlarında veya işlem miktarlarında olağan piyasa koşullarının gerektirdiğinden farklı ve önemli değişikliklerin ortaya çıkması durumunda, henüz kamuya açıklanmamış bir özel durumun olup olmadığını ve varsa, özel durumu derhal açıklar.

vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olmalıdır”.

Yani;

**i.** Açıklamalar, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde,

**ii.** Zamanında,

**iii.** Doğru,

**iv.** Tam,

**v.** Dolaysız,

**vi.** Anlaşılabilir,

**vii.** Yeterli olmalıdır.

Aynı maddeye göre “...özel durumun doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için zorunluysa bu durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilmeli, değişikliklerin ve/veya etkilerinin miktar veya tutar olarak ifade edilebilmesi halinde, yapılacak açıklamalarda miktar ve tutara yer verilmelidir...”.

Aynı maddeye göre yapılan açıklamalarda olmaması gereken unsurlar da belirtilmiştir. Yapılan açıklamalar;

**i.** Yanlış,

**ii.** Yanıltıcı,

**iii.** Mesnetsiz,

**iv.** Abartılı,

**v.** Eksik,

**vi.** Şirketin durumu hakkında yanlış kanaat uyandıracak nitelikte olmamalıdır.

Bu madde kapsamında çalışmamızda esaslı bilgi olarak nitelediğimiz bilginin önemlilik niteliği üzerinde de durulmuştur. Madde 10’un üçüncü paragrafında belirtildiği gibi; “...önemli kavramı sermaye piyasası araçlarının

değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek ve mevcut koşullar altında önemli olarak addedilebilecek olan veya bir varlık ya da ilgili mali tablo kaleminde %10 ve üzerindeki bir oranda değişiklik yaratabilecek olan bilgiyi ifade eder”.

Burada konu edilen bilgileri Sermaye Piyasası Kurulu’na bildirecek kişiler, ortaklığı temsile yetkili olmalıdır ve Tebliğe göre yapılacak açıklamalar en etkin haberleşme aracıyla yapılmalıdır. Kurula gönderilen bilgiler ise Kurul Bülteni ile kamuya duyurulmaktadır<sup>228</sup>.

Tebliğ’de yer alan ve doğrudan içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında sayılabilecek bir başka madde de gizlilik unsurunu konu edinen 17. maddedir. Maddeye göre “Bu Tebliğ uyarınca açıklanması gereken özel durum hakkında bilgi sahibi olan tüm kişiler, bu Tebliğ kapsamında Borsa veya Kurula gönderilen bilgiler 16 ncı madde kapsamında kamuya duyuruluncaya kadar, söz konusu bilgilerin gizliliğini korumakla yükümlüdürler”.

Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde kamunun yeterince aydınlatılabilmesi için gerekli önlemleri almakla yetkili kılınmıştır<sup>229</sup>.

### **C. Menkul Kıymetler Borsasının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik**

Amacı “menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için...borsaların açık; düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamak üzere, kuruluş,

---

<sup>228</sup> Madde 16- Sermaye piyasası araçları Borsada işlem gören ortaklıklarla ilgili açıklamalar, ilgili Borsa tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde; sermaye piyasası araçları Borsada işlem görmeyen ortaklıklarla ilgili olarak bu Tebliğ uyarınca Kurula gönderilen bilgiler ise Kurul bülteni ile kamuya duyurulur.

Kurul gerekli gördüğü durumlarda bu Tebliğ uyarınca gönderilen bilgilerin, elektronik ortam da dahil, basın yayın organlarında ilan edilmesini ilgili ortaklıktan veya açıklama yapmakla yükümlü diğer kişilerden isteyebilir.

<sup>229</sup> Madde 18- Kurul, kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, bu Tebliğde sayılmayan özel durumlarda da Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca ilgililerden açıklama yapılmasını isteyebilir.

Bu Tebliğ kapsamında yapılacak bildirimlerin bilgisayar ağları üzerinden elektronik ortamda gönderilmesine ve kamuya duyurulmasına ilişkin esaslar Kurulca belirlenir.

yönetim, çalışma ve denetleme esaslarını düzenlemek suretiyle sermaye piyasasının ekonomik gelişmede etkin bir rol oynamasını sağlamak<sup>230</sup> olan Menkul Kıymetler Borsasının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik 2.10.1984 tarihinde yayımlanmış ve yürürlüğe girmiştir.

Yönetmelik ile borsa çalışanları içerden öğrenenlerin ticaretine konu olabilecek esaslı bilgilerin saklanmasıyla mükellef kılınmıştır. Yönetmeliğin 32. maddesi<sup>231</sup> gereğince borsada sermaye piyasası araçlarıyla işlem yapabilecek yetkide olan kişiler, ortaklıklarla ilgili olarak edindikleri sır niteliğindeki bilgileri saklamakla sorumlu bulunmaktadır.

Yönetmeliğin 32. maddesi içerden öğrenen olarak kabul edilebilecek borsa personelinin edindikleri esaslı bilgileri yetkili mercii veya kişiler dışında açıklamamaları gerektiğini vurgulamaktadır. Ayrıca aynı maddeye göre bu bilgiler sahip olan kişi ya da bir başkasının menfaatine veya zararına kullanılmamalıdır.

Bu anlamda Yönetmeliğin 32. maddesi lafzının dar anlamda yani Borsa çalışanlarıyla ilgili olarak içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklandığını söyleyebilmek olanaklıdır. Ayrıca sır saklama yükümlülüğü çalışanlar açısından görev yapılan zamanla da sınırlı tutulmamış, bu yükümlülüğün görevin sona ermesinden sonra da devam edeceği hükme bağlanmıştır.

Menkul Kıymetler Borsası'nın Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, kamuyu aydınlatma görevi çerçevesinde içerden öğrenenlerin ticaretine konu olabilecek bilgilerin açıklanması zorunluluğunu getirmiştir.

---

<sup>230</sup> Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, Madde 1.

<sup>231</sup> Madde 32; "Borsaların başkanı, yönetim kurulu üyeleri ve denetçileriyle, komitelerin üyeleri ve tüm çalışanları, sıfat ve görevleri dolayısıyla öğrendikleri, borsaya ve borsa ile ilişkisi olan ortaklık, kurum ve diğer her türlü gerçek ve tüzel kişilere ait sırların gizliliğine uymak ve bu sırları kanunen yetkili kılınmış kişi ve mercilerden başkasına herhangi bir surette açıklamamak, kendilerinin, görevlilerin veya üçüncü kişilerin yarar ve zararına kullanmamakla yükümlüdürler".



Anılan Yönetmeliğin 46. maddesi menkul kıymetleri Borsa’da işlem gören kuruluşların hangi bilgileri açıklamakla yükümlü olduğunu belirlemektedir<sup>232</sup>.

#### **D. İMKB Kotasyon Yönetmeliği**

24.06.2004 tarihinde yayımlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği, hisse senetleri açısından kamuya açıklama yükümlülüğü çerçevesinde değerlendirilebilecek “halka açıklık” kavramını tanımlamıştır.

Madde 5’e göre;

- a) “Ortaklık sermayesinin veya toplam oy haklarının en az % 10’una sahip gerçek ve tüzel kişi ortakların,
- b) Ortaklık yönetim ve denetim organlarında görevli pay sahibi kişilerin,
- c) Ortaklıkta genel müdür, genel müdür yardımcısı, bölüm müdürü ya da benzer yetki ve sorumluluk veren diğer unvanlara sahip yöneticilerin,
- d) (a), (b) ve (c) bentlerinde belirtilen hissedarlar ile birinci dereceden akrabalık ilişkisi bulunan kişilerin,
- e) Sermaye ya da toplam oy hakkı içinde % 10’dan az paya sahip olmakla birlikte, (a) bendinde belirtilen tüzel kişi ortaklar ile aynı holding, grup ya da topluluk bünyesinde bulunan tüzel kişi ortakların, sahip oldukları hisselerin dışında kalan hisseler ***halka açık hisseleri*** ifade eder”.

Aynı Yönetmeliğin çeşitli maddeleri kamuya açıklanması zorunlu olan unsurlara da değinmektedir.

---

<sup>232</sup> a) Ortaklığın, SPK’nın ilgili tebliğine göre hazırlanan onaylanmış yıllık faaliyet ve denetim raporları ve mali tabloları ile, genel kurul tutanaklarının örneği,

b) Ortaklığın borsa yönetim kurulunun uygun göreceği dönemler itibariyle düzenlediği mizanlardan çıkartılan hesap özetleri,

c) Bilgisi olduğu takdirde, ortaklık sermayesinin % 10 veya daha fazlasına sahip bulunan pay sahiplerindeki ve sermayesinin % 10 veya daha fazlasına sahip bulunduğu iştiraklerindeki paylarının oranındaki değişiklikleri,

ca) Ortaklığın durumu öğrendiği tarihten itibaren yedi gün içinde, ortaklığın yöneticilerinin, personelinin ve bunlarla doğrudan veya dolaylı ilgisi olan kişilerin, bu kuruluşun borsa kotuna alınan menkul kıymetlerinden sahip oldukları miktarlardaki değişiklikleri,

cb) Sözkonusu olayların meydana geldiği tarihten itibaren yedi gün içinde, yatırımcının, yatırım kararını almasında etkisi olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek önemli olayları.

i. Menkul kıymetlerin piyasa değerinde olumlu veya olumsuz olarak değişiklik yapabilecek<sup>233</sup>,

ii. Yatırımcıların sağlıklı şekilde alış veya satış kararı almasını etkileyebilecek<sup>234</sup>,

iii. Ortaklık;

— tüzel kişiliğine,

— iştiraklerine,

— pay sahiplerine,

— yöneticilerine,

— personeline,

— menkul kıymetlerine,

iv. Ortaklık ile doğrudan veya dolaylı ilişkili olan diğer gerçek ve tüzel kişilere ilişkin bilgilerin ortaya çıkması durumunda, kamuya açıklanmak üzere, en hızlı haberleşme aracı ile yazılı olarak Borsa'ya derhal açıklama gönderilir hükmünü taşımaktadır.

Yönetmelik İMKB'ye duyurulması gereken diğer bilgileri de sayarak belirtmiş, bunların duyurulma süreleri de belirlemiştir. Şirketin;

i. Sermaye artırımlarının tüm aşamaları ile ilgili bilgi ve belgeler<sup>235</sup>,

ii. Basın-yayın kuruluşları vasıtasıyla hissedarlarına yapılacak her türlü çağrı, duyuru ve ilân örnekleri yayım veya duyuru tarihinden asgari 1 iş günü önce,

---

<sup>233</sup> Madde 24/c.

<sup>234</sup> Madde 1.

<sup>235</sup> i. Yönetim Kurulu'nca sermaye artırım kararı alındığında, şirket yetkililerinin sermaye artırım hakkındaki yazılı açıklaması ekinde onaylı yönetim kurulu karar örneği aynı gün;

ii. Sermaye Piyasası Kurulu'na kayda alma başvurusu yapıldığında, başvuruya ilişkin şirket yetkililerinin yazılı açıklaması aynı gün,

iii. Sermaye Piyasası Kurulu'na kayda alma başvurusu sonuçlandırıldığında, kayda alma belgesi ile onaylı izahname örneği 5 iş günü içinde,

iv. Ortaklara rüçhan hakkı kullanılıyorsa, sirküler örneği; bedelsiz sermaye artırım söz konusu ise, ortaklara bedelsiz verilecek hisse senetlerinin dağıtımına ilişkin bilgiler, yayım veya duyuru tarihinden asgari 1 iş günü önce,

v. Ortakların rüçhan haklarının kullanılmasından sonra kalan paylara ilişkin sirküler örneği yayım veya duyuru tarihinden asgari 1 iş günü önce İMKB'ye bildirilmelidir.

iii. Menkul kıymetlerinin taşıdığı haklarda değişiklik yapacak kararlar, karar tarihinde,

iv. Menkul kıymetlerinin sağladığı getirilere ilişkin alınan kararlar, karar tarihinde,

v. Yönetim ve denetim organlarında görevli kişiler ile üst düzey yöneticilerindeki değişiklikler, değişiklik tarihinde,

vi. Borsa'ya gönderilecek periyodik mali tablolarıyla birlikte, ayrıca ortakların sermaye payları ve oranlarında ya da İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nde tanımlanan halka açıklık oranında değişiklik meydana gelmesi durumunda,

vii. Periyodik mali tabloları<sup>236</sup>,

viii. Merkez ve şube adresleri ile telefon ve telefaks numaralarındaki değişiklikler,

ix. Olağan ve olağanüstü genel kurul toplantıları ile ilgili olarak: toplantı tarihinden en az 15 gün önce, toplantının günü, saati ve yerine dair açıklama ile toplantı gündemi; toplantının yapıldığı gün, genel kurul toplantısında alınan kararlara ilişkin açıklama; toplantı tarihinden itibaren 1 hafta içinde toplantı belgeleri,

x. Her yıl ocak ayının 10'una kadar bir önceki yıl sonu itibariyle Borsa kotunda bulunan borçlanma senetlerinin itfa edilmemiş bakiye tutarı,

xi. Borsa ve ortaklar ile ilişkilerden sorumlu ve yetkili olarak çalışan personeldeki değişiklikler İMKB'ye haber verilmelidir.

Daha önce içeriği belirtilen “kesin”leşmemiş bilgilerin olması durumunda, bilgideki belirsizliğin ortadan kalkmasıyla birlikte İMKB'ye açıklama yapılmalıdır.

---

<sup>236</sup> SPK Tebliğlerine göre düzenlenen;

i. Yıllık bağımsız denetimden geçmiş, dipnotları ile birlikte ayrıntılı bilanço, gelir tablosu ve ayrıntılı bağımsız denetim raporunun örneği,

ii. Bağımsız denetimden geçmemiş 3 ve 9 aylık faaliyet sonuçlarına ait, dipnotları ile birlikte ayrıntılı ara bilanço ve gelir tablosu,

iii. Sınırlı bağımsız denetimden geçmiş, 6 aylık faaliyet sonuçlarına ait, dipnotları ile birlikte ayrıntılı ara bilanço ve gelir tablosu ile ayrıntılı bağımsız denetim raporunun örneği.

## **II. 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamalarının Düzenlenmesine ve Bazı Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun**

İçerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili diğer bir düzenleme 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamalarının Düzenlenmesine ve Bazı Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'dur. Bu Kanun'un 7. maddesi<sup>237</sup> hükmüne göre; (Değişik: 01/08/2003-4971/7 md) “özelleştirme programında bulunan kuruluşlardan Sermaye Piyasası Kanunu'nun kapsamına giren ve hisseleri borsada işlem gören kuruluşların; yönetim kurulu başkan ve üyeleri, denetçileri, diğer personeli, Özelleştirme idaresi personeli ile Özelleştirme Yüksek Kurulu Başkan ve üyeleri görevleri dolayısıyla bu kuruluşların hesap ve işlemleri ile işletmelerine ilişkin öğrendikleri, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri açıklayamazlar. Bu bilgileri kendilerine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasalarında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamalarına yönelik olarak borsa içinde ve dışında bu kuruluşlarla ilgili menkul kıymet alımı satımı yapamazlar”.

4046 Sayılı Kanun'da da Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan düzenlemeler paralelinde ifadeler yer almaktadır.

### **§5. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Kavramının Unsurları**

İçerden öğrenenleri düzenleyen çeşitli hukuk sistemlerinde farklılıklar görülse de bu eylemin oluşabilmesi bazı unsurların mutlak olarak varlığı gerektirmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki tanımda ortak olan bu unsurlar; belirli nitelikte (esaslı bilginin) bilginin (içerden öğrenen/bilgi edinen) kişi/kişiler tarafından elde edilmesi, bilginin sermaye piyasası araçlarının

---

<sup>237</sup> 21.7.2005 tarihli ve 25882 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 3/7/2005 tarihli ve 5398 sayılı Kanun'un 1 inci maddesi ile değişik.

ticaretinde kullanılması ve bilginin kullanılması sonucunda malvarlığının olumlu etkilenmesidir.

## I. İçerden Bilginin Edinilmesi

Yatırımcı, yatırım yapacağı sermaye piyasası aracını belirlerken, bu aracın gelecekte alacağı fiyat üzerinde durmaktadır. Çünkü yatırım yapılan aracın fiyatında oluşabilecek değişiklikler hedeflenen kârı belirlemektedir. Kârı en yüksek olan araca sahip olabilmek için ise doğru bilgiye gerek duyulmaktadır. Ancak, sermaye piyasasının dinamik yapısı içerisinde, ortalama bir yatırımcı açısından işlemlere belirsizlik hâkimdir. Malî analizler, yatırımcılar için yönlendirici olsa da çoğu zaman kesin sonuç vermemektedir. Bu nedenle sermaye piyasaları risk alınan ve spekülâsyonlara açık bir yapı sergilemektedir.

Sermaye piyasalarında en önemli unsur olan bilgi, yatırımları sonuçlandıran en önemli veriyi de oluşturmaktadır. Bilgiye önce ulaşabilen ya da eldeki bilgiyi daha önce analiz edebilen yatırımcı, diğer yatırımcılara oranla daha avantajlı konuma geçebilmektedir. Bu nedenle, içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşmesi için öncelikle sermaye piyasasında kullanabilecek, nitelikli bilgiye sahip olunması gerekmektedir. İçerden öğrenenlerin ticaretinde asli unsur, taraflardan birinin karşı tarafın sahip olmadığı kamuya mal olmamış, fiyata etki gücü olan bir bilgiye sahip olmasıdır<sup>238</sup>. Bu durum, yatırımcıları sermaye piyasası hakkında kesin bilgilere daha önce ulaşma arayışına itmektedir.

Yatırımcılar için menkul kıymetin gelecekteki fiyatını etkileyebilecek bilgi, “esaslı” sayılabilecektir. Esaslı bilgi, kamuya duyurulmamış ise, sahip olan tarafından daha fazla kazanç elde etmek ya da olası bir zarardan korunmak amacıyla kullanılabilir. Bir bilginin esaslı olarak kabul edilebilmesi için, çeşitli unsurlara sahip olması gerekmektedir. Bunlar aşağıda sıralanmıştır;

---

<sup>238</sup> Hisse Senedi Piyasaları, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Yayınları, Mart 2006, s. 71.

## A. Bilginin Fiyata Etkili Olması (Material Fact)

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesinde; içerden öğrenilen bilginin, sermaye piyasası aracının gelecekteki fiyatı üzerinde etkisi olması gerektiği belirtilerek; "sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek... bilgiler" ifadesiyle "esaslı bilgi" kavramına vurgu yapılmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticareti hakkındaki davalarda, kullanılan bilginin gizliliği yanında, kaynağına ve içeriğine dair diğer unsurlar da inceleme konusu yapılmaktadır. Bilginin esaslı sayılabilmesi için, sadece menkul kıymet, ya da şirketle ilgili gizli bilgi olması yetmemektedir. Edinilen bilginin yatırımcı için değerli olması ve yatırım kararlarını etkilemesi gerekmektedir<sup>239</sup>. Başka bir deyişle, herhangi bir somut olayda sermaye piyasası araçlarının değerleri üzerinde hissedilebilir bir etkisi olmalıdır<sup>240</sup>.

Bu husus, birçok ülkenin kanunlarında ve mahkeme kararlarında da ortaya konulmuştur. Yatırımcı açısından bilginin esaslı olmasının ölçütü, bilgi açıklandığı zaman sermaye piyasası aracının fiyatı üzerinde yaratacağı muhtemel değişikliklerdir<sup>241</sup>. Kısaca, esaslı bilgi, fiyat üzerinde etkili olan bilgi şeklinde yorumlanmaktadır. Somut olayın özelliklerine bağlı olarak birbirinden farklı esaslı bilgi örnekleri ortaya çıkabilmektedir.

Amerikan ve İngiliz Hukuk Sistemi'nde yer alan düzenlemelerde, "öğrenilen bilginin fiyata etkili olması" unsurundan ne anlaşılması gerektiği ayrıntılı biçimde açıklanmıştır. Menkul kıymetin değeri üzerinde etki yaratmayacak bilgiler, içerden öğrenen bilgisi olarak kabul edilmeyeceğinden,

---

<sup>239</sup> Gregory Andre, "Constructive Insider Liability And The Arm's Length Transaction Under Footnote 14 Of Dirks", **The George Washington Law Review**, 1984, s. 873.

<sup>240</sup> Avrupa Birliği Hukukunda fiyata etki edebilecek nitelikte olan bilgiler düzenlenmiştir (2003/6/EU sayılı Yönerge), ABD Hukukunda fiyata etkili olabilecek bilgiden "material fact" bahsedilmektedir. Türk Hukukunda da 20/7/2003 tarih ve 25174 sayılı Resmî Gazete, Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VIII, No: 39) Madde 10 Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilginin kamuya açıklanması gereği üzerinde durmaktadır.

<sup>241</sup> CESR (The Committee Of European Securities Regulators)'ye göre bilginin kamuya açıklandığında fiyattaki değişimin düzeyi önemli değildir, önemli olan fiyatın değişmesidir.

öncelikle bilginin fiyat üzerindeki etkinliğinin (*price sensitive information-material fact*) tespit edilmesi gerekmektedir<sup>242</sup>. “*Material fact*” kavramıyla edinilen bilginin fiyata etkili olması kastedilmekte, sermaye piyasası araçlarının gelecekteki değerlerine etki edebilecek bütün bilgilere işaret edilmektedir. ABD’de Kanun Koyucu, sermaye piyasası araçlarını etkileyen bilgileri “*numerus clausus*” ilkesine bağlı kalarak saymayı tercih etmemiş, mahkemeleri somut olayın özelliklerine göre değerlendirme yapmakta serbest bırakmıştır.

İngiliz Hukuku’nda, “*material fact*” kavramı yerine kamuya açıklanmamış fiyata etkili bilgi “*unpublished price sensitive information*” kavramı tercih edilmiştir. Insider Dealing Act’in çeşitli maddelerinde bu kavramla kastedilen, “kamuya açıklanmamış, menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek bilgi”dir<sup>243</sup>.

Avrupa Birliği Hukuku’nda ise, esaslı bilgi “iç bilgi” (*inside information*) olarak adlandırılmaktadır<sup>244</sup>. Bilgi açıklandığında, rasyonel davranan bir yatırımcının aldığı yatırım kararını ve bu sayede de sermaye piyasası aracının fiyatını önemli düzeyde etkileyebiliyorsa<sup>245</sup>, yani fiyata etkiliyse esaslı nitelikte kabul edilmektedir<sup>246</sup>.

Avrupa Menkul Kıymetleri Düzenleme Komitesi’ne göre<sup>247</sup> bilgi kamuya açıklandığında, fiyattaki değişimin düzeyi önemli değildir, önemli olan fiyatın değişmesidir. Ancak yine de CESR fiyattaki değişmeyi bir gösterge olarak kabul etmekte ve ihmal edilemeyecek nitelikte olmasının gerekliliği üzerinde

---

<sup>242</sup> Turanboy, s. 46.

<sup>243</sup> Turanboy, s. 46.

<sup>244</sup> Directive 2003/6/EC Of The European Parliament And Of The Council of 28 January 2003 On Insider Dealing And Market Manipulation.

<sup>245</sup> Düzenlemenin Komisyon’daki ilk halinde Amerikan Hukuku paralelinde “*material effect*” kavramı öngörülürken daha sonra ifade “*significant effect*” olarak değiştirilmiştir. Komisyon bu noktada kamuya açıklanmamış her bilginin içerden öğrenen bilgisi olmadığını vurgulamıştır.

<sup>246</sup> Warren, s. 1062.

<sup>247</sup> CESR “The Committee Of European Securities Regulators” Avrupa Menkul Kıymetleri Düzenleme Komitesi, özellikle piyasayı bozan işlemleri önlemek ve bu konuda görüş bildirerek gerekli önlemlerin alınmasını sağlamak ve piyasaların aydınlatılması amacıyla 6 Haziran 2001 tarihinde Avrupa Komisyonu’nun 2001/527/EC sayılı Kararı ile kurulmuş bağımsız bir komitedir.

durmaktadır. Aynı ifade 2003 tarihli, Yönerge'nin 1/1 maddesinde de görülmektedir<sup>248</sup>.

Esaslı bilgi, menkul kıymetlerin gelecekteki değeri üzerinde çok farklı kaynaklardan etkiler doğurabilmektedir. Bu tür bilgiler, menkul kıymetin kendinden kaynaklanan ve fiyatının oluşumuna etki eden bilgilerle sınırlandırılmamakta, fiyat üzerine etki eden fakat menkul kıymetin kendinden kaynaklanmayan bilgiler de esaslı sayılmaktadır<sup>249</sup>.

Doktrinde ve mahkeme kararlarında fiyata etkili bilgi kavramına bağlı olarak, bilginin fiyat üzerinde ne zaman ve kime göre etkin olduğu belirlenmeye çalışılmıştır. Mahkeme kararlarında, bir bilginin fiyat üzerinde etkinliğini tespit için “makul-[rasyonel] yatırımcının” (*reasonable investor*) davranışları temel alınmaktadır. Edinilen bilgi, etki yapması beklenen menkul kıymetin fiyatını ve makul, basiretli bir yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek, yatırımcının değer vereceği bilgi olarak tanımlanmaktadır<sup>250</sup>.

ABD’de çeşitli davalarda<sup>251</sup> esaslı bilgi kavramı tartışılmış, bilginin yatırımcıların yatırım kararını “doğrudan doğruya etkileyebilecek” olmasının gerekliliği belirtilmiştir. Örneğin Basic Inc. Levinson Davası’nda<sup>252</sup> esaslı bilginin yatırımcının piyasayla ilgili olarak sahip olduğu bilgilerin içeriğini (*total mix of information*) değiştirebilecek nitelikte olmasının gerekliliği vurgulanmıştır<sup>253</sup>. Ayrıca bilginin değerli sayılabilmesi için edinildiği zaman da önemlidir. Bu açıdan şirkete bağlı olan içerden öğrenenler, geçici olarak şirket için çalışan uzmanlara göre daha avantajlı kabul edilmektedir<sup>254</sup>.

---

<sup>248</sup> 2003 tarihli Yönerge'nin 1/1 maddesi fiyatta meydana gelecek önemli değişmelerden söz etmektedir.

<sup>249</sup> Mira, s. 448; Wang, Insider Trading: s. 6; Dennis Carlton / Daniel Fischel, “The Regulation Of Insider Trading”, **Stanford Law Review**, Vol: 35, 1983, s. 886–887.

<sup>250</sup> Turanboy, s. 49.

<sup>251</sup> Cady, Roberts and Co, Spead v. Transamerica Corporation, Kordon v. National Gypsum Co.

<sup>252</sup> Basic Inc. Levinson Davası Karar No: 485 U.S. 224 (1988).

<sup>253</sup> McLucas/Walsh/Fountain, “Settlement Of Insider Trading Cases With The Sec”, **The Business Lawyer**, Vol: 48, 1992, s. 81.

<sup>254</sup> Garten, s. 582.



Esaslı bilgi kavramına, “*Texas Gulf Sulphur Co.*” davasında yeni ölçütler eklenmiştir<sup>255</sup>. Madencilikle uğraşan *Texas Gulf Sulphur* şirketinin çok sayıda ocağından birinde zengin maden cevheri bulunmuştur. Bu bilgi birden fazla içerden öğrenen aracılığıyla dışarıdakilere (outsiders) verilmiştir. Yapılan yargılama sonunda mahkeme, şirketin zengin maden cevheri bulması ile ilgili bilgilerin, ilke olarak “fiyata etkili bilgi” niteliği taşıdığını kabul etmiştir. Kavramın ortaya konulması bakımından en önemli katkı ise, söz konusu kararın gerekçesinde yer almaktadır. Gerekçede, sadece olağanüstü durumlarda bir esaslı bilginin varlığından söz edilebileceği, olağan durumlara ilişkin bilgilerin ise esaslı bilgi niteliği taşımadığı görüşü savunulmuştur. Böylece, bir bilginin esaslı olabilmesi için “olağanüstü olma kriteri” ilk kez bu davada ortaya atılmış olmaktadır. Bir somut olayda olağan üstü (olağan dışı) bir bilginin mevcut olup olmadığı, o olayın özelliklerine göre mahkeme tarafından takdir edilecektir<sup>256</sup>.

Örneğin Shapiro Davası’nda<sup>257</sup> (Amerikan Yüksek Mahkemesi) İkinci Daire esaslı bilgi kavramının olaydan olaya ve her bir içerden öğrenenlerin ticareti için ayrı ayrı değerlendirilmesinin gerekli olduğunu vurgulamıştır<sup>258</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin davalara konu olan bilginin kaynağı ve içeriğinin çok çeşitli olduğu görülmüştür. Hukuk alanında kabul edilen genel görüşe göre; kamuya açıklanmamış fiyata etkili gizli bilginin iki türü olduğu düşünülmektedir<sup>259</sup>. Bunlardan ilki şirket bilgileri (*corporate information*), diğeriye sermaye piyasası bilgileridir (*market information*)<sup>260</sup>.

---

<sup>255</sup> Texas Gulf Sulphur Davası Karar No: 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

<sup>256</sup> Fischel/Carlton,s.886-887.

<sup>257</sup> SEC v. Shapiro Davası Karar No: 494 F.2d 1301 (1974).

<sup>258</sup> Stuart Sinai, “Insider Trading Rumors Possession v. Use And Other Defenses”, **The Business Lawyer**, Vol: 55 February 2000, s. 775.

<sup>259</sup> Frank Luberti, “An Outsider Looks At Insider Trading: Chiarella, Dirks And Duty To Disclose Material Nonpublic Information”, **Fordham Urban Law Journal**, Cilt 12, 1984, s. 780.

<sup>260</sup> Donald Langevoort, “Insider Trading and Fiduciary Principle: A Post Chiarella Restatement”, **California Law Review** 1982, s. 42; Victor Brudney, Insider Securities Dealings During Corporate Crises, Michigan Law Review, (Fiduciary Principle), Cilt: 61, Sayı: 1, 1962, s. 329;Luberti, s. 777.

## 1. Şirket Bilgileri

Şirket bilgileri; öncelikle şirketin icra ettiği ticari faaliyet, yönetim ve işletilmesine ilişkin olan esaslı bilgileri kapsamaktadır<sup>261</sup>. Bu bilgiler özellikle şirketin kendisinin, yöneticilerinin, memurlarının çalışmalarıyla ilgili olmaktadır<sup>262</sup>. Şirketin periyodik olarak verdiği raporlarda gelirinin azalması, kâr payının azalma endişesi, yeni maden yatakları bulması gibi bilgiler mahkeme kararlarında kabul edilmiş olan şirket bilgilerindedir<sup>263</sup>.

Şirket bilgileri; şirketin menkul kıymetlerine özel, sınırlı sayıda kişi tarafından bilinen (şirketin yöneticileri, memurları, çalışanları ve şirketle ilişkide bulunanlar ile onlardan bilgi edinenler), sadece şirket yararına (özellikle şirket yöneticileri, memurları, çalışanlarının yararına olmayan) ve şirketin gelecekte gerçekleşmesi mümkün hedeflerine yönelik, açıklandığında menkul kıymetlerin değerini önemli ölçüde değiştirebilecek olan bilgilerdir<sup>264</sup>.

Şirketin ekonomik durumuyla, şirketin halen işlem gören menkul kıymetleri ve yakın zamanda ihraç edeceği menkul kıymetlerin değeri arasında yakın bir ilişki vardır. Şirketin mali durumundaki iniş ve çıkışlar, sermaye piyasası araçlarının piyasa değerlerinin de yükselmesine ya da alçalmasına sebep olabilmektedir. Şirketin yeni yatırımları, bilanço ile ilgili gelişmeler, sonuçlanmamış ortak projeleri; alacağı ihaleler de menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilmektedir.

Bunların dışında şirketin yetkili organlarının sermaye artırımları ya da eksiltmeleri, malvarlığı devri, tür değiştirme, tasfiye, kârın kısmen veya tamamen devredilmesi, başka bir şirketle birleşme gibi kararları da esaslı bilgi kapsamındadır<sup>265</sup>.

---

<sup>261</sup> Langevoort, Fiduciary Principle, s. 42;

<sup>262</sup> Luberti, s. 781.

<sup>263</sup> Luberti, s. 781

<sup>264</sup> Langevoort, Fiduciary Principle, s. 42–44.

<sup>265</sup> Karasioğlu, s. 115.

Reed” Davası’nda<sup>266</sup>, şirket birleşmeleri “fiyata etkili bilgi” olarak kabul edilmiştir Davaya konu olayda, *Standart Oil of California* Şirketi, *Amax* Şirketi ile birleşmek istemektedir. *Amax* Şirketi’nin sahibi Bay Reed’in oğlu, birleşme teklifi yapılmadan önce, durumdan aile ortamındaki konuşmalar sayesinde haberdar olmuş, birleşmeden sonra *Amax*’ın hisse senetlerinin değer kazanacağını tahmin ederek, piyasadan bu şirkete ait hisse senetlerini “önceden” satın almıştır<sup>267</sup>.

Chiarella Davasında ise, şirkete ait hisse senetlerinin piyasadan toplanmasını sağlayan bilgi fiyata etkili olduğundan esaslı sayılmıştır<sup>268</sup>.

*Spead Transamerica Corp.* Davası’nda şirketin yeni hisse senetleri aldığı bilgisi “fiyata etkili bilgi” olarak görülmüştür<sup>269</sup>. Davaya konu teşkil eden olayda *Transamerica Tobacco* Şirketi yine aynı sektörde çalışan *Axton Fisher Tobacco* Şirketi’nin hisselerini piyasadan toplamıştır. *Transamerica Tobacco* Şirketi’nin çalışanlarının, kendileri için de işlem yaptıkları ortaya çıkmıştır. A grubu hisse senetleri 40 Dolar’dan, B grubu hisse senetleri ise 12 Dolar’dan satın alınmıştır. Şirketin amacı tütün fiyatlarındaki artıştan istifade ederek gelecekte *Axton Fisher Tobacco* Şirketi’nin hisse senetlerinde oluşacak artıştan yararlanmaktır. Senetler beklenen koşullar oluştuğunda tekrar diğer firmaya satılmıştır. *Axton Fisher Tobacco*, A grubu hisse senetlerini 200 Dolar’dan, B grubu hisse senetlerini ise 100 Dolar’dan satın almak zorunda kalmıştır<sup>270</sup>.

## 2. Sermaye Piyasaları Bilgileri

İçerden elde edilen diğer bilgi grubu, Amerikan Hukuku’nda “*market information*” olarak adlandırılan sermaye piyasası hakkındaki bilgilerdir<sup>271</sup>.

---

<sup>266</sup> Reed Davası Karar No: 601 F. Supp. 685, 715 (S.D.N.Y. 1985).

<sup>267</sup> Hiller, P.B., “The Judiciary Considers The Nature of Confidential Relationship in Insider Trading Cases A Look At United States vs. Reed”, **Securities Regulation Law Journal**, 1985, s. 134.

<sup>268</sup> Chiarella vs. United States, 445 U.S. 222 (1980).

<sup>269</sup> Turanboy, s. 52.

<sup>270</sup> Turanboy, s. 52.

<sup>271</sup> Brudney, Insider, s. 329; Luberti, s. 782.

Sermaye piyasası hakkındaki bilgiler; piyasayı ya da şirketin çıkardığı sermaye piyasası aracının gelecekteki fiyatını etkileyen, fakat şirketin tahmin edilen geliri veya kârını etkilemeyen bilgilerdir<sup>272</sup>.

Sermaye piyasalarına ait olan bilgilerden yola çıkılarak içerden öğrenenlerin ticaretinin saptanabilmesi daha zor görülmektedir<sup>273</sup>. Burada kullanılan sermaye piyasalarında oluşan ya da oluşması beklenen bilgilerdir. Örneğin şirketin bir başka şirketle birleşeceği bir şirket bilgisiyken, şirket hisselerinin sermaye piyasalarında yükseleceği beklentisi bir piyasa bilgisidir. Bu bilgi şirketle hiç ilgili olmayıp örneğin bir ekonomi yazarı tarafından yaratılmış olabilir.

Şirket ve piyasa bilgilerinin birbirinden kesin çizgilerle ayrılması zor görülmektedir. Bu kavramlar doktrinde ayrı ayrı incelenmekte olsa da kanun koyucular tarafından böyle bir ayrıma gidilmemektedir<sup>274</sup>.

Yukarıda açıklanan esaslı kabul edilebilecek bilgiler genel olarak şu unsurları içermektedir<sup>275</sup>;

- Şirketle ilgili mâli tablo ve sonuçlar,
- Gelecekte tahmin edilen kâr ya da zarara ilişkin bilinen fakat açıklanmamış bilgiler,
- Diğer iş ortaklarıyla gerçekleştirilen ya da feshedilen önemli sözleşmeler,
- Şirket birleşmeleri ya da ayrılmaları,
- Hisse senetlerinin değerlerinde önemli değişme oluşturabilecek haberler,
- Şirketin sermaye yapısında oluşabilecek değişiklikler,
- Verilen hizmetlerde önemli sayılabilecek değişiklikler,
- Temettü politikalarının değişmesi,

<sup>272</sup> Fleischer/Mundheim/Murphy, s. 799; Luberti, s. 782.

<sup>273</sup> Paula Dalley, "From Horse Trading To Insider Trading: The Historical Antecedents Of The Insider Trading Debate", **William And Mary Law Review**, Vol: 39, 1998, s. 1325.

<sup>274</sup> Dalley, s. 1325.

<sup>275</sup> Erişim: 11.05.2006, <http://ir.netflix.com/documentdisplay.cfm?DocumentID=74>.

- Yeni borçlanmalar ya da hisse senedi ihraçları,
- Şirketle ilgili önemli yasal takibat ya da süreçler.

## **B. Bilginin Kamuya Açıklanmamış Olması**

Bir bilginin içerden öğrenenlerin ticaretinde kullanılabilmesi ve esaslı bilgi sayılabilmesi için kamuya açıklanmamış olması gerekmektedir. Hukuki düzenlemelerde yer alan içerden öğrenilen bilginin varlığının temelinde “kamuya açıklanmamış olma” özelliği bulunmaktadır<sup>276</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 47/A- 1 maddesinde de, içerden öğrenilen bilgi ile ilgili olarak “henüz kamuya açıklanmamış” olma özelliği açık olarak belirtilmiştir. Ancak kamuya açıklanmanın ne anlama geldiği ve ne zaman gerçekleşmiş sayılacağı hususları belirtilmemiştir.

Amerikan Hukuku’nun içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili bölümünün gelişiminde açıkla ya da kaçın kuralı (*disclose or abstain rule*) bağlayıcı olmuştur. Kamuya açıklanmamış bilgiyi edinenler ya bu bilgiye dayanarak ticaret yapmaktan kaçınmalı ya da bilgiyi açıkladıktan sonra ticaret yapmalıdırlar. Zira içerden öğrenenin esaslı bilgiyi kullanarak kazanç sağlaması için bilginin diğer yatırımcılar tarafından bilinmiyor olması gerekmektedir.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin sermaye piyasası alanında gelişim süreci izlendiğinde; günümüze gelene kadar uygulamanın yatırımcıların lehine daha iyi bilgilendirme arayışı ile geçirildiği görülmektedir. Kanunlarda, içerden öğrenenleri bilgide avantajlı konumdan, bilgide eşit konuma getirme yönünde değişiklikler yapılmaktadır. Bir bilginin içerden öğrenen için özel olmasının kökeninde, sadece içerden öğrenen tarafından kullanılabilir olması vardır. Esaslı bilgi kamu ile paylaşılmamış, gizli olan bilgidir.

---

<sup>276</sup> İçerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşmesi için gerekli olan bilgi hakkında; ABD 1934 Tarihli Securities And Exchange Act Madde 10b5-2 “material nonpublic information” kamuya açıklanmamış değerli bilgi; Avrupa Birliği Directive 2003/6/EC Madde 4 “information... required to be disclosed” açıklanması gereken... bilgi; Türk Hukuku Sermaye Piyasası Kanunu Madde 47A-1 “Bilginin kamuya açıklanmamış olması” ifadeleri yer almaktadır.

Kamuya açıklanmamış bilgi; bilgi kaynağından hukuka aykırı bir şekilde, onun rızası dışında çıkmış olabilir. Bu bilgi hukuka uygun bir şekilde yayılmışsa sorun yoktur. Ancak; bilgi kamuoyu tarafından ulaşılabilir değilse yine esaslı bilgi özelliğini haizdir<sup>277</sup>.

Amerikan Hukuku'nda Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun yeni düzenlemesinde yer alan 10b5-2 maddesinde, herhangi bir kimsenin her ne sebep ya da yolla olursa olsun edindiği esaslı bilgiyi açıklamaması gerektiği belirtilmiştir. Cady, Roberts and Co. Davası'nda<sup>278</sup>, 10b-5 maddesi kapsamında kamuya açıklanmamış bilginin varlığı için iki unsur üzerinde durulduğu görülmektedir:

**i.** Bilgi, doğrudan ya da dolaylı olarak şirketin yararı için kullanılmalı ve kimsenin şahsi çıkarına hizmet etmemelidir.

**ii.** Esaslı bilgiyi kullanarak avantaj sağlayan taraf, diğer kişilerce bu bilgiye ulaşamayacağını bilmelidir<sup>279</sup>.

Kamuya açıklanmamış bilgi kavramında üzerinde durulması gereken bir konu da, bilginin ne zaman verilmiş kabul edileceğidir. Doktrinde kamuyu aydınlatma işinin mümkün olan en kısa zamanda yapılmasının gerekliliği kabul edilmektedir<sup>280</sup>. Belli konuda söylentiler ve dedikoduların çıkması halinde, bilginin duyurulma görevinin sona erdiği yani bilginin kamuoyuna duyurulduğu düşünülmektedir<sup>281</sup>. Ancak uygulamada içerden öğrenen sorumluluğuna sahip olan kişinin, bilgiyi açıkladıktan hemen sonra da işlem yapmamasının gerekli olduğu üzerinde durulmaktadır<sup>282</sup>. Ayrıca, içerden öğrenenin, bilgiyi yaymak için [mahkemenin değerlendireceği] “makul ölçüde” çaba sarf etmesi gerekmektedir<sup>283</sup>.

---

<sup>277</sup> Brudney, Insider, s. 322.

<sup>278</sup> Cady Roberts Karar No: 40 SEC 907 (1961),

<sup>279</sup> Acoba, . s. 1364.

<sup>280</sup> Wang, Recent Developments, s. 293.

<sup>281</sup> Fischel/Carlton, s. 886-887.

<sup>282</sup> Fischel/Carlton, s. 879

<sup>283</sup> Wang, Recent Developments, s. 293; Turanboy, s. 63.

### C. Bilginin Güvenilir Olması

Rasyonel bir yatırımcı, ulaştığı bilgiye güvenmesi halinde bu bilgiye dayanarak işlem yapmaktadır. İçerden öğrenilen bilginin, şirketle ilgili diğer kaynaklardan öğrenilen bilgilerden farkı, güvenilir olmasıdır. İçerden öğrenilen bilgi kaynağı;

- i. Güvenilir,
- ii. Kesin olmalıdır<sup>284</sup>.

Bu iki unsur birbirini tamamlamakta; bilgi kaynağının güvenilir olması halinde, bilgide kesinlik de söz konusu olmaktadır<sup>285</sup>. Bilginin doğruluğu unsuru, güvenilir bilgiyi spekülasyondan ayırmaktadır.

İçerden öğrenenin şirkete yakınlığı, bilginin kesinliğini arttırmaktadır. Belli kişilerin daha güvenilir ve kesin bilgilere ulaşması mümkün olabilmektedir. Şirketin yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu üyeleri ve denetçileri şirketin geleceğiyle ilgili kararların alınmasına bizzat katılabilmekte, kararlara ilişkin belgeleri görebilmektedir. Bu kişilerin ulaştığı bilgiler kesin sayılmaktadır<sup>286</sup>.

İçerden öğrenilen bilginin güvenilir (*confidential information*) olmasının gerekliliği ABD mahkeme kararlarında daha açık olarak ifade edilmiştir. *Diamond v. Oreamuno* Davası'nda<sup>287</sup>, şirketin yöneticisi, şirketin mâli durumunun iyi olmadığını öğrenmiş, bu bilgiye dayanarak sahip olduğu hisse senetlerini satmıştır. Olayda, içerden öğrenenin şirketin mâli durumunun iyi olmadığı yönündeki bilgisi güvenilir sayılmıştır<sup>288</sup>. Kararda şirketle ilgili bilgiyi kullanarak ellerindeki hisse senetlerini satan farklı konumdaki hissedarlar

---

<sup>284</sup> Turanboy, s. 55.

<sup>285</sup> Kesinlik unsuru Avrupa Birliği Hukuku'nda Directive 2003/6/EC başlangıç bölümünde yer almaktadır.

<sup>286</sup> Turanboy, s. 56.

<sup>287</sup> *Diamond v. Oreamuno* Davası Karar No: 24 N.Y. 2nd. 494 (1969).

<sup>288</sup> Michael Mc Nally, "United States v. O'Hagan The Classic Misuse Of The Misappropriation Theory", **Criminal And Civil Confinement**, Vol: 25, 1999, s. 507.

üzerinde durulmuştur. Bu davadaki hissedarlar arasında şirketin idare meclisi üyeleri, müdürleri ve çalışanları da bulunmaktadır<sup>289</sup>.

Daha önce de ifade edildiği gibi, *Texas Gulf Sulphur* davasından sonra, şirket bilgilerinin gizliliğinin korunabilmesi amacıyla, “içerden öğrenenlerin ticareti” kavramının kapsamı genişletilmiştir. Şirket hakkında esaslı bilgiye sahip ve şirkete karşı güven yükümlülüğü taşıyan herhangi bir kimse de içerden öğrenen kapsamına alınmıştır.

Avrupa Birliği düzenlemelerinde de bilginin kesin olmasının gerektiği kabul edilmektedir. Bilginin kesin<sup>290</sup> nitelikte sayılabilmesi için aşağıdaki şartları sağlaması gerekmektedir<sup>291</sup>;

- i. Olay ya da durumun oluşumundan çıkan ya da akla uygun düşünüldüğünde çıkabilecek olan sonuçlar içeren,
- ii. Sermaye piyasası ya da ikincil piyasa araçlarının fiyatları üzerinde etki yaratabilecek özellikte olan bilgi kesin kabul edilmektedir.

Avrupa Birliği ve Amerikan uygulamalarının aksine Sermaye Piyasası Kanunu’muz içerden öğrenenlerin ticareti tanımında bilginin güvenilirliği unsurunu açık olarak ifade etmemektedir. Kanımızca bu durum bir eksiklik yaratmaktadır. Zira kesin olmayan bilgi ya da seziye dayanarak işlem yapan kişilerin gerçekleştirecekleri işlemler, içerden öğrenenlerin ticareti olma vasfını taşımayacaktır. Bu tip bilgilerde esaslılık unsuru oluşmayacaktır.

---

<sup>289</sup> Turanboy, s. 56.

<sup>290</sup> 2003/6/EU sayılı Yönergenin ilk maddesinin birinci fıkrasında kesinlik “precise nature” olarak ifade edilmektedir.

<sup>291</sup> Memorandum, s. 4.



## II. Bilginin Kullanılması ve Mameleki Yarar Elde Edilmesi

İçerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşmesi için, kamuya duyurulmamış esaslı bir bilginin varlığı ve bu bilginin kullanılmasından dolayı bir menfaatin elde edildiğinin saptanması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesinde; "...sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticaretidir" ifadesiyle mameleki yarar sağlamaktan açık olarak bahsedilmektedir.

ABD mahkeme kararlarında da, menfaat sağlanması üzerinde özellikle durulmuştur. Bu menfaat, kâr ya da gelecekte gerçekleşebilecek zarardan korunma şeklinde olabilmektedir<sup>292</sup>.

*Cady Roberts* davasında, mahkeme şirkete ait gizli bilgilerin şahsi menfaatler elde etme amacıyla kullanılmaması gerektiğini belirtmiştir. Yani, içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşebilmesi için esaslı bilgiye sahip olmak yeterli görülmemiş bu bilginin kullanılmış olma şartı aranmıştır<sup>293</sup>. Kararda; "şirketin içerden öğrenenlerinin açık piyasalarda kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak... kişisel çıkar sağlamaları... önlenmelidir." ifadeleri yer almıştır<sup>294</sup>.

Amerikan Hukuku'nda bilgiyi kullanma ya da sahip olma<sup>295</sup> kavramları üzerinde sıkça durulmakta ve içerden öğrenenlerin ticaretinin ortaya çıkabilmesi için esaslı bilginin kullanılması gerektiği üzerinde doktrinde uzlaşma bulunmaktadır<sup>296</sup>.

---

<sup>292</sup> Turanboy, s. 64.

<sup>293</sup> Karen Schoen, "Insider Trading The Possession Versus Use Debate", **University Of Pennsylvania Law Review**, Vol: 148, 2000, s. 239.

<sup>294</sup> Cady Roberts Davası Karar No: 40 S.E.C. 907 (1961).

<sup>295</sup> Literatürde "*possession versus use*" olarak geçmektedir.

<sup>296</sup> Schoen, s. 255.

### III. İçerden Öğrenenin Varlığı

Sermaye Piyasası Kanunu'nda olduğu gibi Amerika ve AB mevzuatına göre de içerden öğrenen ticaretinin gerçekleşmesinin ön koşulu içerden öğrenenin varlığıdır. İçerden öğrenen olmadığı halde Amerikan Hukuku'nda içerden öğrenen benzeri<sup>297</sup> bir grup daha bulunmaktadır. Ancak içerden öğrenenin varlığından kastedilen, içerden öğrenen ticaretini gerçekleştiren herkesin içerden öğrenen sıfatını taşıdığıdır.

Doktrinde içerden öğrenenlerin ticaretini ilgilendiren ve sermaye piyasası araçları üzerinde işlem yapanları dört grup altında toplamak olanaklıdır<sup>298</sup>;

- i. İçerden öğrenenler,
- ii. İçerden öğrenen benzerleri,
- iii. Bilgi alanlar,
- iv. Sermaye piyasalarında işlem yapan sıradan yatırımcılar.

İçerden öğrenenlerin ticareti için ilk üç grup inceleme konusu olmaktadır. Dördüncü grupta yer alanlarsa sıradan yatırımcılar olup, içerden öğrenenlerin ticaretinden dolayı olarak etkilenmektedirler.

Türk Hukuku'nda içerden öğrenenlerin kimler olduğu sınırlandırılmaksızın örnek gösterilerek sayılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesinde, sermaye piyasası araçları halka arz edilmiş olan şirketlerin yönetim kurulu başkanı ve üyeleri ile denetçileri içerden öğrenen olarak değerlendirilmektedir.

---

<sup>297</sup> İçerden öğrenen benzeri terimi çeşitli şekilde ifade edilebilmektedir; “quasi insider”, “noninsider”, outsider v.s.

<sup>298</sup> William Wang, “Trading On Material Nonpublic Information On Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed And Who Can Use Whom Under SEC Rule 10b-5”, **Southern California Law Review**,( Material Information) Sayı 54, 1981, s. 1304.

## A. İçerden Öğrenenler

İçerden öğrenenler genel olarak iki grup altında incelenmekte ve her iki grup da içerden öğrenen olarak adlandırılmaktadır. Birinci grubu şirkete bağlı içerden öğrenenler oluşturmakta, ikinci grupta ise şirkete bağlı olmamakla birlikte şirket adına çalışanlar yer almaktadır.

### 1. Şirkete Bağlı İçerden Öğrenenler

Şirkete bağlı içerden öğrenenler, şirket bünyesinde çalışanlar ve onların yakınlarından oluşmaktadır. Bunlar, bilgilere diğer içerden öğrenenlere göre çok daha kolay ulaşabilmektedir. Doktrindeki hâkim görüşe göre, bu gruptaki içerden öğrenenlerin ulaştıkları bilgileri kullanmalarını önlemek için uygun yasal tedbirlerin alınması zorunludur<sup>299</sup>.

#### *a. Şirketin Yönetim Kurulu Başkanı ve Üyeleri, Denetçiler, Şirket Çalışanları ve Büyük Hisse Sahipleri*

Şirkete bağlı içerden öğrenenler; şirketin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, denetçiler ve şirket çalışanları ile büyük hisse senedi sahipleri olarak iki gruba ayrılmaktadır.

##### *aa. Şirketin Yönetim Kurulu Başkanı ve Üyeleri, Denetçiler ve Şirket Çalışanları*

Şirkete bağlı olarak çalışan içerden öğrenenler, şirketin içerisinde olmaları sebebiyle şirketin genel durumu ve iç sorunları hakkında ayrıntılı bilgiye sahip olabilecek kişilerdir. Şirket içerisindeki statülerinin gereği olarak bu gruptaki içerden öğrenenler, şirkette yaşanan gelişmelerden kısa zamanda haberdar olmaktadır. Özellikle yönetim ve denetim kurulları gibi üst düzeyde görev

---

<sup>299</sup>, Thomas Lee Hazen, “Unites Stataes v. Chaestman Trading Seciurities On The Basis Of Information Advance Of A Tender Offer”, **Brooklyn Law Review**, 1992, s. 595.

yapan kişiler<sup>300</sup>, içerden öğrenenlerin ticareti için gerekli esaslı bilgilere doğrudan ulaşabilmektedirler.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesinde şirkete bağlı içerden öğrenenler sıralanmıştır; İhraççılar (sermaye piyasası aracı ihraç edenler) ve sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri ve diğer personeli içerden öğrenen olarak kabul edilmiştir. Kanun koyucu yönetim ve denetim kurulu üyelerini şirketteki pozisyonları nedeniyle bilgiye kolaylıkla ulaşmaları ve şirkete karşı özen ve sadakat borcu taşımaları sebebiyle potansiyel içerden öğrenen konumunda görmektedir<sup>301</sup>.

Amerikan Hukuku'nda şirkete bağlı olarak çalışan içerden öğrenenler yani yönetim kurulu başkan ve üyeleri, denetçiler ve şirketin diğer çalışanları "corporate insider" olarak adlandırılmaktadır<sup>302</sup>.

Avrupa Birliği mevzuatındaysa içerden öğrenilen bilgiye ulaşabilecek herhangi bir kişi ya da oluşturulacak içerden öğrenen listesinde yer alacak kişiler içerden öğrenen olarak kabul edilebilmektedir<sup>303</sup>.

İçerden öğrenen listesi (*insider list*) olarak adlandırılan bu liste 2004/72/EC sayılı Yönerge'de de yer almıştır. Yönergenin 5. maddesi, ihraççı şirketle ilgili bilgilere doğrudan ya da dolaylı olarak daima ya da geçici olarak ulaşabilecek tüm kişilerin bir liste ile belirlenmesini zorunlu kılmaktadır. Listeye geçici ifadesinin eklenmesi kapsamın genişliğini de ifade etmektedir<sup>304</sup>. İçerden öğrenen listesi aşağıdaki unsurlardan oluşturulmalıdır<sup>305</sup>;

---

<sup>300</sup> Yönetici kavramına, yönetim kurulu ile üyeleri ile birlikte yönetim işlerinin bırakıldığı müdürleri de kapsamaktadır. Turanboy, s.132.

<sup>301</sup> Çağlayan Manavgat, Türk Hukukunda "İçerden Öğrenen" Kavramı, **BATİDER**, (İçerden Öğrenen), Aralık 1998, Cilt XIX, S.4,s.188.

<sup>302</sup> Turanboy,s.78.

<sup>303</sup> Avrupa Birliği mevzuatı 2003/6/EC Sayılı Yönerge, Madde 5.

<sup>304</sup> E.U. Market Abuse Directive – Implementing Measures: Accepted Market Practices, Commodity Derivatives Inside Information, Insider Lists, Managers' Transactions Notifications and Suspicious Transactions Notifications, s. 6, Erişim: 17.06.2004, www.clearygottlieb.com.

<sup>305</sup> **Memorandum**, s. 11.

- [Esaslı] bilgiye ulaşabilecek kişilerin kimlikleri,
- Listede yer alanların, listeye alınma nedenleri,
- Listenin oluşturulma ve yenilenme tarihi<sup>306</sup>.

Yönergenin 5/3 maddesine göre; listenin oluşturulduktan sonra sürekli güncellenmesi gerekmektedir. Listedeki kişilerin listeye alınma gerekçelerinde ya da durumlarında oluşan değişiklikler, listeye yeni kişilerin eklenme veya listedeki kişilerin silinme gerekliliğinin ortaya çıktığı durumlarda listenin yenilenmesi gerekmektedir.

Avrupa Birliği'nde, 2004 tarihli Yönerge'nin 1 ve 2. maddeleri şirketle bağlantılı bazı kişilerin, şirketle yaptıkları işlemler hakkında bilgi verme yükümlülüğünü düzenlemiştir.

Şirketle doğrudan ilgisi bulunan kişilerin, şirketle ilgili olan hisse senedi gibi finansal araçlar üzerinde kendi hesaplarına yaptıkları işlemler ilgili sermaye piyasası kurumlarına bildirilmelidir<sup>307</sup>. Yönetim sorumluluğuna haiz, şirketle ilgili doğrudan ya da dolaylı bilgiye kolaylıkla ulaşabilecek, gelecekteki gelişmeleri etkileyebilecek kararları alabilecek kişiler bu kapsamda değerlendirilmiştir. Yönetim kademesinde bulunanların sermaye piyasası araçlarıyla ilgili ticaretlerinde bildirilmesi zorunlu olan unsurlar aşağıda belirtilmiştir<sup>308</sup>,

- Yönetim sorumluluğuna haiz kişilerin (gerekliyse yakınlarının) isimleri,
- Bildirilen sorumluluğun verilme nedeni,
- Sorumluluğu veren şirketin adı,

---

<sup>306</sup> Oluşturulacak içerden öğrenen listelerinin belirli durumlarda güncellenmesi gerekmektedir. Bu durumlar;

- İçerden öğrenen listesinde yer alan kişilerin bu listeye alınma nedenlerinin değişmesi,
- Listeye alınması gereken yeni kişilerin olması,
- Listedeki kişilerin bilgiye ulaşma durumlarının değişmesi.

<sup>307</sup> 2003/6/EU sayılı Yönerge, 6/4 maddesi.

<sup>308</sup> 2004/72/EC sayılı Yönerge, 6/3 maddesi.

- İhracı yapılan finansal aracın tanımlanması,
- Bu kişi tarafından yapılan işlemin türü,
- Yapılan işlemin yeri ve zamanı,
- Yapılan işlemin fiyatı ve toplam değeri.

#### ***bb. Büyük Hisse Sahipleri***

Şirkete bağlı içerden öğrenenlerin Amerikan Hukuku'nda ortaya çıkan ikinci grubunu büyük hisse sahipleri oluşturmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda adı geçmeyen bu grup içerden öğrenenler şirket kararları üzerinde etkili olmaları sebebiyle içerden öğrenen olarak kabul edilmektedirler. Bununla birlikte Kanun'un 16'ncı maddesinde yer alan %10'dan fazla hisseye sahip olanlar da şirkete bağlı içerden öğrenenler arasında sayılabilir. Amerikan Hukuku'nda büyük hissedar olma ölçütü olarak (Securities Exchange Act 16/b) da şirket hisselerinden %10 ya da daha fazlasına sahip olma olarak belirlenmiştir.

#### ***b. Şirketin Yönetim Kurulu Başkanı ve Üyelerinin, Denetçilerinin, Şirket Çalışanlarının Aile Bireyleri***

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesinde; bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar arasında şirket yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, denetçiler, müdürler ve diğer görevlileri açık olarak sayılırken, aile bireyleri sayılmamıştır. Ancak, aile bireylerinin de Kanunu'nun 47A-1 maddesinin 2. cümlesinde yer alan "...bunlarla temasları nedeniyle doğrudan ya da dolayısıyla bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler" ifadesiyle şirkete bağlı içerden öğrenen kapsamında değerlendirildiği söylenebilir.

ABD'de Menkul Kıymetler Kanunu'nun 10b5-2 kuralında içerden öğrenenin aile bireylerinin de sorumlu olacakları hükme bağlanmıştır. Kuralda yer alan "herhangi bir kimse (*any person*) ve "doğrudan doğruya veya dolayısıyla bilgi sahibi" olma ifadelerinden de bu kişilerin içerden öğrenen kavramına dâhil edilebileceği anlaşılmaktadır.

Avrupa Birliği, yukarda sayılan içerden öğrenenlerin yakınları, eşleri, çocukları, akrabaları ile yetinmeyerek aynı evi paylaşanlar, iş arkadaşlarını da içerden öğrenen olarak kabul etmiştir.

## **2. şirkete Bağlı Olmayan İçerden ğrenenler**

şirkete ait gizli bilgilerin çok değişik yollardan ve değişik şekillerde elde edilebilmesi mümkündür. şirket dışında yer alan içerden öğrenenlerin kapsamı bu nedenle geniştir ve belirlenmesi çoğu kez mümkün olmamaktadır. Buldukları sosyal ve ekonomik konum veya rastlantı sonucunda, şirkete bağlı olarak çalışmayanlar da gizli bilgilere ulaşabilmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesi şirkete bağlı olmayan içerden öğrenenleri; "meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumunda olanlar" ifadesiyle kapsamı içine aldığını belirtmiştir.

### ***a. şirketin Herhangi Bir Nedenle Dışardan Bağlantı Kurduğu Kişiler***

şirketle devamlı bağlantı içerisinde olmayı gerektiren yönetici, denetçi veya çalışan gibi bir statüye sahip olmadıkları halde şirketle kurdukları özel ilişki sonucu bilgilere ulaşan kişilerdir. Bu kişiler genellikle özel bir nedenle ücretli olarak çalıştırılmaktadırlar. Bu nedenle "outsider" olarak tanımlanırlar<sup>309</sup>.

#### ***aa. Görevleri Gereği şirketin Esaslı Bilgilerine Ulaşan Kişiler***

Bazı görevleri ifa edenler, bu görevleri esnasında belli konularda kamuya açıklamamış bilgilere ulaşabilirler. Kamu kuruluğu veya özel kuruluğu çalışanları bu kapsamda içerden öğrenen sayılabilirler.

---

<sup>309</sup> Turanboy,s.86.

Türk Hukuku'nda İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Hukuki Düzenlemeler başlığı altında da incelendiği gibi, Sermaye Piyasası Kurumları, Özelleştirme İdaresi ve Vergi Dairesi gibi, görevleri gereği şirketlerin mali durumları hakkında ayrıntılı bilgi edinebilen kişiler, yargılama aşamasında adli personel ve bilirkişiler şirketlerin gizli bilgilerine ulaşabilmektedirler. Buna benzer resmi unvana sahip kişiler, şirketlerin durumu hakkında bilgi sahibi oldukları gibi piyasanın genel durumu hakkında da bilgi sahibi olmaları nedeniyle içerden öğrenen olarak kabul edilebileceklerdir.

#### ***bb. Danışmanlık Kurumları***

Şirketler; birleşme, yeniden yapılanma, yeni yatırım kararları alma, yenilenme, gibi gerekçelerle danışmanlık kurumlarıyla bağlantı kurmaktadır. Danışmanlık kurumu çalışanı şirketin dışında olmasına rağmen, işini icra ederken şirket bilgisine ulaşabildiğinden içerden öğrenen kategorisinde kabul edilmektedir<sup>310</sup>.

Bu kurumların şirketle aralarında kurdukları özel iş ilişkisi sınırlı sürelidir ve ücret karşılığı bir danışmanlık hizmeti verilmektedir. Asıl şirketle danışmanlık yapan şirket arasında bir güven ilişkisi olduğundan, içerden öğrenen yükümlülüğünün de ortaya çıktığı düşünülmektedir.

#### ***cc. Avukatlar, Muhasebeciler, Aracılar***

Avukatlar, muhasebeciler ve aracılar şirketin dışında olmalarına rağmen doktrinde ve mahkeme kararlarında şirketle yaptıkları devamlı iş görme sözleşmesinin sonucu şirket bilgilerine kolaylıkla ulaştıkları görüldüğünden içerden öğrenen olarak kabul edilmektedirler.

---

<sup>310</sup> Turanboy, s. 94.



### ***b.Kamuoyunun Oluşumunda Etkili Kişiler***

Kamuoyunun oluşumunda etkili olan üst düzey kişiler aynı zamanda sermaye piyasası hareketlerini de yönlendirebilmektedirler. Özellikle toplumun geneline sermaye piyasası hakkında bilgi veren kişiler bu grup altında toplanmaktadır. Sahip oldukları tecrübe ve bilgi birikimini, sermaye piyasası analizlerinde kullanmaları ve bunları yayın organları ile paylaşmaları toplumu etkilemeleri için yeterlidir. Topluma bilgi veren gazete, enstitü gibi organların yanlış bilgi vermesi beklenmez. Ancak profesyonel olarak sermaye piyasalarını analiz edenler, çalışmaları ile gerçeğe yakın ve sıradan yatırımcının bilmediği bazı sonuçlara ulaşabilirler<sup>311</sup>. Bu kişiler, toplumu sermaye piyasası hakkında bilgilendirmekte ve yönlendirebilmekte, sermaye piyasası konusunda verdikleri bilgi ve yaptıkları açıklamalarla, bütün menkul değerlerin fiyatlarını etkileyebilmektedirler<sup>312</sup>.

Sözü edilen niteliğe sahip olan kişilerin, kendi bilgi birikim ve düşüncelerini aktardıkları yönde kamuoyu oluşturmaları muhtemeldir. Bu kişilerden beklenen, olayları doğru yorumlayıp, bilgileri dâhilinde beklentilerini aktarmalarıdır. Doğal olan, açıklanan bilgilerin de doğru olmasıdır, zaman içerisinde yapılan tahminlerin doğruluğu anlaşılmaktadır. Bazen doğru bilgiler verilmesine rağmen, tahminler gerçekleşmeyebilmektedir. Tahminlerin gerçekleşmemiş olması, doğru bilgilere dayanılarak yanlış değerlendirmelerde bulunulmasından kaynaklanmaktadır<sup>313</sup>. Bu durumda içerden öğrenenlerin ticaretinden, dolayısıyla içerden öğrenenden bahsedebilmek de olanaklı değildir.

---

<sup>311</sup> Turanboy, s. 97.

<sup>312</sup> Turanboy, s. 96–97.

<sup>313</sup> Turanboy, s. 97,

## B. Bilgi Alanlar

İçerden öğrenenlerin edindikleri bilgiler çeşitli şekillerde yayılabilmektedir. Gizli bilgilerin zaman içerisinde giderek daha fazla kişiye ulaşması sonucunda, başlangıçta sınırlı sayıda kişinin sahip olduğu bilgiler, giderek gizli olma özelliğini yitirmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu şirketlere ait bilgilere ilk aşamada sadece Kanun'da ismi sayılan içerden öğrenenler tarafından ulaşılabileceğini öngörmektedir. Daha sonra bu bilgiler klasik içerden öğrenenler tarafından çeşitli şekillerde başkalarına aktarılabilmektedir. Bu anlamda Kanun'umuz Amerikan ve AB Hukuku'ndaki düzenlemeler paralelinde düzenlenmiştir. Kanun'un 47. maddesinde; içerden öğrenenlerin yanı sıra bu kişilerle bağlantı kurarak bilgi edinecek kişilerin varlığı "bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler" ifadeleri ile kabul edilmiştir.

Bilgi alan, içerden öğrenen kişinin -şirket ve hissedarlarının kendisine karşı olan güveninden doğan yükümlülüklerini ihlal ederek- şirkete ait olan bilgiyi verdiği kişidir<sup>314</sup>. İçerden öğrenenin sahip olduğu bilgiyi bir başkasına doğrudan ya da dolaylı olarak aktarmasıyla bilgi verme işlemi gerçekleşmiş sayılmaktadır<sup>315</sup>.

İçerden öğrenenlerin ulaştıkları bilgileri üçüncü kişilere aktarmaları çoğu kez ihmal ya da dikkatsizlik sonucunda gerçekleşmektedir. Örneğin, günlük bir konuşma arasında gerçekleşen bilgi aktarımında olduğu gibi bilgi paylaşımı, içerden öğrenenin isteğiyle yapılmamaktadır. Ancak bilginin uzman tavsiyesi verilmesinde olduğu gibi istenerek de üçüncü kişilerle paylaşılması mümkündür. Bilgi alanların hukuki sorumluluğunun gelişen sermaye piyasası koşullarına bağlı olarak giderek arttığı izlenmektedir.

---

<sup>314</sup> S. M., Wann, "Securities Regulation Rule 10 b-5 Duty of Tippees to Disclose Information or Abstain From Trading Arises Only When Information Source Owe Shareholders And Fiduciary Duty", **Mississippi Law Journal**, 1983, s. 668.

<sup>315</sup> ABD Hukuku'nda yargı kararlarında ve doktrinde bilgi "tip" aktaran şahıs yani bilgi veren "tipper", bilgi alan kişiler ise "tippee" olarak adlandırılmaktadır.

ABD’de Yüksek Mahkeme bilgi alanlarla ilgili olarak en kapsamlı kararı Dirks Davası’nda<sup>316</sup> vermiş, bilgi alan ve verenin yükümlülüğüyle ilgili standartlar getirmiştir<sup>317</sup>. Bu karara göre; bilgi edinenler de hissedarlara karşı güven yükümlülüğü taşımaktadır. Ancak, esaslı bilginin kullanılmamasına dayanan ve hissedarlara karşı olan bu güven yükümlülüğü, içerden öğrenenin hissedarlara karşı olan güven yükümlülüğünü ihlal ederek, esaslı bilgiyi bu kişilere aktarması durumunda doğmaktadır. İçerden öğrenenin davranışı hissedarlara karşı güven yükümlülüğünün ihlaliyle gerçekleşmemişse, bilgi alan da sorumluluğa sahip sayılmamıştır<sup>318</sup>.

Ancak daha ileride de inceleneceği gibi ABD Hukuku’ndaki sonraki uygulamalarda bilgi alan ve verenin yükümlülük ve sorumlulukları arttırılmıştır. Bu kapsamda yeni düzenlemeler getiren 10b5–1 ve 10b5–2 maddeleri haber alan kişileri de içerden öğrenen olarak kabul etmekte ve güven ve sır saklama yükümlülüğüne sahip saymaktadır. Bilgi edinenler, ABD’de verilmiş mahkeme kararlarında ve doktrinde iki grup altında incelenmektedir.

## 1. Doğrudan Bilgi Alan

Doğrudan bilgi alan, bilgiyi rastlantıya bağlı olmadan içerden öğrenenin kendisinden edinen şahıstır. Amerikan Hukuku’nda *Texas Gulf Sulphur* Davası içerden öğrenen ve bilgi veren kavramlarının tartışıldığı önemli davalardan biridir. Yargılama esnasında mahkeme, şirket yönetici ve çalışanlarının şirketin zengin maden yatakları bulunduğu bilgisini şirket dışındaki akraba ve arkadaşlarına verdiklerini ve bilgi alanların da önemli kârlar elde ettiğini tespit etmiştir. Mahkeme yargılama sonunda; içerden öğrenenleri bilgi vermektan, bilgi alan kişileri de içerden öğrenen kişilerle birlikte Menkul Kıymetler Borsası

---

<sup>316</sup> Dirks, SEC, 463 U.S. 646 1983, 103 S. Ct. 3255.

<sup>317</sup> Randy Agnew “Notes”, **Texas Tech. Law Review**, 1984, s. 447; Clayton, s. 191.

<sup>318</sup> Agnew, s. 456. Bu karar daha sonra değişmiş, 10b maddesinin yenilenmesiyle, esaslı bilginin herhangi bir kişi tarafından, herhangi bir şekilde kullanımı içerden öğrenenlerin ticareti sayılmıştır.

Kanunu'nun 10-b maddesini ihlalden sorumlu tutmuştur<sup>319</sup>. Daha sonra 10b5-2 maddesi bilgi alan kavramına da açıklık getirmiş ve kapsamı genişleterek “herhangi bir kişi” ifadesini kullanmıştır.

Doktrinde; içerden öğrenenlerin şirkete ve hissedarlara karşı yükümlülüklerini ihlal ederek, üçüncü kişilere bilgi vermesi halinde, bilgi verdikleri kişileri de ihlalden doğan sorumluluklarına ortak ettikleri görüşü hâkimdir<sup>320</sup>. Şirkete ait bilgi içerden öğrenen tarafından kullanılmayabilir. Ancak bilginin üçüncü kişiye verilmesi, üçüncü kişinin de ihlale teşvik edilmesi olarak yorumlanmaktadır<sup>321</sup>.

## 2. Tesadüfen Bilgi Alan

Tesadüf sonucunda bilgi edinenler (*incidental tippees*) çoğu kez içerden öğrenenlerden, fark ettirmeden yani içerden öğrenenin iradesi dışında, tesadüfen bu bilgiye ulaşmaktadırlar<sup>322</sup>. Örneğin masada unutulmuş dosyalar ya da tesadüfen duyulan konuşmalar sonucunda esaslı bilgi üçüncü kişiye geçmiş olmaktadır.

“*Chiarella Davası*” rastlantıyla bilgi alanlarla ilgili en önemli davadır<sup>323</sup>. Yargılama sonucunda Amerikan Yüksek Mahkemesi, yüksek kâr elde etmiş olmasına rağmen Chiarella'nın içerden öğrenenlerin ticaretinden dolayı sorumlu tutulamayacağına karar vermiştir. Davanın sonucu nedeniyle, sermaye piyasalarında güvenin sarsıldığı izlenmiş ve SEC tarafından yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu durum kötüye kullanma teorisi başlığı altında ele alınacaktır.

Tesadüfen ya da doğrudan bilgi alanlar arasında aile bireyleri de bulunabilmektedir. Şirkete bağlı içerden öğrenenin aile bireyleri ya da arkadaşları

---

<sup>319</sup>H.K. Fox, “SEC Rule 10b-5: Tippee Liability Revisited”, **American Business Law Journal**, 1984 s. 395

<sup>320</sup>W. K., Wang. “Recent Developments in The Federal Law Regulation Stock Market Inside Trading”. **Corporation Law Review**, (Recent Developments), s. 299-300.

<sup>321</sup>Wang, Recent Developments , s. 299-300.

<sup>322</sup>Fox,H.K., s.403; Turanboy, s. 101.

<sup>323</sup>Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).

herhangi bir konuşma sırasında ya da doğrudan içerden öğrenen bilgisine yani esaslı bilgiye sahip olabilmektedir. Anılan kişiler bu bilgiyi edindiklerinde güven yükümlülüğünü de iktisap etmekte kabul edildiklerinden, doktrinde tıpkı içerden öğrenenler gibi değerlendirilmeleri gerektiği düşünülmektedir<sup>324</sup>. Ayrıca 10b5-2 maddesi bu konuya açıklık getirerek bu kişilerin de içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulacağını belirtmektedir.

Sonraki uygulamalarda bilgi alanların içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulmalarında kişisel menfaat elde edip etmedikleri ölçüt olarak alınmış ve bu bilginin kullanılmasından dolayı bilginin çıktığı şirket olan “bilginin kaynağı”na karşı bir güven yükümlülüğü taşıyıp taşımadıkları araştırılmıştır<sup>325</sup>. Bilgi alan ve verenler açısından verilen kararlar, Amerikan Yüksek Mahkemesi tarafından içerden öğrenenlerin ticaretinin karara bağlanmasında kullanılan teorilere göre farklılık göstermiştir bu yaklaşımlar ilerleyen bölümlerde tartışılmaktadır.

#### **IV. Bilginin Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Olması**

İçerden öğrenenlerin ticaretinin konusunu sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır. Bu nedenle edinilen esaslı bilgi bu araçlarla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili olmalıdır.

Sermaye Piyasası Kanunu, içerden öğrenenlerin ticaretinde sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgiden söz etmektedir<sup>326</sup>. Madde 3b’de ise bu araçlar açıklanmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3b maddesi, sermaye piyasası araçlarını menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak ikiye ayırmaktadır:

---

<sup>324</sup> Ray Grzebielsky, “Friends, Family, Fiduciaries: Personal Relationships As A Basis For Insider Trading Violations”, **Catholic University Law Review**, Vol: 51, 2002, s. 468.

<sup>325</sup> Joel Seligman, “The Reformulation Of Securities Law Concerning Nonpublic Information”, **The Georgetown Law Journal**, Vol: 73, 1985, s. 1085.

<sup>326</sup> Madde 47A-1 “Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek...”

i. 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 Kurul’ca belirlenen kıymetli evrak<sup>327</sup>”

ii. Diğer sermaye piyasası araçları; “Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurul’ca belirlenen evrak”.

Günümüzde menkul kıymet olarak kabul edebileceğimiz senetlerden bazıları şunlardır: Hisse senetleri ve ilmühaberler (TTK399 vd, 411), İntifa senetleri (TTK402–403,298,573); Kuponlar (TTK573,574,579); Talonlar (TTK573); Tahviller (TTK420-433); Deniz ödöncü senedi (TTK1163-1166); Sigorta poliçesi (TTK1265-1267); İpotekli borç senedi (MK 898-930); Gayrimenkul karşılığı olarak ihraç edilen senetler (MK 844-852); Rehinli tahvilat (MK 970-973)<sup>328</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu’na göre çıkartılan menkul kıymetlerden bazıları ise şunlardır: Yatırım fonu katılma belgeleri (SPK37); Katılma intifa senetleri; Banka bonoları ve banka garantili bonolar; Varlığa dayalı menkul kıymet, Kâra iştirakli tahvil; Kâr zarar ortaklığı; Hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvil; Oydan yoksun hisse senetleri; Gayrimenkul sertifikaları<sup>329</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu’na 1995 tarihinde yapılan değişlikle vadeli işlem ve opsiyon borsalarının<sup>330</sup> kurulması, mümkün olmuştur<sup>331</sup>. Bu borsalarda,

---

<sup>327</sup> Sermaye Piyasası Kanunu’nda yapılan “menkul kıymet” tanımı doktrinde Ünal tarafından eleştirilmektedir. Yazara göre; tanımda yer alan dönemsel gelir getirme özelliği, genel olarak menkul kıymetten beklenen menfaati göstermekle birlikte unsur olmaktan uzaktır. Ayrıca menkul kıymetler açısından “seri halde çıkarmayı” unsur olarak kabul edilmesi halinde seri olarak çıkartılması zorunlu olmayan “kurucu intifa hakkı” gibi senetlerin kapsam dışında kalmasına neden olacaktır. Oğuz Kürşad Ünal, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, Ankara 2005 s. 39.

<sup>328</sup> Reha Poroy/Ünal Tekinalp, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**,Güncelleştirilmiş 15. Bası, İstanbul 2001, s. 4-6; Fırat Öztan,**Kıymetli Evrak Hukuku**,2. Bası, Ankara 2000,s.37.

<sup>329</sup> Poroy/Tekinalp, s. 6-9; Öztan, s.37-38.

<sup>330</sup> Bu borsalarda türev araçlar olarak adlandırılan, başka bir üründen türetilmiş olan araçların alım satımı yapılmaktadır. Bunlardan başlıcaları; Forward, futures, options ve swapdır.

<sup>331</sup> Ayşe Sumer, **Türk Sermaye piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, 3.bası, İstanbul 2002, (Sermaye Piyasası),s.48-50,

bir ürüne (kıymetli maden, tarım ürünü vb) dayanan “gelecek sözleşmeleri”(vadeli işlem ve opsiyon ) üzerinde işlem yapılmaktadır<sup>332</sup>.

Türk Hukuku’ndaki sermaye piyasası araçları, geniş kapsamlı olarak düzenlenmiştir. Yeni Sermaye Piyasası Kanun Taslağında da aynı anlayışın benimsendiği görülmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu’nun konusu ve amacı 1. maddede de belirtildiği üzere; “ ...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 denetlemek...” olarak belirlenmiştir. Kanun lafzından da anlaşılacağı gibi sermaye piyasası bütünüyle ele alınmakta, piyasalar arasında ayırım yapılmamaktadır.

ABD Hukuku’nda, içerden öğrenenlerin ticaretine menkul kıymetler konu olmaktadır Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’nun 10b5–2 maddesi de her türlü menkul kıymetin alım satımından bahsetmektedir. Amerikan Hukuku’nda, içerden öğrenenlerin ticaretine bütün menkul kıymet türlerinin konu olması mümkün olmakla birlikte, mahkeme kararları göstermektedir ki; hisse senetleri üstünde daha çok işlem yapılmaktadır<sup>333</sup>.

Insider Dealing Act’ın çeşitli hükümlerindeki düzenlemelere göre; İngiliz Hukuku’nda da içerden öğrenenlerin ticareti konusunu menkul kıymetler oluşturmaktadır<sup>334</sup>.

---

<sup>332</sup> Vadeli işlem sözleşmeleri , sözleşmenin taraflarına bugünden belirlenen, ileri bir tarihte üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaşmış miktar ve kalitedeki malı, kıymeti veya finansal göstergeyi alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir.

Opsiyon sözleşmeleri ise opsiyon primi olarak belirlenen bir meblağın alıcı tarafından satıcıya ödendiği ve alıcı tarafa işlemin yapıldığı tarih itibarıyla belirlenen ileri bir tarihte veya opsiyonun tipine bağlı olarak sözkonusu tarih öncesinde, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaşmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti veya finansal göstergeyi opsiyonun tipine göre alma veya satma hakkı veren buna karşılık satıcıya yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Sermaye Piyasası ve Borsa Bilgileri Klavuzu**, , İstanbul 2003, s.469.

<sup>333</sup> Hisse senetlerinin konu olduğu davalardan bazıları şunlardır: Cady,Robert and Co.v. SEC; SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. ; United States v. Reed ; Chiarella v. United States

<sup>334</sup> The Insider Dealing Act, 1994, Act No. XXI of 1994 Madde 2.

Avrupa Birliği düzenlemelerine göre; bilginin, içerden renilen bilgi statüsünü kazanabilmesi için finansal aracı ihraç eden Şirket ya da ihraç edilen finansal araçla dolaylı olarak ilgili olması ve kamuya açıklanmamış olması yeterli görülmektedir<sup>335</sup>. CESR'e göre ihraççının piyasadaki durumuyla ilgili olan herhangi bir genel bilgi Şirketle ilgili sayılmalıdır<sup>336</sup>. CESR, sermaye piyasası aracını ihraç eden Şirketle ilgili bilgileri saymak suretiyle belirtmiştir. Şirketle ilgili bilgiler, Şirketle doğrudan ilgili olan bilgiler<sup>337</sup> ve Şirketle dolaylı olarak

---

<sup>335</sup> CESR Advice 32. paragraf, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures For The Proposed Market Abuse Directive, December 2002, s. 11.

<sup>336</sup> CESR Advice, 31. paragraf, s. 11.

<sup>337</sup> 35. paragrafa göre Şirketle doğrudan ilgili olan bilgiler

- Şirketin ana sözleşmesinde, yönetiminde, murakıplarında oluşan değişiklikler,
- Şirket sermayesi ya da borçlanma senetlerinde oluşan değişiklikler,
- Sermaye paylarındaki arttırma ya da eksiltmeler,
- Şirket birleşmeleri ya da ayrılmaları,
- Şirket varlıklarında ya da hisse paylarının faizlerinde yapılan değişiklikler,
- Şirket varlıklarında, yükümlülüklerinde, mali durumunda ya da karlılığında değişiklik yaratabilecek düzenlemeler,
- Şirkete ait sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek geri alım kararları,
- Özel hak tanıyan paylardaki değişiklikler,
- İflasla ilgili düzenlemeler,
- nemli kanuni ihtilaflar,
- Bankalardan alınan kredilerden kaynaklanan işlemler,
- Tasfiye kararı alınması ya da bu kararda oluşan değişiklikler,
- Hisselerin değerlerinde oluşan önemli deđiŐmeler,
- nemli borçluların iflası,
- Gayrimenkul değerlerinde azalma,
- Yeni lisans, patent, marka tescili,
- Şirket portföyünde bulunan araçların değerlerindeki değişiklikler,
- Yeni teknoloji geliştirilmesi ya da teknolojinin eskimesi,
- Beklenen hasılattaki önemli değişiklikler,
- Yeni bir alanda iŐe başlanması ya da bir alandan çıkılması,
- Şirketin yatırım politikalarında oluşan önemli deđiŐmeler,
- Şirketin kâr payı dağıtımıyla ilgili değişiklikler.



ilgili olan bilgiler<sup>338</sup> şeklinde iki grup altında toplanarak sırasıyla 35 ve 36. paragraflarda ele alınmıştır<sup>339</sup>.

---

<sup>338</sup> 36. paragrafa göre şirketle dolaylı ilgili olan bilgiler;  
—Kamu kurumlarınca yayımlanan bilgi ve istatistikler,  
—Menkul kıymetlerin değerleriyle ilgili dereceleme kurumlarının yayımlanmak üzere hazırladıkları rapor, araştırma ve tavsiyeler,  
—Faiz hadleriyle ilgili merkez bankaları tarafından alınan kararlar,  
—Vergileme, endüstrinin düzenlenmesi, borçlanma yönetimi gibi hükümet kararlar,  
—Piyasaya ait kurallarda değişiklik yapan hükümet kararları,  
—Düzenlenmiş ve düzenlenmemiş piyasalarla ilgili kararlar,  
—Şirketlerle ilgili rekabet ve piyasa yetkililerinin kararları,  
—Kamu kurumlarınca yayımlanan emirler,  
—Finansal araçların ticaretiyle ilgili emirler,  
—Ticaret biçimi değişiklikleri,  
—Ticari işlem kurallarındaki değişimler

<sup>339</sup> Aynı yaklaşım Türk Hukukunda da görülmektedir. Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği, şirketle ilgili olup kamuya açıklanması gereken bilgileri sıralamıştır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### İÇERDEN ÖĞRENENLERİN SORUMLULUĞU

İçerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesi ve eylemi yapan sùjelerin cezalandırılması düşüncesi, gelişen sermaye piyasalarının giderek karmaşık ve birbirinin içine geçmiş yapıları nedeniyle tüm sermaye piyasalarında hâkim olmaya başlamıştır. Bu karmaşık yapı nedeniyle tek bir ülkede yapılan düzenlemelerin de yeterli olmadığı görülmüştür. Avrupa Birliği'ndeki uygulama bu durumun iyi bir örneğini oluşturmaktadır. Birlik üyesi ülkelerdeki düzenlemelerin yakınlaştırılması için yönergeler çıkarılmaktadır. Bu bağlamda Amerikan Hukuku yol gösterici ve yönlendirici olmuştur.

#### **§6. Türk Hukukunda İçerden Öğrenenlerin Ticaretinden Doğan Hukuki ve Cezai Sorumluluk**

Kamuya duyurulmamış esaslı bilgiye sahip olan içerden öğrenen, piyasadaki yakın geleceği ve olası gelişmeleri bildiğinden diğer yatırımcılardan farklı bir avantaja sahiptir. Bilginin içeriğine göre, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili işlemlerini, bilinçli olarak belirleyen içerden öğrenen, değer kazanacak ya da kaybedecek araçları alıp satabilmektedir. Doğaldır ki içerden öğrenenler, sürekli maddi açıdan kazanan taraftadır.

Oysa sağlıklı işleyen bir piyasada sıradan bir yatırımcının, sermaye piyasası araçlarını alım satım kararı, kendi serbest iradesi doğrultusunda yaptığı tahminlerine ya da araçların yönlendirmesine dayanmaktadır<sup>1</sup>. Sıradan yatırımcıların kendi deneyim ve tecrübeleri sonunda yaptıkları seçimleri ile kazanç elde etmeleri ya da kaybetmeleri piyasanın normal akışı içerisinde

---

<sup>1</sup> Cevat Sarıkamış., **Sermaye Pazarları**, İstanbul 2000, s. 72.

beklenen bir gelişmedir. Yatırımcıların, mali olarak kayba uğramaları sermaye piyasasında var olan riskin bir sonucudur.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yaygın olması, sermaye piyasaları hakkında olumsuz yaklaşımlara neden olmaktadır. Bu güven eksikliği bazı yatırımcıların sermaye piyasasından uzak durmasına neden olmaktadır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince piyasanın zamanında bilgilendirilmesi ve sermaye piyasasında güven ve istikrarın sağlanması, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesinin, nihai hedefidir. Kanun koyucu bu düzenlemeyle başta sermaye piyasasında işlem yapan yatırımcıları ve sermaye piyasası araçları borsalarda işlem gören halka açık anonim şirketleri korumak istemiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesinin gerekçesi, kamuya duyurulmamış bilgilere dayanarak, sermaye piyasasında işlem yapılmasını engellemek, piyasada güveni sağlamak ve sürdürmek olarak belirlenmiştir. Bu amacı gerçekleştirmek için de, içerden öğrenenlerin ticareti fiili, "suç" olarak nitelendirilmiştir. Söz konusu maddede, ticareti yapanlar ve uğrayacakları cezalar, kapsamlı olarak düzenlenmiştir. İçerden öğrenenlerin cezai sorumluluğu aşağıda ayrıntılı olarak incelenecektir.

Ancak içerden öğrenenlerin ticareti konusunda çözülmesi gereken önemli bir konu da bu işlemler sonucu zarara uğrayan yatırımcı ve şirketlerin uğradıkları mali kayıpların giderilmesi sorunudur. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesi bu konuyu düzenleyen tek özel hüküm (Lex specialis) olmasına rağmen; zararın tazmini konusunda herhangi bir düzenleme içermemektedir. Kanun Koyucunun bu sorunun çözümünü genel hükümlere bıraktığı kabul edilmektedir. Genel hükümlerle ifade edilmek istenen de, Borçlar Kanunu'nun borcun kaynaklarına ilişkin hükümleridir.

Amerikan Hukuku'nda içerden öğrenenlerin ticareti, yakın zamana kadar sadece hukuki sorumluluk doğurmaktayken son zamanlarda cezai sorumluluk da gündeme gelebilmektedir. Oysa Türk Hukuku'nda cezai sorumluluk ön plandadır. Sermaye Piyasası Kanunumuz bu fiilleri suç sayıp cezai yaptırıma bağlamıştır.

## **I. Hukuki Sorumluluk**

İçeriden öğrenenlerin hukuki sorumluluğuna ilişkin mevzuatımızda özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Mukayeseli Hukuk bakımından bu konuda bir inceleme yaptığımızda ise karşımıza bazı teoriler çıkmaktadır. Aşağıda kısaca mukayeseli hukukta yer alan bu teorilere değinilecek, sonra da Türk Hukuku'nda içeriden öğrenenlerin sorumluluğuna ilişkin hukuki dayanaklar belirlenmeye çalışılacaktır.

### **A. Mukayeseli Hukukta Hukuki Sorumluluğa İlişkin Teoriler**

İçeriden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili teoriler, mahkemelere intikal eden davalarda verilen kararlara göre değişmiş ve gelişmiştir. Bu teoriler, sermaye piyasalarındaki gelişmeler, ilerlemeler ve düzenlemelerde görülen eksikliklerin giderilmesi doğrultusunda oluşturulmuştur. İçeriden öğrenenlerin ticaretinde İngiltere ilk düzenlemeyi yapmış olsa da, bu konuda diğer ülkelere örnek olan modern düzenlemeler ABD'de yapılmıştır. Ayrıca Amerikan Hukuku'nda ortaya çıkan bu teoriler, zaman içerisinde sadece ABD mevzuatını değil başta AB olmak üzere başka ülkelerin mevzuatlarını da etkilemiştir.

Bu yüzden çalışmamızda içerden öğrenenlerin ticaretini açıklamaya yönelik olarak geliştirilen teoriler ele alınırken, ağırlıklı olarak Amerikan Hukuku inceleme konusu yapılmıştır.

Amerikan Kanun'larında içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili bazı maddelerdeki muğlâk hükümler ya da bu hükümlerin zaman içinde farklı yorumlanmaları nedeniyle, içerden öğrenenlerin ticaretini açıklamaya yönelik olarak kullanılan değişik teoriler geliştirilmiştir. Bu teoriler genellikle Menkul

Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 maddelerinin genişletilmesiyle ortaya çıkmıştır.

İçerden öğrenenlerin ticaretini açıklamaya yönelik teoriler, genel olarak ABD Federal Mahkemeleri ve Menkul Kıymetler Borsası Komisyonu tarafından geliştirilmiştir. Amerikan Yüksek Mahkemesi ise, 1980 yılına kadar içerden öğrenenlerin ticaretini açıklamak için özel bir teori kullanmamış ya da benimsememiştir<sup>2</sup>.

## 1. Klasik Teori

Klasik Teori, içerden öğrenenlerin ticaretinin açıklanmasına yönelik olarak geliştirilen ve uygulanan ilk yaklaşım olmuştur. Klasik Teori ifadesi ilk kez (Amerikan Yüksek Mahkemesi) Sekizinci Daire tarafından, Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin Chiarella Davası'nda aldığı karara yapılan atıfta kullanılmıştır<sup>3</sup>. Teori, içerden öğrenenlerin ticaretinde süje niteliğinde bulunan içerden öğrenene, güven yükümlülüğüne<sup>4</sup> dayanarak sorumluluk yükleyen ve Yüksek Mahkeme tarafından benimsenmiş olan ilk teoridir<sup>5</sup>. Ayrıca, Teori hileli davranışın<sup>6</sup> varlığı üzerine kurulmuştur<sup>7</sup>.

Klasik Teori'nin temelleri oldukça eskilere dayanmaktadır. 1909 yılındaki Strog v. Repide Davası'nda Amerikan Yüksek Mahkemesi şirket yöneticisinin, hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek esaslı bilgiyi hissedarlardan saklayarak

---

<sup>2</sup> Marc Steinberg, "Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis", **The International Lawyer**, Cilt 37, Sayı: 1, 2003, s. 155.

<sup>3</sup> James Kelly, "The Unpredictable Net: United States v. O'Hagan; The Misappropriation Theory Upsets Investor Confidence By Catching More Than The Plain Statutory Language And Established Precedent", **Syracuse Law Review**, Vol: 49, 1999, s. 1078.

<sup>4</sup> Amerikan Hukukunda güven ilişkisi için bakınız: Austin W.Scott, "Fiduciary Principle", **California Law Review**, 1949 Vol.37 No:4, s.541.

<sup>5</sup> Dworkin, s. 321; Donald Langevoort, "Reading Cady Roberts The Ideology And Practice Of Insider Trading Regulation", **Columbia Law Review**, (Cady Roberts), Vol: 99, 1999, s. 1320.

<sup>6</sup> "Deceptive device" ya da "deception".

<sup>7</sup> Bruner, s. 11; Langevoort, Cady Roberts, s. 1320.

işlem yaptığı gerekçesiyle, güven yükümlülüğünü ihlal ettiğini belirterek cezalandırılmasına karar vermiştir<sup>8</sup>.

Klasik içerden öğrenenlerin ticareti ilişkisi içerden öğrenen, ihraççı şirketin çalışanıysa ya da bağımsız bir şirket veya kişinin bu şirketle sözleşmeye dayanan bir güven yükümlülüğü varsa ortaya çıkmaktadır<sup>9</sup>. Bu ilişkiye dayanılarak esaslı bilginin ait olduğu ihraççının hisse senetlerinin ticareti yapıldığıdaysa Klasik Teori'ye göre içerden öğrenenlerin ticareti oluşmakta, güven yükümlülüğü ihlal edilmiş olmaktadır<sup>10</sup>. Bu nedenle teori Güven Yükümlülüğü Teorisi olarak da adlandırılmaktadır<sup>11</sup>.

Klasik Teori'nin içerden öğrenene yüklediği güven yükümlülüğü iki şekilde ortaya çıkabilmektedir<sup>12</sup>;

—İçerden öğrenen esaslı bilgiyi herhangi bir kişiye açıkladığında ve bu kişi bu bilginin güven yükümlülüğü ihlali sonucunda kendine geçtiğini bildiğinde ya da bilmesi gerektiğinde (bilgi alanın yükümlülüğü “*tippee liability*”),

—İçerden öğrenen benzerlerinin (outsiders) şirket ya da şirketin ortaklarıyla yaptıkları işler dolayısıyla şirketle ilgili gizli bilgilere ulaşma olanakları doğmuşsa (*temporary insider liability ya da outsider liability*) güven yükümlülüğü ortaya çıkmaktadır<sup>13</sup>.

Klasik Teori'de içerden öğrenenlerin ticareti, şirkete bağlı içerden öğrenenin mevkiî nedeniyle kamuya açıklanmamış esaslı bilgiyi ele geçirip bu bilgiye dayanarak kendi şirketinin hisse senetlerinin ticaretini yapmasıyla gerçekleşmekte yani ilgili kanun ya da direktifler ihlal edilmektedir<sup>14</sup>.

---

<sup>8</sup> Eric Lesser, “Insiders Options And The Fiduciary Principle A Rule 10b-5 Loophole”, **Fordham Urban Law Journal**, Vol: 16, 1988, s. 309.

<sup>9</sup> Wang, Insider Trading, s. 46.

<sup>10</sup> McNally, s. 510.

<sup>11</sup> Willis W. Hagen, “Insider Trading Under Rule 10b-5: The Theoretical Bases For Liability”, **The Business Lawyer**; Vol: 44, Kasım 1988, s. 23.

<sup>12</sup> McCullough, s. 316.

<sup>13</sup> McCullough, s. 318.

<sup>14</sup> Synder, s. 421; Schoen, s. 243.

1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b-5 maddesi, şirket çalışanlarının faaliyetleri esnasında şirketin kamuya duyurulmamış ve hisse senetlerinin fiyatlarına etkili esaslı bilgiler edinmesi halinde bu bilgileri kullanmalarını yasaklamıştır. Bilgi edinen kişi, içerden öğrenilen bilgiyi açıklamalı ya da bu bilgiye dayanarak sermaye piyasaları araçlarının alım satımını yapmaktan kaçınmalıdır<sup>15</sup>. Amerikan Hukuku'nda bu uygulama açıkla ya da kaçın (*disclose or abstain*) kuralı olarak ifade edilmektedir. Kural, esaslı bilgiye sahip olan için sükût altındır (*silence is gold*) anlayışına göre temellendirilmiştir<sup>16</sup>.

SEC v. Texas Gulf Sulphur Davası'nda (Amerikan Yüksek Mahkemesi) İkinci Daire “açıkla ya da kaçın kuralı”nın ne olduğunu belirlemiştir<sup>17</sup>. Esaslı bilgiye sahip olan herhangi bir kimse bu bilgiyi yatırımcıların oluşturduğu kamuoyuna açıklamalı ya da şirket sırrını korumak için kamuya açıklayamıyorsa bu bilgiye dayanarak hisse senedi ticareti yapmamalıdır<sup>18</sup>.

SEC'e göre açıkla ya da kaçın kuralı iki temel prensibe dayanmaktadır<sup>19</sup>. Birincisi, kişinin şirketteki ilişkileri nedeniyle dolaylı ya da dolaysız olarak ulaştığı esaslı bilgiler sadece şirket menfaatleri için kullanılmalıdır. İkincisi, esaslı bilgiye sahip olan kişi, işlem yapan diğer taraflara karşı bilgi avantajı sağlayabileceğinden bu bilgiyi kullanmamalıdır<sup>20</sup>. Nitekim Yüksek Mahkeme de bu nedenlerden dolayı esaslı bilginin kullanılmamasını ya da kullanılacaksa herkese açıklanmasını ve açıklamanın piyasada faaliyet gösteren tüm kişileri kapsamaması gerektiğini dikte etmiştir<sup>21</sup>.

---

<sup>15</sup> Cox, s. 630.

<sup>16</sup> Saul Levmore, “Securities And Secrets: Insider Trading And The Law Of Contracts”, **Virginia Law Review**, (Insider Trading), Vol: 68, 1982, s. 118.

<sup>17</sup> Robert Bacharach, “Dirks v. SEC's Footnote Fourteen Horizontal And Vertical Reach”, **Washington University Law Quarterly**, Vol: 62, 1985, s. 477.

<sup>18</sup> Texas Gulf Sulphur Davası Karar No: 401 F.2.d. 833, 848 (1968).

<sup>19</sup> Dee Ann Cozzens, “The Supreme Court's Missed Opportunity: Carpenter v. United States”, **Geo. Mason University Of Law Review**, Vol: 11, 1988. s. 227; Nancy Knapp, “Securities Fraud Rule 10b-5 Dirks v SEC”, **Baltimore Law Review**, 1984, s. 654.

<sup>20</sup> Cady, Roberts Co. Davası Karar No: 40 S.E.C. 912 (1961).

<sup>21</sup> E Teri O'Brian, “Should A Possession Or Use Standard Be Employed To Prove Insider Trading”, **San Diego Law Review**, Vol: 36, 1999. s. 1080.

Klasik Teori, açıkla ya da kaçın kuralı çerçevesinde işletilmiş ve SEC hazırladığı rapor ve müdahil olduğu davalarda kuralı yalnızca şirkete bağlı içerden öğrenenlerle sınırlamamıştır. Bu açıdan Cady, Roberts Co. Davası<sup>22</sup> belirleyici olmuş ve davada<sup>23</sup> SEC açıkla ya da kaçın kuralının tüm açık piyasa işlemlerinde uygulanması gerektiğini savunmuştur<sup>24</sup>. Cady Roberts davası açıkla ya da kaçın kuralının ve içerden öğrenen kavramlarının ilk olarak açıklandığı dava olma özelliğini taşımaktadır<sup>25</sup>.

Dava'nın üç açıdan önemli olduğu değerlendirilmektedir<sup>26</sup>. İlk olarak SEC şirketle ilişkili olan ancak içerden öğrenen sayılmayanların da açıklama yükümlülüğü olduğunu savunmuştur<sup>27</sup>. İkinci olarak esaslı bilgiye konu şirketin hisselerinin bireysel ticareti yapılmasa da, brokırılar ya da aracı kurumlar tarafından yapılan kişisel olmayan ticareti de yasak kapsamında değerlendirilmiştir. Son olarak yalnızca esaslı bilginin çıktığı şirketin hissedarlarına karşı değil aynı zamanda [eğer varsa] hedef şirketin hissedarlarına karşı da açıklama yükümlülüğünün oluşacağına karar verilmiştir. Böylece sorumluluğun kapsamı arttırılmıştır.

Amerikan Yüksek Mahkemesi, içerden öğrenenlerin ticareti alanında klasik teoriyle ilgili olarak ilk kez 1980 yılında karar vermiştir<sup>28</sup>. Bu dava Klasik

---

<sup>22</sup> Cady, Roberts Co. Davası Karar No: 40 S.E.C. 907 (1961).

<sup>23</sup> Cady ve Roberts brokır olarak çalışmaktadır ve ortaklık içerisinde oldukları şirketin yöneticisinden, şirket tarafından dağıtılan temettülerinin azaltılacağı bilgisini almışlardır. Bunun üzerine oldukça yüklü miktarda hisse satmışlardır. SEC, şirkete ait gizli bilginin kişisel çıkar için değil ancak şirketin çıkarı için kullanılabileceğini; gizli bilginin bu şekilde kullanılmasının ticaret yapan taraflar arasında eşitlik ve adaleti bozacağını belirtmiştir.

<sup>24</sup> Hilary Harp, "Outsider Trading After Dirks v. SEC", **Georgia Law Review**, Vol: 18, 1984, s. 600.

<sup>25</sup> Jacqueline Grindrod, "Rule 10b-5 Corporate Outsider May Be Liabale For Failure To Disclose Or Abstain Under Rule 10b-5 Based On Employer Fiduciary Relationship", **Seton Hill Law Review**, Vol: 13, 1983, s. 184.

<sup>26</sup> Hugh Wilkinson, "The Affirmative Duty To Disclose After Chiarella And Dirks", **The Journal Of Corporation Law**, 1985, s. 585.

<sup>27</sup> Marc Mellet, "Is There Life After Bryan The Validity Of Rule 10b-5's Misappropriation Theory", **Duquesne Law Review**, Vol: 34, 1996, s. 1061.

<sup>28</sup> Chiarella davası, 5 Kasım 1979'da görülmeye başlanıp 18 Mart 1980 tarihinde İkinci Daire tarafından karara bağlanmıştır. Karar No: 445 U.S. 222 1980. Chiarella, Pandick Press adlı mali evraklar basan bir şirketin gizli şirket bilgilerine bakabilecek düzeyde yetkisi olan elemanıdır. Chiarella, kendilerine baskı için gönderilen ve iş yaptıkları şirketin kamuya açıklanmamış bilgilerini görmüştür. Bu bilgiye göre iş yaptıkları şirket, bir başka şirketi almak üzeredir. Chiarella, hedef şirket (alınmak istenen şirket) hisselerinin değerlendirileceği düşüncesinden



Teori'nin temellerini atmış, çerçevesini belirlemiştir. Bu davadan üç yıl sonra görülen diğer bir davadaysa<sup>29</sup> Klasik Teori'nin geçerliliği yeniden kabul edilmiş ve içeriği genişletilmiştir. Buna göre, Klasik Teori;

- i. Bilgi alan içerden öğrenenlere,
- ii. Geçici içerden öğrenenlere,
- iii. Menkul kıymet alanlara ve satanlara uygulanabilmektedir.

Klasik Teori'nin uygulamasında iki farklı yaklaşım etkili olmuştur.

#### ***a. Klasik Teoride Kullanılan Yaklaşımlar***

İçerden öğrenenlerin ticaretinde açıkla ya da kaçın kuralı ilk kez 1961 yılında uygulanmış<sup>30</sup>, kuralın geçerliliği 1969 yılında Texas Gulf Sulphur<sup>31</sup> Davası'nda<sup>32</sup> (Amerikan Yüksek Mahkemesi) İkinci Daire tarafından da onaylanmıştır<sup>33</sup>. Daha sonra 10b ve 10b-5 maddesinde yer alan açıkla ya da kaçın kuralının uygulanabilmesi için<sup>34</sup> Bilgide Denklik ("*Parity of Information*") ve Bilgiye Eşit Ulaşma ("*Equal Access To Information*") Teorileri geliştirilmiştir<sup>35</sup>.

#### ***aa. Bilgiye Eşit Ulaşma Teorisi***

---

hareketle, bu şirketin hisse senetlerini almıştır. Chiarella tarafından kullanılan esaslı bilgi kamuoyuna duyurulduğu zaman, adı geçen şahıs aldığı hisse senetlerini satarak kâr elde etmiştir.

<sup>29</sup> Dirks v. SEC Davası Karar No: 463 U.S. 646 1983.

<sup>30</sup> Cady Roberts Davasında, SEC bu kurala dayanarak iddianameyi hazırlamıştır.

<sup>31</sup> Texas Gulf Sulphur Davası'nda davaya konu olan madencilik şirketi 1963 yılında zengin maden yatakları bulmuştur. Şirket bu bilgiyi kazı yapılan bölgede yeni araziler alabilmek için gizli tutmuştur. Ancak şirket çalışanları, bu bilgi kamuya mal olmadan önce şirketin değerinin artacağı düşüncesiyle yüklü miktarda hisse senedi almışlardır. Mahkeme kamuya açıklanmamış bilgiye dayanılarak yapılan bu ticareti 10b-5 maddesine göre içerden öğrenenlerin ticareti kabul etmiştir.

<sup>32</sup> Texas Gulf Sulphur Davası, Karar No: 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968).

<sup>33</sup> Swanson, s. 1168.

<sup>34</sup> Klasik Teoride uygulanan yaklaşımlar geçerliliklerini yitirmişlerdir.

<sup>35</sup> Steinberg, Comperative Perspective,s.2.

Açıkla ya da kaçın kuralı uygulanırken, ilk olarak benimsenen Bilgiye Eşit Ulaşma Teorisi'nde, kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye sahip olan bir kimsenin (şirkete bağlı içerden öğrenen ya da değil), bu bilgiyi kullanarak menkul kıymet ticareti yapamayacağını, yaptığında açıklama yükümlülüğünü ihlal edeceğini savunmaktadır<sup>36</sup>. Bilgiye eşit ulaşabilmek için gerekli olan bilgilerin yatırımcılara periyodik olarak aktarılması gerekmektedir, bu nedenle 1934 tarihli Kanun periyodik açıklama yapma yükümlülüğü öngörmüştür<sup>37</sup>.

Bir mahkeme kararına göre “şirkete bağlı olsun olmasın kamuya mal olmamış esaslı bilgiye ulaşan herhangi bir kişi, açıklama yükümlülüğünü yerine getirmeden bu bilgiyi hisse senedi ticaretinde kullanmamalıdır”<sup>38</sup>. Yani esaslı bilginin kullanılması, açıkla ya da kaçın kuralını bozmaktadır<sup>39</sup>.

Amerikan Hukuku'nda asıl olarak gerçekleştirilmek istenen, esaslı bilgiye ulaşan herhangi birinin bu bilgiyi kullanmaması ve şirket tarafından kamuya resmen açıklanıncaya kadar gizli tutmasıdır.

Sıradan yatırımcının da profesyonel yatırımcı gibi bilgiye eşit ulaşmasının gerekli olacağını savunan Bilgiye Eşit Ulaşma Teorisi'nin ömrü uzun olmamış, Chiarella Davası'nda Amerikan Yüksek Mahkemesi bu teoriyi reddetmiştir<sup>40</sup>. Bu nedenle Klasik Teori'nin uygulanabilirliğinin sınırlandırıldığı da savunulmuştur<sup>41</sup>.

Chiarella'nın, kamuya açıklanmamış gizli bilgileri kullanarak, ticaret yapmakla suçlandığı davada; ilk olarak Bilgiye Eşit Ulaşma Teorisi

---

<sup>36</sup> Chiarella Davası Karar No, 445 U.S. 231.

<sup>37</sup> Jane Huffman Koprucki, “Market Insiders Duty Under Section 10b Rule 10b-5 And Rule 14e-3 To Disclose Material Nonpublic Market Information”, **Cincinnati Law Review**, Vol: 50, 1981, s. 561.

<sup>38</sup> Chiarella Davası Karar No: 588 F.2d 1358, 1365 (2d Cir. 1978).

<sup>39</sup> Dworkin, s.325.

<sup>40</sup> Steinberg, Regulation, s. 158.

<sup>41</sup> David Cohen, “Old Rule, New Theory: Revising The Personal Benefit Requirement For Tipper/Tippee Liability Under The Misappropriation Theory Of Insider Trading”, **Boston College Law Review**, Vol. 47, 2006, s. 551.

doğrultusunda mahkûmiyetine karar vermiştir<sup>42</sup>. Mahkeme, bilgiye eşit ulaşma teorisini destekleyerek “şirket içinden olsun olmasın düzenli olarak kamuya açıklanmamış, fiyata etkili bilgiye ulaşan kişiler, bu bilgileri menkul kıymet ticaretinde kullanmamalı ya da açıklamalıdır, ... bu sayede sermaye piyasaları korunabilecektir” kararını vermiştir<sup>43</sup>.

Ancak Yüksek Mahkeme bir kimsenin içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulabilmesi için, ticaret yapanla ticareti yapılan şirket arasında bir güven ilişkisinin oluşmasını aramıştır<sup>44</sup>. Chiarella ile şirket arasında böyle bir ilişki kurmayan mahkeme; taraflar arasında güven ilişkisi olmadığı sürece, kamuya açıklanmamış esaslı bilginin ticaretinden kaçınılması görevinin oluşmayacağına karar vermiştir<sup>45</sup>.

Amerikan Yüksek Mahkemesi, güven ilişkisinin oluşmaması nedeniyle yalnızca (Amerikan Yüksek Mahkemesi) İkinci Daire'nin verdiği kararı değil, aynı zamanda Bilgiye Eşit Ulaşma Teorisi'ni de reddetmiştir<sup>46</sup>. Ancak Yüksek Mahkeme bu davada Chiarella ve hedef şirketin hissedarları arasında bir güven ilişkisi doğduğunu vurgulayarak bu durumun açıklama yükümlülüğü getiren ticarettten ayrılması gerektiğine işaret etmiştir<sup>47</sup>. Yüksek Mahkeme kararını oy çokluğuyla almıştır<sup>48</sup>.

#### ***bb. Bilgide Denklik Teorisi***

---

<sup>42</sup> Juliet Kostritsky, “Rationalizing Liability For Nondisclosure Under 10b-5: Equal Access To Information And U.S v Chiarella”, **Wisconsin Law Review**, 1980, s. 162.

<sup>43</sup> John Murphy, “Rule 10b-5 Birth Of The Concept Of Market Insider And Its Application In A Criminal Case United States v. Chiarella”, **Fordham Urban Law Journal**, Vol: 8, 1980, s. 468.

<sup>44</sup> 445 U.S 233, (1980).

<sup>45</sup> Dworkin, s. 324.

<sup>46</sup> Kahrs, s. 317.

<sup>47</sup> Dworkin, s. 325.

<sup>48</sup> Bu davada muhalif kalan Hâkim Burger'in muhalefet gerekçesi, daha sonra Kötüye Kullanma Teorisine temel teşkil etmiştir. Burger, içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşmiş kabul edilebilmesi için aranan güven yükümlülüğünün doğması zorunluluğunun, içerden öğrenen bilgisini elde eden ve güven yükümlülüğü altında bulunmayan kişilere yasal olmayan ticaret yapma yolunu açacağını ileri sürmüştür.

Bilgide Denklik Teorisi, Bilgiye Eşit Ulaşma Teorisi'ne göre daha geniş kapsamlıdır<sup>49</sup>. Teorinin kapsamının geniş olması, güven yükümlülüğü<sup>50</sup> temeline dayanmasından kaynaklanmaktadır<sup>51</sup>. Texas Gulf Davası'yla<sup>52</sup> birlikte içerden öğrenenlerin ticaretinin muhakemesi sırasında yatırımcıların eşit koşullarda bilgilendirilmiş olması ve birinin diğerine üstünlük sağlayacak bilgiye sahip olmamasının gereği vurgulanmıştır<sup>53</sup>. Mahkeme kararında<sup>54</sup> “esaslı bilgiye sahip olan herhangi bir kişi bu bilgiyi yatırımcılara açıklamalı ya da bu bilgiyi gizli tutarak ticaret yapmaktan kaçınmalıdır” ifadesi yer almaktadır.

Cady Roberts ve Texas Gulf Sulphur Davaları'nda dikkat çeken nokta herhangi bir ayırım yapılmaksızın bilgiyi hisse senedi ticaretinde kullanan herkesin içerden öğrenenlerin ticareti hükümlerine tâbi olacağına vurgulanmasıdır<sup>55</sup>.

Yani Bilgide Denklik Teorisi'ne göre; esaslı bilgiye sahip olan içerden öğrenen, bu bilgiyi sermaye piyasalarında yatırım yapanlara (kamuya) açıklamalı, ya da bu bilgiye dayanarak ticaret yapmaktan ve başkalarının kullanabileceği şekilde bilgiyi vermekten kaçınmalı, gizli tutmalıdır<sup>56</sup>. Bilginin yalnızca içerden öğrenen tarafından kullanılması sermaye piyasalarında işlem yapanlar arasında bulunması gereken eşitlik ilkesini zedelemektedir.

Güven yükümlülüğü çeşitli açılardan genişletilebilen bir yapıya sahiptir. Bilgide Denklik Teorisi'nin içeriği açıkla ya da kaçın kuralı çerçevesinde çeşitli noktalardan genişletilmiştir<sup>57</sup>.

---

<sup>49</sup> Steinberg, Regulation, s. 155.

<sup>50</sup> Güven yükümlülüğü “fiduciary duty” olarak nitelendirilmektedir.

<sup>51</sup> Bainbridge, Stephen, Insider Trading, s. 774, (Insider Trading) Erişim: 04.12.2006. <http://encyclo.findlaw.com/5650book.pdf>

<sup>52</sup> TGS Davası, 401 F.2d, 848, 2. Cir. 1968.

<sup>53</sup> Matthew Farley, “A Current Look At The Law Of Insider Trading”, **The Business Lawyer**, Vol. 39, 1984, s. 1773.

<sup>54</sup> Texas Gulf Sulphur Davası Karar No: 401 F.2d 833, 849 (1968).

<sup>55</sup> Kimberly Krawiec, “Fiduciaries, Misappropriations And The Murky Outlines Of The Den Of Thieves: A Conceptual Continuum For Analyzing United States v. O'Hagan”, **Tulsa Law Journal**, Vol: 33, 1997, s. 169.

<sup>56</sup> TGS Davası, 401 F.2d, 848, 2. Cir. 1968.

<sup>57</sup> Bainbridge, Insider Trading, s. 774.

i. İçerden öğrenen sayılanlar ve bilgi alanlar da içerden öğrenen yükümlülüğü kapsamına dâhil edilmiştir. Ancak bu noktada istisnalar getirilmiş; içerden öğrenen benzerinin bilgiyi ihraççıdan alması koşulu aranmıştır. İhraççıysa bilgiyi saklanılacağına güvenerek vermiş olmalıdır. Dirks Davası'nda<sup>58</sup> bu koşulların varlığı aranmıştır<sup>59</sup>. Davada ile ilgili kararda bu koşulların oluşmaması durumunda açıkla ya da kaçın kuralının ihlal edilmeyeceği ifade edilmektedir.

ii. Bilgiyi içerden öğrenen ya da içerden öğrenen benzerlerinden edinenler de kapsam altına alınmıştır. Bilgi alanların yükümlülüğünün içerden öğrenenin güven yükümlülüğünden kaynaklandığı düşünülmektedir<sup>60</sup>. Bilgi alanın sorumlu tutulabilmesi için bilgiyi aldığı kişinin de ihraççıya karşı güven yükümlülüğüne sahip olması koşulu aranmaktadır<sup>61</sup>.

Amerikan Yüksek Mahkemesi, Bilgide Denklik ve Bilgiye Eşit Ulaşma Teorisi'nin her ikisini de terk ederek esaslı bilginin kullanılması dolayısıyla içerden öğrenenlerin ticaretinin oluşabilmesi için açıkla ya da kaçın kuralı çerçevesinde güven yükümlülüğünün ihlali koşulunun sağlanmasını gerekli ve yeterli görmüştür<sup>62</sup>. Böylece Bilgide Denklik Teorisi ve Bilgiye Eşit Ulaşma Teorilerinden kaynaklanan, karmaşaya neden olan ve birbirinden kesin çizgilerle ayrılması zor görülen uygulamalara son verilmiştir.

---

<sup>58</sup> Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 1983. 655. paragraf.

<sup>59</sup> Dirks Davası: Raymond Dirks Delfield Childs adlı bir aracı kuruluşa bağlı çalışan sermaye piyasası analistidir. Secrist ise, Amerika Hisse Senedi Fonu'nun eski bir çalışanıdır. Dirks, Secrist'den Equity Bonding hisse senetlerinin fiyatlarının hileli yöntemlerle yüksek değerlendirildiği ihbarını almıştır. Secrist bu bilgiyi araştırarak doğruluğunu teyit etmiştir. Dirks bu bilgiyi kamunun bilgilendirilip uyarılması amacıyla Wall Street Journal gibi gazetelere veriyse de duyuramamıştır. Ancak Dirks müşterilerini olaydan bilgilendirerek hisse senetlerini satmalarını önermiştir. Bilgi duyulduktan sonra hisse senedi fiyatları 26 Dolardan 15 Dolara inmiş, Borsada hisselerin işlem görmesi bir süre durdurulmuştur. SEC, Dirks'ün davranışının 10b ve 10b-5 kurallarının ihlali olarak görmüştür. Secrist çalışanı olduğu için güven yükümlülüğüne sahip olduğu şirketine ait bir bilgiyi Dirks'e vermiş, Dirks ise bu bilgi doğrultusunda müşterilerini bilgilendirmiştir. Columbia mahkemesi Dirks'ün bilgiyi açıklamaması gerektiğine karar vermiştir. Ancak Yüksek Mahkeme, Secrist bu bilgiyi kendi menfaatine kullanmadığı için bilgi alan konumunda olan Dirks'ü de suçsuz bulmuştur.

<sup>60</sup> Bainbridge, Insider Trading , s. 774.

<sup>61</sup> Bainbridge, Insider Trading , s. 774.

<sup>62</sup> Mark Muething, "Dirks v. Sec Increased Exposure To Rule 10b-5 Liability For Broker Dealers", *Cincinnati Law Review*, Vol: 51, 1982, s. 853.

## ***b. Klasik Teorinin Unsurları***

Klasik Teori'nin öngördüğü içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili sorumluluğun ortaya çıkabilmesi için, bazı unsurların varlığı aranmaktadır ve bu unsurlar sorumluluk kavramı üzerine temellendirilmiştir<sup>63</sup>. Klasik Teori'nin unsurlarının saptanabilmesinde Cady Roberts Davası<sup>64</sup> belirleyici olmuştur. Bu dava içerden öğrenenlerin ticaretini önlemek açısından SEC'in 10b ve 10b-5 maddelerini kullandığı en önemli dava olma niteliğini taşımaktadır<sup>65</sup>.

Olayda şirket dağıtılan kâr paylarının azaltılmasına karar vermiştir. Bu durumu haber alan şirket yöneticilerinden biri brokırılarını bilgilendirmiş, bilgi kamuya duyurulup hisse fiyatları düşmeden önce brokır 7000 hisse satarak önemli bir zarardan korunmuştur. Bu davada; esaslı bilgiye ulaşan kişinin bu bilgiyi diğer yatırımcılara (*investing public*) açıklaması ya da bu bilgiye dayanarak ticaret yapmamasının gerektiği vurgulanmıştır.

### ***aa. Menkul Kıymet Ticaretin Yapılmasına Neden Olabilecek Esaslı Bir Bilgi Alınması***

Şirkete ait olan kamuya mal olmamış bilgi, içerden öğrenen tarafından, içerden öğrenenin şirkette sahip olduğu konum nedeniyle elde edilebilmektedir. Ancak içerden öğrenen yükümlülüğü yalnızca bilgiye ulaşanlar açısından bağlayıcı kabul edilmemektedir.

Texas Gulf Sulphur davasında edinilen bilgi, açıklanması durumunda menkul kıymet fiyatlarında önemli bir etkide bulunabilecek ise, [esaslı] bilgi olarak sayılmıştır. Bilginin esaslılık niteliği TSC Industries, Inc v. Northway Inc. Davası'nda<sup>66</sup> da tartışılmıştır<sup>67</sup>. Mahkeme kararına göre; bilgi sahip olduğunda

---

<sup>63</sup> Dworkin, s. 315.

<sup>64</sup> 40 S.E.C. 907, 910-18 (1961).

<sup>65</sup> Jaret Davis, "A Redundancy of Remedies: Insider Trading And United Statesv. O'Hagan, A Comparison Of Sections 10b And 14e Of The Securities Exchange Act Of 1934 Under The Misappropriation Theory", **University Of Miami Law Review**, Vol 53, 1999, s. 176

<sup>66</sup> TSC Industries, Inc v. Northway Inc. Davası Karar No: 426 U.S. 449. (1976).

rasyonel bir yatırımcının yatırım davranışlarını değiştirebilecek nitelikteyse esaslı niteliktedir ve sahip olunan esaslı bilgi, bilgi düzeyini (total mix of information) önemli ölçüde arttırmaktadır.

***bb. Menkul Kıymet Ticareti Yapılmış Olması***

İçerden öğrenen, edindiği bilgiye dayanarak ticaret yapmışsa içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşmesi için bir unsur daha tamamlanmış olmakta, açıkla veya kaçın kuralı ihlal edilmektedir. Texas Gulf Sulphur davasında, açıkla veya kaçın kuralının ayrıntıları belirtilmiştir<sup>68</sup>. SEC bu davada 10b ve 10b-5 maddelerine dayanarak açıkla veya kaçın kuralını yorumlamıştır. Bu yoruma göre sözü edilen maddeler hisse senedi işlemlerindeki eşit ve adil olmayan uygulamaları önlemek amacıyla kullanılmalıdır<sup>69</sup>.

Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin İkinci Dairesi'ne göre; esaslı bilgiye sahip olan bu bilgiyi diğer yatırımcılara da açıklamalı, ya da bu bilgiye dayanarak işlem yapmaktan kaçınmalıdır. Bilginin açıklanmamasının nedeni şirket sırlarının saklanması gereğidir. Eğer bilgi açıklanmıyorsa bu bilgiye dayanarak ticaret de yapılmamalıdır<sup>70</sup>.

Açıkla ya da kaçın kuralındaki yaptırım Cady Roberts davasında yalnızca edinilen bilginin ticaretinin yapılmasına bağlanmışken, Texas Davası'nda içerden edinilen bilginin dışarıda yorumlanması da yasaklanmıştır.

Chiarella Davası'nda<sup>71</sup> taraflar arasındaki hisse senedi ticareti sonucunda açıkla ya da kaçın kuralının ihlalden bahsedilerek, ticaretin gerçekleşmiş olmasının gerekliliğine vurgu yapılmaktadır<sup>72</sup>.

---

<sup>67</sup> Committee On Federal Regulation Of Securities, Report Of The Task Force On Regulation Of Insider Trading, Business Lawyer Vol: 41, Kasım 1995, s. 242.

<sup>68</sup> Cohen, s. 553.

<sup>69</sup> Acoba, s. 1365.

<sup>70</sup> Bainbridge, Economic Enigma, s. 40.

<sup>71</sup> Chiarella Davası Karar No: 445 U.S. 222 (1980).

<sup>72</sup> Salbu, s. 313.

*cc. Ticaretin Kamuya Mâl Olmamış Esaslı Bilgiye Dayanarak Gerçekleştirilmiş Olması*

Esaslı bilginin kullanılması sonucunda bir ticaret gerçekleştirilmekte, yani kamuya mal olmamış bilgi hisse senedi alımında kullanılmaktadır. Bu bilgi kamuya mal olmadığı için açıkla ya da kaçın yükümlülüğü ihlal edilmektedir. Açıkla ya da kaçın yükümlülüğü öncelikle şirket çalışanlarını kapsamakla birlikte, bilgi alanlar ve diğer içerden öğrenen sayılanlar da bu yükümlülüğe tâbi kılınmıştır.

Texas Gulf Sulphur Davası'nda<sup>73</sup> bulunan maden cevheri, Chiarella Davası'nda<sup>74</sup> açıktan alım teklifi ile ilgili bilgi kamuya açıklanmadan kullanıldığından içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında değerlendirilmiştir.

Cady Roberts Davası'nda şirketle ilgili bilgi usulüne uygun korunduğu halde, hatalı şekilde veya şans eseri bir kişinin eline geçtiğinde bu bilgiye dayanarak işlem yapmaktan kaçınılması veya menkul değerlerle ilgili bilgilerde olduğu gibi bu bilginin de gizli tutulması kararı verilmiştir<sup>75</sup>.

*dd. Güven İlişkisinin İhlal Edilmiş Olması*

İçerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşebilmesi için yapılan ticaretin, bilgisi kullanılan şirketin hissedarlarının haklarını ihlal ediyor olması gerekmektedir. Bu konuda kimlerin içerden öğrenen olarak nitelendirileceği önemlidir.

Texas Gulf Sulphur davasıyla birlikte 10b ve 10b-5 maddelerinin uygulanacağı tarafların kapsamı genişletilmiştir. Maddenin Cady, Roberts davasında olduğu gibi yalnızca şirket çalışanlarına değil, esaslı bilgiyi kullanan tüm taraflara uygulanması gerektiği hükme bağlanmıştır.

---

<sup>73</sup> Texas Gulf Sulphur Davası Karar No: 401 F.2d 833 (1968)

<sup>74</sup> Chiarella Davası Karar No: 445 U.S. 222, 235 (1980).

<sup>75</sup> Acoba, s. 1363.



Bir başka davada<sup>76</sup> Temyiz Mahkemesi şirket çalışanları dışındaki kişilerin yani içerden öğrenen benzerlerinin yükümlülüklerini tartışmıştır. Mahkeme kararında “outsiders” olarak adlandırılan içerden öğrenen benzerlerine de açıklama veya bu bilgiye dayanarak işlem yapmaktan kaçınma görevi yüklenmiştir.

### ***c. Klasik Teorinin Uygulama Alanı***

Klasik Teori, içerden öğrenenlerin ticareti olaylarının çözüme ulaştırılabilmesi için uygulanan ilk sistematik yaklaşımdır. Teori'nin geçerli olduğu süreçte içerden öğrenenlerin ticaretinin hem uygulama alanı, hem de uygulandığı kişilerin kapsamı genişlemiştir. Teori, klasik içerden öğrenenler yanında, içerden öğrenen benzerlerini de kapsayacak şekilde geliştirilmiştir.

Temelleri Cady Roberts Davası'na uzanan Klasik Teori ilk olarak bu davada geleneksel içerden öğrenenlere yani şirkete bağlı olarak çalışanlara uygulanmıştır<sup>77</sup>. Mahkeme kararına göre içerden öğrenen sahip olduğu bilgiyi kullanacaksa açıklamalı ya da işlem yapmaktan kaçınmalıdır<sup>78</sup>. Mahkeme kararında “outsiders” olarak adlandırılan dışarıdan öğrenenler iki koşul gerçekleşmişse açıkla ya da kaçın hükümlerine tabi sayılmışlardır. İlk olarak, şirketle olan ilişkileri bu kişilere, şirketle ilgili bilgilere doğrudan ya da dolaylı olarak ulaşma olanağı tanınmalıdır. Ayrıca, bu bilgiler şirket çıkarları açısından gizli niteliğe haiz olmalıdır.

İkinci olarak esaslı bilginin kullanılmasından dolayı işlem yapan taraflardan biri diğer taraf aleyhine bir üstünlük sağlamalı ve bu bilgiyi kullandığında üstünlük sağlayacağını farkında olmalıdır.

---

<sup>76</sup> Chiarella Davası Karar No: 445 U.S. 222, 235 (1980).

<sup>77</sup> David Brodsky / Daniel Kramer, “A Critique Of The Misappropriation Theory Of Insider Trading”, **Cardozo Law Review**, Vol: 20, 1999, s. 48.

<sup>78</sup> Cady Roberts Davası Karar No: 40 S.E.C. 907 (1961).

Geleneksel içerden öğrenenler olarak adlandırılan şirket çalışanlarının sorumlulukları, Cady Roberts Davası<sup>79</sup> ile birlikte bilgi alanları da kapsayacak şekilde genişletilmiş, şirket dışındakilerin de içerden öğrenen sayılmasının yolu açılmıştır<sup>80</sup>. Normal olarak bilgi alanın şirketle doğrudan bir güven ilişkisi bulunmamaktadır. Ancak sorumluluğun geçirilmesi teorisine göre bilgi veren, şirkete karşı olan güven ilişkisini bozmuşsa, bilgiyi alan içerden öğrenenlerin ticaretinden dolayı sorumlu tutulabilmektedir.

Texas Gulf Sulphur Davası'nda, Mahkeme yalnızca şirkete bağlı içerden öğrenenlerin değil, kamuya açıklanmamış bilgiyi kendi menfaatine kullanarak maddi çıkar sağlayanları da içerden öğrenen olarak kabul etmiştir<sup>81</sup>. Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin İkinci Daire'si, içerden öğrenenlerin ticareti dolayısıyla sorumlu tutulabileceklerin sadece kanunda yer alan içerden öğrenenler değil diğer bireyler de olabileceğini de belirtmiştir<sup>82</sup>. İkinci Daire burada 10b ve 10b-5 maddelerinin lafzından çok ruhuna ya da uygulanma amacına bakmıştır<sup>83</sup>.

Investor Management Co<sup>84</sup> ya da yaygın bilinen adıyla Merrill Lynch Davası'nda<sup>85</sup> bilgi verenin içerden öğrenenlerin ticaretinden kaynaklanan yükümlülüğü kesin olarak kabul edilmiştir<sup>86</sup>. Bu davada<sup>87</sup> bilgi alan ve verenin<sup>88</sup> de içerden öğrenenlerin ticareti açısından içerden öğrenen gibi değerlendirilmesinin gerekliliği vurgulanmıştır<sup>89</sup>.

---

<sup>79</sup> Cady Roberts Davası Karar No: 40 S.E.C. 907 (1961).

<sup>80</sup> Falconer, s. 855.

<sup>81</sup> Hagen, s. 16

<sup>82</sup> 402 F.2d 833 (1968)

<sup>83</sup> Elliott Weiss, "United States v. O'Hagan: Pragmatism Returns To The Law Of Insider Trading", **The Journal Of Corporation Law**, Vol: 23, Spring 1988, s. 402.

<sup>84</sup> Investor Management Co Davası Karar No: 44 SEC 633 (1971).

<sup>85</sup> Merrill Lynch Davası Karar No: 495 F.2d 228 (1974).

<sup>86</sup> Harp, s. 600.

<sup>87</sup> Davada Merrill Lynch müşterisi olan Douglas Aircraft şirketinden edindiği bilgiyi çeşitli kurumsal yatırımcılara aktarmış, bu yatırımcılar da edindikleri bilgiler doğrultusunda Douglas Aircraft hisselerini satmışlardır. Gerek Merrill Lynch gerekse bilgiyi alan diğer kurumsal yatırımcılar bu fiillerinden 10b-5 maddesine göre suçlu bulunmuşlardır. SEC, bilgiyi alanların da eğer aldıkları bilginin kamuya açıklanmadığını biliyorlarsa ya da bilmeleri lazım geliyorsa 10b-5'e göre içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulabileceğini savunmuştur.

<sup>88</sup> Muething, s. 851.

<sup>89</sup> Davis, s. 176

Şirkete dolaylı olarak zarar vermek de içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında değerlendirilmiştir<sup>90</sup>. Diamond v Oreamuno Davası'nda<sup>91</sup> şirket yöneticisinin, şirketin kârının düşeceğini öngörüp hisselerini satması şirkete dolaylı olarak zarar verme eylemi olarak kabul edilmiştir. Bu tip davranışların da içerden öğrenenlerin ticareti sayılması gerektiği vurgulanmıştır<sup>92</sup>. Bu davada hissedarların uğradıkları kayıpların şirket yöneticisi tarafından karşılanması gerektiğine hükmedilmiştir.

Oppenheimer Co. Davası içerden öğrenenlerin ticaretinde kullanılan bilginin kapsamını da değiştirmiştir<sup>93</sup>. 10b-5 kuralı daha önce dar anlamda yorumlanıp yalnızca şirketten çıkan şirketle ilgili haberlere uygulanırken, bu davadan itibaren şirketten çıkmamış ancak piyasada dolaşan şirketle ilgili haberlere de uygulanmaya başlamıştır. Bu bağlamda Wall Street Journal'da şirketle ilgili olarak çıkan bir değerlendirme de içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında değerlendirilmiştir.

Dirks Davası'nda<sup>94</sup> Amerikan Yüksek Mahkemesi bilgi alan ve verenler için tartışmalara yol açan düzenlemeler getirmiştir. Bu davaya kadar bilgi alanlar ya da içerden öğrenen benzerlerinin içerden öğrenenin sahip olduğu güven yükümlülüğüne sahip olup olmadığı sorunu belirsizliğini korumuştur<sup>95</sup>. Ancak SEC, Dirks Davası'nda, bilgi alanın esaslı bilginin gizli olduğunu ya da bu bilginin şirkete bağlı içerden öğrenenden geldiğini bilmesi gerektiği durumlarda bilgiyi kullanmaması ya da açıklaması gerektiğini savunmuştur<sup>96</sup>. Çünkü içerden öğrenenin hissedarlara karşı olan güven yükümlülüğü bilgiyi verdiği anda bilgi alana geçmektedir<sup>97</sup>. Dirks Davası'nda Amerikan Yüksek Mahkemesi bilgi

---

<sup>90</sup> Wilkinson, s. 596.

<sup>91</sup> Diamond v Oreamuno Davası Karar No: N.Y.S. 2d. 78 (1969). Bu davada şirket yöneticisi ve yönetim kurulu başkanı şirketin gelecekteki kârının düşebileceği öngörüsüne dayanarak sahip olduğu hisse senetlerini bu durum kamuya duyurulmadan önce satmış, bu durum şirketin değerini düşürmüştür.

<sup>92</sup> Weiss, s. 400.

<sup>93</sup> Brodsky, s. 51.

<sup>94</sup> Dirks Davası Karar No: 103 S. Ct. 3255, 1983.

<sup>95</sup> Harp, s. 596.

<sup>96</sup> Agnew, s. 441.

<sup>97</sup> Cohen, s. 558.

edinenin sorumluluğunun somut görülebilmesi için aşağıdaki nedenlerin varlığını aramıştır<sup>98</sup>;

- i. Bilgi veren, ticareti yapılan hisse senetlerinin ait olduğu şirketle güven ilişkisi içinde olmalıdır,
- ii. Bilgi veren bu güven ilişkisini kötüye kullanmış olmalıdır,
- iii. Bilgi alan, bilgiyi almasıyla birlikte bilgi verenin şirketine karşı olan güven ilişkisinin bozulacağını bilmeli ya da biliyor olmalıdır,
- iv. Bilgi alan, aldığı bilgiye dayanarak ticaret yapmayı seçmiş ve bundan kişisel çıkar sağlamış olmalıdır.

Bu koşulları sağlayan bilgi alan ve verenler, açıkla ya da kaçın kuralı gereğince ticaret yapıldığında içerden öğrenenlerin ticareti kapsamına girmektedir<sup>99</sup>. Bilgi alanın sorumluluğu, içerden öğrenenin şirkete olan güven görevinin ihlaline bağlı olarak türeyen bir sorumluluk olarak görülmektedir. Bu nedenle bilgi edinen, ihlale rağmen ticaret yapmaktan yana seçimini kullanmışsa içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulmaktadır<sup>100</sup>. Yani Klasik Teori'ye göre kamuya açıklanmamış esaslı bilgiyi veren içerden öğrenen eğer verilen bilgi güven yükümlülüğünü ihlal eder nitelikteyse ve bilgiyi alan (içerden öğrenen yapmasa dahi) bu bilgiye dayanarak ticaret yapıyorsa, bilgi alan da 10b ve 10b-5 maddeleri gereğince sorumlu tutulabilmektedir<sup>101</sup>.

Amerikan Yüksek Mahkemesi'ne göre içerden öğrenen esaslı bilgiyi, bilgi alana kötü niyetle vermemişse güven yükümlülüğü ihlal edilmiş olmamaktadır. Amerikan Yüksek Mahkemesi Dirks davasında Dirks'ün şirkete bağlı içerden öğrenen olmadığını ve güven yükümlülüğü taşımadığını belirterek, Dirks'ü içerden öğrenenlerin ticaretinden dolayı sorumlu tutmamış, bu nedenle açıklama yükümlülüğünün (*duty to disclose*) de oluşmadığına karar vermiştir<sup>102</sup>. Bu durum

---

<sup>98</sup> Dworkin, s. 328.

<sup>99</sup> Elkind Davası Karar No: 635 F.2d 156, 2<sup>nd</sup> Circuit (1980) ve Shapiro Davası Karar No: 495 F.2d 228, 2<sup>nd</sup> Circuit, (1974).

<sup>100</sup> Dworkin, s. 328; Agnew, s. 441.

<sup>101</sup> Schoen, s. 243.

<sup>102</sup> Kelly, s. 1084.

Klasik Teori'nin geçerliliğinin sorgulanmasına, SEC'in yetkilerinin sınırlanmasına ve içerden öğrenenin kapsamının daralmasına yol açmıştır<sup>103</sup>.

Ayrıca Klasik Teori ve bu teoriyi izleyen uygulamalarda bilgi alan ya da bilgi verene verilecek cezalar için ortaya çıkan zararın ölçülmesi ve kimin zarar gördüğünün saptanması hususu sorun oluşturmaya devam etmiştir<sup>104</sup>. Mahkemeler bu sorunu aşabilmek üzere genel olarak içerden öğrenenlerin ticaretinin tüm yatırımcılara zarar verdiğini düşünerek karar vermektedir<sup>105</sup>.

Klasik teoride yer alan sorumluluk kavramı Dirks Davası'yla birlikte yalnızca hisse senedi alanlar için değil, hisse senedi satanlar için de bağlayıcı hale gelmiştir. Dirks Davası'nda kullanılan bilgi, hisse senedi fiyatlarının düşeceği yönündedir. Chiarella davasındaki bilgiyse hisse senedi fiyatlarının gelecekte yükseleceği beklentisine dayanmaktadır. Daha önce de ifade edildiği gibi ilk durum olumsuz bilgi, ikincisiyse olumlu bilgi olarak adlandırılmaktadır<sup>106</sup>.

Dirks Davasıyla şirket elemanı olan içerden öğrenenler; sıradan içerden öğrenenler ve içerden öğrenen benzerleri olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Sıradan içerden öğrenenler daha önceki açıklamalarda belirtilen şirket çalışanlarıdır. İçerden öğrenen benzerleri ise, şirket adına çalışan; sigortacılar, muhasebeciler, bankacılar<sup>107</sup>, avukatlar<sup>108</sup> ve yatırım danışmanları<sup>109</sup> olarak belirlenmiştir. İçerden öğrenen benzerleri, şirketle olan iş ilişkileri nedeniyle kamuya açıklanmamış şirket bilgilerine ulaşabilmektedir. Bu kişiler, şirketle ve hissedarlarıyla özel bir güven ilişkisi içinde sayılmaktadır. Örneğin, Chiarella davasında, Chiarella içerden öğrenen benzeri olarak değerlendirilmelidir<sup>110</sup>.

---

<sup>103</sup> Kathleen Doneli, "Dirks v. SEC: New Guidelines For Tippee Liability Under Rule 10b-5", **Pace Law Review**, Vol: 4, 1984, s. 634.

<sup>104</sup> Raymond Trebisacci, "Securities Regulation, Damages, Disgorgment Measure of Damages Applied To Tippee Trading Violations of Rule 10b-5", **Seton Hall Law Review**, Vol: 12, 1982, s. 136.

<sup>105</sup> William Carney, "Signalling And Ceusation In Insider Trading", **Catholic University Law Review**, Vol: 36, 1967, s. 871.

<sup>106</sup> Grechenig, s. 2.

<sup>107</sup> Newman Davası Karar No: 664 F.2d 12 İkinci Daire, 1981.

<sup>108</sup> O'Hagan, Karar No: 92 F.3d, 612, Sekizinci Daire, 1996.

<sup>109</sup> Dirks Davası Karar No: 463 U.S. 646, 1983.

<sup>110</sup> Dworkin, s. 333.

Chiarella çalıştığı firmayla güven ilişkisi içindedir. Çalıştığı firma da hisse senetlerinin ticareti yapılan firmaya karşı güven mükellefiyeti taşımaktadır. İkili ilişki (*tier-two*) sonucunda Chiarella da güven ilişkisi içinde sayılmalıdır<sup>111</sup>.

İçerden öğrenen benzerlerinin yalnızca şirket adına çalışanlarla sınırlandırılmadığı da görülmektedir. Switzer Davası'nda bir futbol koçu da içerden öğrenen benzeri sayılmıştır<sup>112</sup>.

Newman Davası<sup>113</sup> ise içerden öğrenen yükümlülüğünün doğması açısından Kötüye Kullanma Teorisi'ne geçişin son halkalarından birini oluşturmaktadır<sup>114</sup>. Chiarella Davası'yla benzeşmesine rağmen Newman Davası'nda verilen karar değişmiştir<sup>115</sup>. Mahkeme bilgi alan ya da klasik içerden öğrenen ayrımı yapılmadan esaslı bilgiye sahip olarak bu bilgiyi hileli bir şekilde hisse senedi ticaretinde kullananların Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 maddelerinden sorumlu bulunması gerektiğini ifade etmiştir<sup>116</sup>. Bu anlamda dışarıdan haber alanların da (*outsiders*) kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak işlem yaptıklarında içerden öğrenenlerin ticareti hükümlerine tâbi olacakları belirtilmiştir<sup>117</sup>.

## 2. Kötüye Kullanma Teorisi

---

<sup>111</sup> Bu tipteki zincirleme sorumluluk ilişkisi daha sonra kabul edilecek olan kötüye kullanma teorisinde de kullanılmıştır.

<sup>112</sup> Switzer Davası Karar No: 590 F. Supp. 756, 1984.

<sup>113</sup> Newman Davası Karar No: 664 F.2d. 15-16 (1981).

<sup>114</sup> Olayda Jacques Courtois Morgan Stanley Firmasının, Adrian Antoniu ise Lehman Brothers firmasının şirket birleşmelerinden sorumlu yetkilileridir. Her ikisi de gelecekte yapılacak bir şirket birleşmesi için sahip oldukları esaslı bilgiler doğrultusunda James Newman, Franklin Carniol ve Constantine Syropoulos'u bilgilendirmişlerdir. Bu kişiler ilgili firmaların hisselerini aracı bankaları kullanarak almışlar, bilgi kamuya mal olduktan sonra değerlenen senetleri satmışlardır. Federal Mahkeme bu olaylarda Newman'ı içerden öğrenenlerin ticareti dolayısıyla tam ve kesin delil bulunmadığından 10b'ye göre suçlu görmemiş ancak 2. Daire suçlu bulmuştur.

<sup>115</sup> Elizabeth De Cristofaro, "Trading On Confidential Information", **St. John's Law Review**, Vol:56, 1982, s. 728.

<sup>116</sup> Charles Lea Deem, "Second Circuit Expands Section 10b Liability To Security Fraud Committed In Breach of An Employee's Fiduciary Duty", **Brigham Young University Law Review**, 1982, s. 420.

<sup>117</sup> James Robertson, "United States v. Newman Misappropriation Of Market Information by Outsiders", **Pace Law Review**, Vol: 3, 1983, s. 311.

Dirks Davası'nda Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 maddelerinin uygulama alanlarını daraltması nedeniyle içerden öğrenenlerin ticaretiyle mücadele özellikle bilgi alanlara karşı yasal olarak zorlaşmış, bu durum sermaye piyasalarında güven eksikliğine yol açmıştır<sup>118</sup>. Chiarella ve Dirks Davaları'nın sonuçlarının sermaye piyasalarını rahatlatamaması ve bu durumu göz önüne alan SEC'in yeni düzenleme arayışı nedeniyle Kötüye Kullanma Teorisi geliştirilmiştir<sup>119</sup>. Teori ilk kez (Amerikan Yüksek Mahkemesi) İkinci Daire tarafından Newman Davası<sup>120</sup>,nda kullanılmış<sup>121</sup>, daha sonra Yedinci ve Dokuzuncu Daireler Teori doğrultusunda hareket etmişlerdir<sup>122</sup>.

Kötüye Kullanma Teorisi'nin hukuki altyapısı literatürde ilk kez Barbara Beder Aldave tarafından savunulmuştur<sup>123</sup>. Klasik Teori güven yükümlülüğü üzerine kurulmuşken Kötüye Kullanma Teorisi esaslı bilginin hırsızlığı ya da kötüye kullanılmasına dayandırılmıştır<sup>124</sup>. Bu anlamda Klasik Teori, hilenin mağdurunu ticareti yapılan şirketin hissedarları kabul ederken, Kötüye Kullanma Teorisi mağduru bilginin kaynağı olan şirket olarak görmekte, bu anlamda Kötüye Kullanma Teorisi, “kaynağa karşı hile” yaklaşımı olarak da bilinmektedir<sup>125</sup>.

Kötüye Kullanma Teorisi'nde bahsedilen güven yükümlülüğünün, bilgi alan ya da içerden öğrenenin, bilgi alınan kaynağa karşı olan sorumluluklarından kaynaklandığı savunulmaktadır<sup>126</sup>. Ayrıca, Kötüye Kullanma Teorisi kendilerine güvenilerek verilen gizli bilgileri kötüye kullanan kişilerin; bu bilgilere dayanarak

---

<sup>118</sup> Ann Black / Andrew Segal / Carroll Stewart, “Dirks v. SEC: A Gain For Dirks, A Loss For The Market”, **Mercer Law Review**, Cilt 35, 1984, s. 982.

<sup>119</sup> David Bayne, “The Insider’s Natural Law Duty: Chestman And The Misappropriation Theory”, **Kansas Law Review**, Cilt 43, 1995, s. 81; Bainbridge, *Compressive Primer*, s. 22.

<sup>120</sup> Newman Davası Karar No: 664 F.2d 12 (1981).

<sup>121</sup> Weiss, s. 406.

<sup>122</sup> Brian Morgan, “United States v. O’Hagan Recognition Of The Misappropriation Theory”, **BYU Journal Of Public Law**, Vol: 13, 1999, s. 150.

<sup>123</sup> Aldave, *Misappropriation*, s.114.

<sup>124</sup> Bruner, s. 11.

<sup>125</sup> Brian Carr, “Culpable Intent Required For All Criminal Insider Trading Convictions After United States v O’Hagan”, **Boston College Law Review**, Vol: 40, 1999, s. 1187; Swanson, s. 1170.

<sup>126</sup> Cohen, s. 550.

yaptıkları ticaret sonucunda diğer yatırımcıların zararlarından sorumlu tutulmaları gerektiği üzerine temellendirilmiştir<sup>127</sup>. Teori’de esaslı bilginin kullanılması bilginin kaynağından çalınması olarak değerlendirilmiştir<sup>128</sup>.

Kötüye Kullanma Teorisi’ne dayanarak içerden öğrenenlerin ticaretine karar verilebilmesi için, Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’nun 10b maddesinde belirtilen şekilde;

- Kamuya açıklanmamış esaslı bir bilgi olmalı,
- Bu bilgi hileli [aldatmaya yönelik] olarak kötüye kullanılmalı,
- Güven yükümlülüğü [ya da benzeri yükümlülükler] ihlal edilmiş olmalı,
- Bilgi menkul kıymet ticaretinde kullanılmış olmalıdır<sup>129</sup>.

Amerikan Yüksek Mahkemesi İkinci Dairesi (Yüksek Mahkeme temyiz incelemesinde reddetse de) Chiarella ve Newman Davaları’nda Kötüye Kullanma Teorisi’ni uygulamıştır<sup>130</sup>. Ancak O’Hagan Davası ile birlikte Teori genel olarak kabul edilmiştir. O’Hagan Davası’nda bu unsurlar yargılamanın ana odağını oluşturmuştur<sup>131</sup>. Kötüye kullanma en genel ifadeyle; bir kişinin kamuya açıklanmamış (şirkete ait) esaslı bilgiyi kötüye kullanarak bu bilgiyle menkul kıymet alıp satması ve bu nedenle 10b–5 maddesini başkası aleyhine ihlal ederek suç işlemesi olarak tanımlanabilmektedir<sup>132</sup>.

Kötüye Kullanma Teorisi, içerden öğrenenlerin ticareti alanında başka ülkelerin de hukuklarını etkilemiştir AB ve Türk Hukuku’nda içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili düzenlemelerde bu teorinin etkisi görülmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu 47/A-1 maddesinde, içerden öğrenenlerin ticareti tanımlanırken Kanun Koyucu tarafından paralel bir yaklaşım benimsenmiştir.

---

<sup>127</sup> Kötüye Kullanma Teorisi ilk kez Chiarella davasında Hakim Burger tarafından savunulmuş, ancak daha önce de ifade edildiği gibi, Burger’in görüşleri kabul edilmemiştir.

<sup>128</sup> Cohen, s. 555.

<sup>129</sup> Bayne, s. 87; Acoba, s. 1395.

<sup>130</sup> Heater Reinsch, “The Misappropriation Theory As A Permissible Basis Of Section 10b Liability”, *Missouri Law Review*, Vol: 62, 1997, s. 664.

<sup>131</sup> O’Hagan Davası, Karar No: 92 F.3d 612, 8. Daire, 1996.

<sup>132</sup> Aldave, Misappropriation, s. 114.



Kamuya açıklanmamış bilginin ticarete konu olması halinde, Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b-5 maddesi ihlal edilmektedir. Bu teori, "hileli" işlemin taraflarından birinin kamuya duyurulmamış bilgiyi açıklamaktaki eksikliği şeklinde yorumlamak yerine, taraflardan birinin aldatarak üçüncü kişiye ait olan bilgiyi, kendi çıkarlarına sömürmesi olarak yorumlamıştır<sup>133</sup>. Bu yorumun genişliği nedeniyle içerden öğrenenlerin ticareti kapsamına girebilecek dava konuları da artmıştır.

Kötüye Kullanma Teorisi, çeşitli aşamalardan geçmiş ve ilk kez 1987 yılında uygulanmıştır<sup>134</sup>. Teori, içerden öğrenen kişilerin sorumluluğu açısından ortaya atılan yapay farkları ortadan kaldırmaktadır. Teori, esaslı bilgiyi kötüye kullanan kişinin yaptığı işlemlere yönelmiştir. Yani, içerden öğrenenin gizli bilgilere ulaşması sebebiyle yaptığı sözleşmelerde haksız olarak avantajlı konuma gelmesi üzerinde durulmaktadır. Daha önce de ifade edildiği gibi, Kötüye Kullanma Teorisi'nin temelleri Chiarella davasıyla atılmaya başlanmıştır. Bu davada alınan karara muhalif kalan Yargıç Burger'in görüşleri<sup>135</sup> Carpenter Davası'nda<sup>136</sup> dolayısıyla da Kötüye Kullanma Teorisi'nin olgunlaşmasında etkili olmuştur<sup>137</sup>.

Carpenter davasında, Wall Street Journal Gazetesi muhabiri Carpenter ve aynı gazetede "*Heard of The Street*" adlı köşe yazılarını hazırlayan R. Foster Winans yargılanmıştır. Gazetede finansal piyasaları etkileyebilecek bir yorum sütununa sahip olan Carpenter, gelecekte çıkacak yazılarının içeriği konusunda brokırılarını bilgilendirmiştir. Brokırıların aldıkları bilgiler doğrultusunda yaptıkları işlemlerin kârıysa aralarında paylaşılmıştır. Yaptıkları işlemler

<sup>133</sup> Aldave, Misappropriation, s.121.

<sup>134</sup> SEC, Kötüye Kullanma Teorisi ile ilgili daha önce düzenleme yapmış, ancak teori Yüksek Mahkeme tarafından ilk kez Carpenter davasıyla kullanılmıştır. Karar No: 484 U.S. 19, 1987.

<sup>135</sup> Burger, adı geçen davada karara karşı çıkarak Chiarella'nın 10(b) kuralını kamuya açıklanmamış esaslı bilgiyi çalıp kendi çıkarına kullanarak çiğnediğini ifade etmiştir. (Chiarella, 445 U.S. at 245 (Burger CJ dissenting))

<sup>136</sup> Janets Kerr /Tor Sweeny, "Look Who's Talking: Defining The Scope Of The Misappropriation Theory After United States v. O'Hagan", **Oklahoma Law Review**, Vol: 51, 1998, s. 63.

<sup>137</sup> Barbara Aldave, "The Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act Of 1988: An Analysis And Appraisal", (Insider Trading), **Albany Law Review**, Vol: 52, 1988, s. 900.

dolayısıyla her iki taraf da hisse senetleri ticaretindeki hileli davranışları gerekçesiyle Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b-5.maddesine göre sorumlu tutulmuştur.

Savunma kendilerinin şirkete bağlı ya da geçici içerden öğrenen sayılamayacağını ileri sürmüştü, ancak (Amerikan Yüksek Mahkemesi) İkinci Daire savunma tarafının kötüye kullanma teorisini reddeden bu görüşünü de kabul etmemiştir<sup>138</sup>. İkinci Daire'nin kararına göre; çalışanların güven yükümlülüğü işverenden çalışana akmaktadır. Bu zincirleme sorumluluk nedeniyle işveren, çalışanların şirkete ait esaslı bilgiyi kullanmalarını önlemelidir<sup>139</sup>. Winans kişisel çıkarları için gizli bilgileri kullandığından; bir çalışan olarak (ihraççı şirkete değil) gazeteye borçlarından olan güven yükümlülüğünü ihlal etmiştir<sup>140</sup>. Bu nedenle içerden öğrenen statüsünde kabul edilmiştir. Yüksek Mahkeme de İkinci Daire'nin verdiği karara oy birliğiyle katılmış, Carpenter'ın hile yaptığına karar vermiştir.

Bu davadan sonra, (daha önceden de ifade edildiği gibi) 1988 tarihli Kanun'un çıkartılmasına gerek duyulmuştur. Böylece Kötüye Kullanma Teorisi'nin daha açık bir yasal temele oturtulması sağlanmıştır.

#### ***a. Kötüye Kullanma Teorisinin Unsurları***

Amerikan Yüksek Mahkemesi ve SEC, Kötüye Kullanma Teorisi'nin uygulanabilmesi için daha önce de ifade edildiği gibi aşağıdaki unsurların varlığını aramıştır:

##### ***aa. Esaslı Bilginin Kötüye Kullanılmış Olması***

---

<sup>138</sup> Melisa Robertson, "Insider Trading A US Perspective, Erişim: 09.02.2006, [www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998](http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998)

<sup>139</sup> Dworkin, s. 336.

<sup>140</sup> Dworkin, s. 336.

Kötüye kullanma sırasında hile unsuru aranmakta, Teori'nin Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b maddesinde yer alan hile kavramının koşullarını sağladığı düşünülmektedir<sup>141</sup>. Kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak yapılan ticaretin Kötüye Kullanma Teorisi kapsamında kabul edilebilmesi için, işlemi yapan kişinin; konumunu kötüye kullanmak; dürüstlüğü ihlal etmek, güvene zarar vermek gibi yöntemlerle sağladığı esaslı bilgi avantajını kullanması gerekmektedir<sup>142</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin oluşabilmesi için gerekli olan ve aldatıcı ya da hileli davranış olarak nitelendirilen bu tip fiiller, esaslı bilginin kamuya açıklanmaması durumunda (bu bilgiye dayanarak ticaret yapıldığında) gerçekleşmiş olmaktadır<sup>143</sup>.

Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin Dördüncü Dairesi, Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 maddelerindeki hile kavramını kamuya açıklanmamış esaslı bilginin, kazanç sağlamaya yönelik olarak kötüye kullanılması olarak tanımlamış, bu işlemin kaçınma kuralının zedelenmesiyle ortaya çıktığını vurgulamıştır.

Açıkla ya da kaçın kuralındaki gibi, Kötüye Kullanma Teorisi'nde de içerden öğrenilen bilgiye dayanarak ticaret yapılmadan önce güven ilişkisinin zedelenmesi gerekmektedir. SEC her ne kadar bu Teoride de güven ilişkisini kullanmışsa da, bu kavramı içerden öğrenenlerin ticaretinin kapsamının genişletilmesinde ana engel olarak görmüştür<sup>144</sup>.

*bb. Esaslı Bilgi Kullanılarak Güven İlişkisinin İhlâl Edilmiş Olması*

---

<sup>141</sup> Acoba, s. 1396.

<sup>142</sup> Aldave, Misappropriation, s. 121.

<sup>143</sup> Timothy Wong, "United States v. O'Hagan SEC Prevails On Misappropriation Theory Yet May Now Face Heightened Standart Of Proof For Securities Insider Trading" **University Of San Francisco Law Review**, Vol: 32, 1998. s. 848; Morgan, s. 152.

<sup>144</sup> Bainbridge, Comprehensive Primer, s. 24.

İçerden öğrenen, bilginin çıktığı kaynak olan şirkete karşı güven ve sır saklama benzeri yükümlülükleri<sup>145</sup> ya da güven yükümlülüğünü ihlal etmektedir. Amerikan Yüksek Mahkemesi, Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b maddesinde yer alan, güven ilişkisi ihlalinin menkul kıymet ticaretiyle ilişkili olması gerekliliğinin (*in connection with*) Kötüye Kullanma Teorisi ile yerine getirildiğine hükmetmiştir<sup>146</sup>. Yani esaslı bilgiye sahip olunması içerden öğrenenlerin ticaretinin ortaya çıkması için yeterli değildir, bu bilginin menkul kıymet ticaretinde kullanılması da gerekmektedir.

Bu anlamda içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşebilmesi için bilgiye sahip olmanın yeterli olamayacağı, bu bilginin mutlaka kullanılmasının gerekli olduğu ilk kez Teicher Davası'nda vurgulanmıştır<sup>147</sup>.

O'Hagan Davası'nda Hâkim Thomas, Kötüye Kullanma Teorisi'nin 10b maddesini tam olarak karşılayamadığı düşüncesini ileri sürerek, muhalif kalmıştır. Hâkim Thomas'a göre güvenilir bir piyasa ve yatırımcı güvenliği için tehlike aldatma veya esaslı bilginin kötüye kullanılmasından kaynaklanmamaktadır. Bu tehlike, kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak yapılan herhangi bir ticaretten kaynaklanmaktadır<sup>148</sup>.

Hâkim Thomas, herhangi bir kişiye esaslı bilgiyi kullanma yetkisi verilmişse, bu bilgiyi dışarıdan tesadüfen edinenlerin Kötüye Kullanma Teorisi kapsamına alınamayacağını, ancak bu kişilerin sermaye piyasalarında yaptıkları işlemlerin sıradan yatırımcıların haklarını ihlal edeceğini belirtmiştir. Thomas'a göre, sıradan yatırımcı kamuya açıklanmamış bilgiye sahip değildir, sahip olması da beklenemez. Bu nedenle, esaslı bilgiye dayanılarak herhangi bir kimse tarafından yapılan ticaret dürüst kabul edilmemelidir.

Bilgi alan ve bilgi verenlerin sorumlulukları da bu doğrultuda yeniden değerlendirilmiştir. Kötüye Kullanma Teorisi'nde tıpkı Klasik Teori'de olduğu

---

<sup>145</sup> Bu terim literatürde "trust and confidence" olarak geçmektedir.

<sup>146</sup> O'Hagan Davası Karar No: 521 U.S. 658-659

<sup>147</sup> United States v. Teicher, 987 F.2.d 112.

<sup>148</sup> Acoba, s. 1401.

gibi bilgi alan ve verenin açıklama ya da ticaretten kaçınma yükümlülüğü yine bulunmaktadır. Ancak burada güven yükümlülüğü bilginin kaynağından doğmaktadır. Yine Klasik Teori paralelinde içerden öğrenenlerin ticaretinden doğan cezai sorumlulukların doğabilmesi için bilgi alanın, bilgiyi almasıyla birlikte bilgi verenin, şirketine karşı güven ilişkisinin bozulacağını bilmesi ya da biliyor olması şartı aranmaktadır<sup>149</sup>.

Kötüye Kullanma Teorisi'nin gelişmesiyle birlikte bilgi alan ya da verenlerin içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulabilmeleri için aranan kişisel çıkar sağlama unsuru aranmamaya başlanmıştır<sup>150</sup>. Libera Davası<sup>151</sup> bilgi alan ve verenin yükümlülüklerini ve kapsamını tekrar belirlemiştir. Buna göre Kötüye Kullanma Teorisi'nde içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşmiş olması için;

- i. Kamuya açıklanmamış bilginin kaynağına karşı bilgi alan ya da verenin yükümlülüklerini yerine getirmemesi,
- ii. Bilgi alanın, bilgi verenin yükümlülüklerini ihlal ettiğini bilmesi yeterli görülmüştür.

Ancak daha sonra görülen bir davada<sup>152</sup> Klasik Teori ve Kötüye Kullanma Teorisi'nin birbirinin devamı olduğu vurgulanarak bilgi alan ya da verenin içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulabilmesi için, yapılan ticaret sonunda kişisel maddi yarar sağlamalarının gerektiği belirtilmiştir<sup>153</sup>.

#### *cc. Menkul Kıymet Ticaretinin Yapılmış Olması*

---

<sup>149</sup> Cohen, s. 562.

<sup>150</sup> Cohen, s. 562.

<sup>151</sup> Libera Davası Karar No: 989 F.2d at 600, 1993.

<sup>152</sup> SEC v. Yun, 327 F.3d at 1275–77. 11. Daire, 2003.

<sup>153</sup> Cohen, s. 563.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b maddesi esaslı bilginin diğer tarafları aldatarak menkul kıymet alım ya da satımında kullanılmış olmasını öngörmektedir. Yani kullanılan bilginin yapılan ticaretle bağlantılı olması gerekmektedir<sup>154</sup>. Bağlantılı olmanın ne anlama geldiği üzerinde ilk kez Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores Davası'nda<sup>155</sup> durulmuştur<sup>156</sup>. Kararda aldatıcı davranış ile hisse senedi alım satımı arasında bir bağ kurulamadığından bahsedilmektedir.

Esaslı bilginin edinilmesi ve bu nedenle güven ilişkisinin ihlal edilmesi Kötüye Kullanma Teorisi için yeterli değildir. Edinilen esaslı bilginin mutlaka menkul kıymet ticaretinde kullanılması gerekmektedir. Yani şirkete ait esaslı bilgi ya da şirketin almayı, ortak olmayı veya ele geçirmeyi planladığı bir başka şirkete ait olan bilgiye dayanarak menkul kıymetlerle ilgili işlem yapılmış olmalıdır<sup>157</sup>. Böylece Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun, 10b maddesinde bulunan "in connection with" lafzı yerine gelmiş olmaktadır<sup>158</sup>.

*dd. Ticaret Yapanları, İşlem Yaptıkları Şirket Hissedarlarına Karşı Herhangi Bir Yükümlülük Altında Olmaları Koşulunun Aranmaması*

Daha önceki uygulamalarda içerden öğrenenlerin ticaretinin yapılmış kabul edilebilmesi için, sermaye piyasalarında yapılan işlemin şirket hissedarlarına karşı güven yükümlülüğü altında olan bir kişiyle ilişkili olma unsuru aranmıştır. Kötüye Kullanma Teorisi ile birlikte bu unsurun varlığı yani güven yükümlülüğü/hissedar ilişkisinin ihlal edilmesi koşulu içerden öğrenenlerin ticareti açısından yetersiz bulunmuş, kaynağa karşı oluşan güven yükümlülüğünün herhangi bir şekilde ihlal edilmesi yeterli görülmüştür<sup>159</sup>.

---

<sup>154</sup> Bu durum 1934 tarihli Kanun'un 10b-5/c maddesinde "in connection with the purchase or sale of any security" olarak nitelendirilmektedir.

<sup>155</sup> Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores Davası Karar No: 421 U.S 723 (1975).

<sup>156</sup> Weiss, s. 407.

<sup>157</sup> Yapılan işlemin yalnızca menkul kıymet işlemleriyle sınırlanmış olması eleştirilmiştir. Daha sonraki düzenlemelerde bu husus değiştirilmiştir.

<sup>158</sup> Reinsch, s. 657.

<sup>159</sup> Shawn Lindquist, "United States v. O'Hagan: The Eight Circuit Throws The Second Strike To The Misappropriation Theory Of Rule 10b-5 Liability", **Brigham Young University Law Review**, 1997, s. 207.

Bu durum daha önce de ifade edildiği gibi içerden öğrenen kapsamında değerlendirilemeyenlerin de kapsama alınmasını sağlamıştır<sup>160</sup>. Şirketin hissedarlarına karşı herhangi bir yükümlülüğü bulunmayan, dışarıdan öğrenen ya da içerden öğrenen olan herhangi bir kişi Kötüye Kullanma Teorisi'nin kapsamında bulunmaktadır<sup>161</sup>.

### ***b. Kötüye Kullanma Teorisinin Uygulama Alanı***

Klasik Teori [içerden öğrenenlerin ticaretine neden olan] işlemin tarafları arasındaki ilişki üzerine kurulmuştur. Kötüye Kullanma Teorisi ise, bu ticareti yapanla bilgi kaynağı arasındaki ilişkiye dayanmaktadır. Bu nedenle bilgi alan ve verenlere yüklenen sorumluluklar artmıştır.

Örneğin, Klasik Teoride Dirks, verdiği bilgi sonucunda kişisel çıkar elde etmediği için içerden öğrenenlerin ticaretinden dolayı sorumlu tutulmamıştır. Oysa Kötüye Kullanma Teorisi, içerden öğrenen sorumluluğunun yüklenebilmesi için bilginin kaynağına karşı olan güven ve sır saklama yükümlülüğünün ihlalini yeterli görmüştür<sup>162</sup>. Bu nedenle kişisel çıkar sağlamamış olsa bile Dirks, Kötüye Kullanma Teorisi'ne göre içerden öğrenenlerin ticaretinden dolayı suçlu bulunabilecektir<sup>163</sup>.

Mahkeme kararına göre<sup>164</sup>; içerden öğrenen açısından oluşan güven yükümlülüğü aracı kurumlara, muhasebecilere, avukat ya da şirket danışmanlarına, şirketin kendisinden geçmekte, yani yükümlülük bilginin kaynağı olan şirketten (*source of information*) kaynaklanmaktadır<sup>165</sup>.

---

<sup>160</sup> Bayne, s. 87.

<sup>161</sup> Jonathan Martin, "The Misappropriation Theory Overextension Of 10b and Rule 10b-5 Or Broad Weapon Against Outsider Trading", **Washburn Law Journal**, Vol: 37, 1998, s. 470; Dworkin, s. 334.

<sup>162</sup> Reinsch, s. 656.

<sup>163</sup> Cohen, s. 547.

<sup>164</sup> Dirks v. SEC Davası Karar No: 463 U.S. 646–655 (1983).

<sup>165</sup> Kerr /Tor, s. 62.

Açıkla ya da kaçın yükümlülüğü paralelinde, Kötüye Kullanma Teorisi'ne göre de kamuya açıklanmamış esaslı bilgiyi kötüye kullanarak edinen kişi bu bilgiyi mutlaka kamuya açıklamalı ya da kullanmamalıdır<sup>166</sup>.

Kötüye Kullanma Teorisi bakımından Newman Davası çeşitli açılardan önem taşımaktadır. Bu davadan sonra Amerikan Yüksek Mahkemesi, içerden öğrenenlerin ticaretinin oluşması için kötüye kullanma, aldatma ya da kamuya açıklanamamış bir durumun varlığını gerekli görmüştür<sup>167</sup>. Ayrıca daha önce de ifade edildiği gibi, bu dava sonucunda içerden öğrenenin yükümlülüğünün bilginin kaynağı olan şirkete karşı olduğuna karar verilmiştir. Daha önce hisse senedi piyasasında hileye ya da aldatmaya dayanan hareketler Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 maddeleri kapsamında yasaklanırken, davayla birlikte adı geçen maddelerin yorumlanma şekli değişerek hisse senedi piyasasında adaletsizlik yaratan işlemlere karşı genel bir yasaklama getirilmiştir<sup>168</sup>.

Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin İkinci Dairesi de, *Materia Davası*'nda<sup>169</sup> alınan bu kararları destekler nitelikte sonuca varmıştır<sup>170</sup>. Newman ve *Materia Davaları*'ndan sonra İkinci Daire, Kötüye Kullanma Teorisi'nin uygulama alanını genişletmiştir<sup>171</sup>. Bu davalarda çalışanın, işverene ve işverenin müşterisine karşı olan yükümlülüklerini ihlal ettiği vurgulanmıştır<sup>172</sup>.

Teori'nin uygulama alanındaki en büyük genişleme, izleyen bölümde ele alınacak olan ve önemli ölçüde eleştirilen *Carpenter Davası*'nın (Amerikan Yüksek Mahkemesi) İkinci Daire'de görülen temyizinden sonra yaşanmıştır<sup>173</sup>.

---

<sup>166</sup> Finnell, s. 624.

<sup>167</sup> Brodsky/Kramer, s. 60.

<sup>168</sup> Brodsky/Kramer, s. 62.

<sup>169</sup> *Materia Davası*, Karar No: 745 F.2.d 197 (1984).

<sup>170</sup> Anthony *Materia* da tıpkı *Chiarella* gibi mali belgeleri basan bir matbaanın çalışanıdır. Bir şirketin dört şirketi aleni alım teklifiyle alacağı bilgisini edinmiştir. Bu dört şirketin hisse senetlerini alan *Materia*, esaslı bilgi kamuya açıklandıktan sonra hisse senetlerin satarak kar elde etmiştir. Bu durum mahkeme tarafından müşterisine karşı oluşan yükümlülüklerinin ihlali olarak görülmüş ve bu nedenle *Materia* 14e-3 ve 10b-5 maddelerinin ihlali nedeniyle yargılanmıştır. İkinci Daire mahkûmiyet kararını onamıştır.

<sup>171</sup> Brodsky, s. 64.

<sup>172</sup> David Sims, "United States v. Carpenter An Adequate Solution To The Problem Of Insider Trading", *The Wayne Law Review*, Vol: 34, 1988, s. 1472.

<sup>173</sup> *Carpenter Davası* Karar No: 791 f.2.d at 1026.



Dava ile içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan maddeler geniş olarak yorumlanmıştır<sup>174</sup>. Öncelikle Carpenter Davası'nda kullanılan bilgi, Wall Street Journal'da yayımlanmış yani kamuya duyurulmuş bir bilgidir ve makalede yer alan bilgiler aldatmaya ya da manipülasyona yönelik olarak kullanılmamıştır<sup>175</sup>. Ancak yazar Foster Winans yazacağı bilgileri yayımlanmadan önce Kidder Peabody adlı aracı kuruluşa bildirmiş, kuruluş bu bilgilere dayanarak hisse senedi işlemleri yapmıştır.

Winans'ın fiiliyle işvereni olan Wall Street gazetesindeki işini kötüye kullandığı düşünülmektedir<sup>176</sup>. Ayrıca, Winans bu eylemiyle işverenine karşı olan güven yükümlülüğünü ihlal ettiği suçlamasıyla Bölge Mahkemesi ve (Amerikan Yüksek Mahkemesi) İkinci Daire tarafından Kötüye Kullanma Teorisi'ne dayanılarak suçlu bulunmuş<sup>177</sup>, Amerikan Yüksek Mahkemesi de bu karara katılmıştır<sup>178</sup>.

Chestman Davası<sup>179</sup> ise bu olayın istisnasını oluşturmuştur. Bu olayla kamuya açıklanmamış esaslı bilgilere dayanılarak yapılan ticaretlerin bazılarının yasal sayılabileceği görülmüş, bu durum içerden öğrenenlerin ticareti alanında tartışmalara yol açmıştır<sup>180</sup>. Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin İkinci Dairesi'nin bu davada verdiği karar hükümet yetkililerinin içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili soruşturmalardaki yetkilerini kısıtlamıştır<sup>181</sup>.

---

<sup>174</sup> Brodsky/Kramer, s. 66.

<sup>175</sup> Carpenter Davası Karar No: 484 U.S. 19 (1987).

<sup>176</sup> Weiss, s. 408.

<sup>177</sup> Carpenter Davası Karar No: 791 f.2.d at 1026.

<sup>178</sup> Carpenter Davası Karar No: 484 U.S. 19 (1987).

<sup>179</sup> Chestman Davası Karar No: 947 f.2d 551 (1991) ve red kararı 503 U.S. 1004 (1992). Chestman brokır olarak çalışmaktadır. Chestman'ın müşterilerinden Keith Loeb, Chestman'a Waldbaum hisselerinin yükseleceği haberini ulaştırmıştır. Keith bu haberi Waldbaum şirketinin CEO'sunun yiğeni olan karısından edinmiştir. Mahkeme bu olayda Keith'in esaslı bilgiyi güven ya da güven ve sır saklama yükümlülüğünü ihlal ederek yani kötüye kullanarak edinip edinmediğini araştırmıştır. İkinci Daire altıya beş oyla kötüye kullanmanın oluşmadığına karar vermiştir. Çünkü Keith'in karısı bu bilginin saklanması gerektiğinden bahsetmemiştir ve Keith'in şirkete karşı da herhangi bir yükümlülüğü bulunmamaktadır.

<sup>180</sup> Weiss, s. 410.

<sup>181</sup> William Snider, "Securities Law All In The Family United States v. Chestman", **Western New England Law Review**, Vol: 16, 1994, s. 80.

Genel olarak Kötüye Kullanma Teorisi'nin, esaslı bilgiyi korumak açısından başarılı olduğu, sermaye piyasalarının güvenilirliğini ve yatırımcının güvenliğini koruduğu kabul edilmektedir<sup>182</sup>.

Kötüye Kullanma Teorisi kullanılarak verilen cezaların genel olarak hürriyeti bağlayıcı cezalar olmadığı gözlenmektedir<sup>183</sup>. Bu durum hürriyeti bağlayıcı cezaların Yüksek Mahkeme tarafından bu suç dolayısıyla benimsenmemesinden kaynaklanmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticareti dolayısıyla daha çok para cezaları verilmektedir. Örneğin Boesky Davası'nda verilen para cezası 150.000.000 dolardır<sup>184</sup>.

### *c. Kötüye Kullanma Teorisine Karşı Yöneltilen Eleştiriler ve Mevzuat Üzerine Etkileri*

Kötüye Kullanma Teorisi'nin geçerliliği özellikle Carpenter Davası'ndan sonra tartışılmaya başlanmıştır. Daha önce de belirtildiği gibi Dava'da Carpenter'ın suçlu bulunması<sup>185</sup> ancak Carpenter'ın doğrudan sermaye piyasasındaki herhangi bir ihraççıya bağlı olarak çalışmaması ve bu nedenle onlara karşı bir yükümlülük altında bulunmaması nedeniyle içerden öğrenenlerin ticareti açısından bir belirsizlik doğmuştur. Doğan bu belirsizlik nedeniyle Kötüye Kullanma Teorisi'nin geçerliliği hukukçular tarafından tartışmaya açılmıştır. Amerikan Yüksek Mahkemesi ise bu belirsizliği giderebilecek bir açıklama getirmemiştir<sup>186</sup>. Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin bu davadan sonra iki önemli fırsatı kaçırdığı düşünülmektedir<sup>187</sup>;

— Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b-5 Maddesine dayanarak Kötüye Kullanma Teorisi'nin işleyiş ve içeriği tam olarak tanımlanamamış,

---

<sup>182</sup> A.C Pritchard, "United States v. O'Hagan Agency Law And Justice Powell's Legacy For The Law Of Insider Trading", **Boston University Law Review**, Vol: 78, 1998, s. 48.

<sup>183</sup> McCullough, s. 319.

<sup>184</sup> McCullough, s. 319.

<sup>185</sup> Carpenter Davası Karar No: 791 f2.d at 1026.

<sup>186</sup> Aldave, Insider Trading, s. 375.

<sup>187</sup> Aldave, Insider Trading, s. 390.

—Amerikan Yüksek Mahkemesi, düzenleme karşıtı görüşlerden olan ve içerden öğrenenlerin ticaretinin aslında diğer yatırımcıların çıkarını etkilemediği görüşünü savunan teze karşı (Modern Teori'ye kadar) bir tez geliştirememiştir.

Sermaye piyasalarının gelişen yapısı ve bu yapı içinde giderek karmaşıklaşan ticari ilişkiler nedeniyle, Kötüye Kullanma Teorisi'nin içerden öğrenenlerin ticaretinde sorumluluğu düzenleyen Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 maddeleri açısından yetersiz kaldığı görüşü savunulmuştur<sup>188</sup>. Bu görüşlere göre, Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin kabul ettiği açıklama çerçevesinde değerlendirildiğinde Kötüye Kullanma Teorisi'nin yatırımcıları bilgi asimetrisinden korumadığı düşünülmektedir<sup>189</sup>. Aynı görüş çerçevesinde Kötüye Kullanma Teorisi'nin 10b maddesinin lafzıyla ve 1934 tarihli Kanun'un amacıyla uyuşmadığı da savunulmaktadır<sup>190</sup>.

Bryan Davası<sup>191</sup> kötüye kullanma teorisi açısından dönüm noktası olmuştur. Jüri Bryan'ı içerden öğrenenlerin ticaretinden dolayı suçlu bulmuştur<sup>192</sup>. Ancak Dördüncü Daire kararı bozmuş ve Kötüye Kullanma Teorisi'ni ilk kez Bryan Davası'nda<sup>193</sup> reddetmiştir<sup>194</sup>. Bryan, Batı Virjinya Loto Teşkilatı'nın yöneticisidir ve VLC şirketinin piyango makinelerinin sağlayıcısı olarak seçildiği bilgisini aldıktan sonra, henüz bu bilgi kamuoyuna duyurulmadan önce söz konusu şirketin hisselerini satın almış, böylece gizli kalması gereken bilgiyi kullanarak devlete karşı olan güven yükümlülüğünü ihlal etmiş ve şirketteki mevkiini kullanarak bireysel kazanç sağlamıştır<sup>195</sup>.

---

<sup>188</sup> Dördüncü Daire tarafından çoğunlukla verilen kararda federal mahkeme Kötüye Kullanma Teorisi'yi reddetmiştir.

<sup>189</sup> Mark Dallas, "United States v. O'Hagan: A Failed Attempt To Protect Public Policies Underlying The Securities Law", **University Of California**, vol: 32, 1999. s. 1128.

<sup>190</sup> Krawiec, s. 171.

<sup>191</sup> Bryan Davası, Karar No: 58 F.3d 933, 943 (4th Cir. 1995)

<sup>192</sup> Bayne, s. 491.

<sup>193</sup> Bryan Davası, Karar No: 58 F.3d 933, 943 (4th Cir. 1995). Bu davada Bryan, Batı Virjinya Piyango yöneticisidir. Vali yeni kurulacak video piyango işletmesi için VLC şirketini seçmiştir. Bryan şirketteki konumu nedeniyle bu bilgiden haberdar olmuştur.

<sup>194</sup> Kerr/Tor, s. 68.

<sup>195</sup> Dworkin, s. 338.

Ancak (Amerikan Yüksek Mahkemesi) Dördüncü Daire Bryan'ı, VLC şirketi ya da hissedarlarına karşı bir yükümlülük ilişkisi içinde değerlendirmemiş, bu nedenle piyasadaki yatırımcılara karşı da herhangi bir yükümlülüğünün oluşmadığına karar vermiştir. Bryan sahip olduğu esaslı bilgiyi herhangi bir ihraççı şirketten edinmemiştir. Bu nedenle bilgi edinen sıfatıyla yaptığı bir ihlal de bulunmamaktadır. Ayrıca VLC şirketinde geçici içerden öğrenen olarak da çalışmamaktadır. Dördüncü Daire Bryan'ı Kötüye Kullanma Teorisi'ni kullanarak cezalandırmamış, Teori'yi yetersiz bulmuştur<sup>196</sup>.

Dördüncü Daire'nin kabul etmeme gerekçeleri Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 maddeleri ile ilgilidir. Mahkeme'ye göre; içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili uygulamalar, 10b bölümü ile Kanun normuna bağlanmakta ve 10b-5 maddesi ile icra hükmü haline gelmektedir<sup>197</sup>. 10b-5 maddesinde, hukuka aykırılığın yasal sınırları ve bu aykırılıkla bağlantılı olan kısıtlayıcı kuralların, sınırları en iyi şekilde düzenlenmektedir. Kötüye Kullanma Teorisi ise 10b bölümünde yer alan kuralları sağlayamamaktadır<sup>198</sup>. Mahkeme yargılama esnasında Teori'nin 10. madde açısından uygulanmasına yeterli olacak unsur ile karşılaşmamıştır<sup>199</sup>.

İkinci olarak mahkemenin üzerinde durduğu unsur "güven yükümlülüğünün ihlali"dir. Bryan davasında mahkeme, Kötüye Kullanma Teorisi bakımından güven yükümlülüğünün ihlalinin 10b gereğince sorumluluğun öncelikli unsuru olduğunu belirtmiştir.

Dördüncü Daire Central Bank of Denver v First Interstate Bank Of Denver Davası'nda<sup>200</sup> da Kötüye Kullanma Teorisi'nin 10b ve 10b-5 maddelerinin koşullarını sağlamadığına hükmetmiştir<sup>201</sup>.

---

<sup>196</sup> Mellet, s. 1067; Brodsky, s. 70.

<sup>197</sup> Dworkin, s. 340.

<sup>198</sup> Dworkin, s. 339.

<sup>199</sup> Dworkin, s. 340.

<sup>200</sup> Central Bank of Denver v First Interstate Bank Of Denver Davası Karar No: 511 U.S. 164 (1994).

<sup>201</sup> Mellet, s. 1057.

Kötüye Kullanma Teorisi'nde bilgi alan ya da verenin yükümlülükleri konusunda tam bir uzlaşma oluşturulamamıştır. Bilgi verenin bilgiyi herhangi bir menfaat gözetmeksizin vermesi durumunda Kötüye Kullanma Teorisi'nin geçerliliği tartışmalıdır<sup>202</sup>. Ayrıca Amerikan Yüksek Mahkemesi<sup>203</sup>, başkasının kötüye kullanarak elde ettiği esaslı bilgiye ulaşarak ilgili şirketin hisse senedini alıp satan ve şirketle ilgisi bulunmayan kişilerin Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 maddelerine göre durumlarının ne olacağı konusunda sarıh bir açıklama getirememiştir<sup>204</sup>.

Teori, içerden öğrenenlerin ticaretine uygulanacak cezalar açısından da belirsizlik içermektedir. Amerikan Yüksek Mahkemesi'ne göre, ceza hukukunda suçtan kaynaklanan sorumluluk açık olarak belirlenmeli ve sıradan zekâyâ sahip olan bir kişi buna göre davranışlarını düzenleyebilmelidir<sup>205</sup>. Ancak içerden öğrenenlerin ticaretinin belirlenmesinde olaydan olaya farklı yorum yapılması ve bunun bir yöntem olarak belirlenmesi nedeniyle cezai müeyyidelerin uygulanmasında sorunlar yaşanabilmektedir<sup>206</sup>.

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b-5 maddesi dolayısıyla herhangi bir cezai müeyyide uygulanabilmesi için içerden öğrenenlerin ticareti eyleminin bilinçli yani kasti olarak işlenmesi gerekmektedir<sup>207</sup>. Amerikan Yüksek Mahkemesi ihtiyatsızlık ya da dikkatsizlik nedeniyle 10b-5 maddesinin ihlalinde cezai müeyyide uygulanamayacağına ve hapis cezası verilemeyeceğine karar vermiştir<sup>208</sup>. Ayrıca Yüksek Mahkeme, ceza hukuku açısından oluşan bu belirsizliğin sanık lehine yorumlanması gerektiği kararına varmıştır<sup>209</sup>.

---

<sup>202</sup> Cohen, s. 551.

<sup>203</sup> İkinci, Dördüncü ve Sekizinci Dairelerin verdikleri değişik kararların Yüksek Mahkeme tarafından ortak bir zemine oturtulabilmesi olanaklı olamamıştır. Çeşitli bölümlerde de üzerinde durulduğu gibi, Dört ve Sekizinci Daireler Kötüye Kullanma Teorisi'ni reddederlerken İkinci Daire savunmaya devam etmiştir.

<sup>204</sup> Weiss, s. 396.

<sup>205</sup> Richard Painter/Krawiec Kimberly/Williams Cynthia, "Don't Ask Just Tell Insider Trading After United States v. O'Hagan", **Virginia Law Review**, Vol: 84, 1998, s. 197.

<sup>206</sup> Painter/ Kimberly/ Cynthia, s. 198.

<sup>207</sup> O'Hagan Davası Karar No: 117 S. Ct. 2214.; Painter/ Kimberly/Cynthia, s. 197; McCullough, s. 317.

<sup>208</sup> O'Hagan Davası Karar No: 117 S. Ct. 2214.

<sup>209</sup> Painter/ Kimberly/ Cynthia, s. 198.

Kötüye Kullanma Teorisi kapsamında uygulamada ortaya çıkan yaklaşımlar doğrultusunda 2000 yılında Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b-5 maddesine 10b5-1 ve 10b5-2 maddeleri eklenerek kapsamı genişletilmiştir.

10b5-1 maddesinde; herhangi bir ihraççıya ait herhangi bir hisse senedinin, bu hisse senedi ya da ihraççıyla ilgili;

—kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye (material nonpublic information) dayanarak

—ihraççıya karşı ya da ihraççıdan bilgiyi edinmiş kaynak kişiye karşı doğmuş güven ve sır saklama yükümlülüğünün doğrudan, dolaylı ya da aktarılmış (derivative) şekilde ihlali ile alınıp satılması yasaklanmıştır. Doktrinde ve mahkeme kararlarında içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili muğlak konular açıklanmıştır.

10b-5 maddesini genişleten diğer düzenleme 10b5-2 maddesidir. İçerden öğrenenlerin ticareti durumunda Kötüye Kullanma kapsamında güven ve sır saklama yükümlülüğünü düzenleyen madde, 10b5-1 maddesiyle aynı tarihte yürürlük kazanmıştır. Madde ile birlikte Kanun Koyucu, Kötüye Kullanma Teorisi'ni benimsediğini göstermiş, 10b5-1 ile de yetersiz yönlerini tamamlamıştır.

10b5-2b maddesi, kamuya açıklanmamış esaslı bilginin, güven ve sır saklama yükümlülüğü çerçevesinde kötüye kullanılmasını yasaklamıştır. Madde güven ve sır saklama yükümlülüğünün ne zaman oluşacağına açıklık getirmektedir.

10b5-2b maddesine göre aşağıdaki durumlarda güven ve sır saklama yükümlülüğü oluşmaktadır;

—bilgi herhangi bir kişiye güven ilişkisi içinde verilmişse,

—bilgiye sahip olan kişi bu bilgiyi bir başka güven ilişkisine dayanarak paylaşmış ve bilgiyi alan kişi bu bilginin kamuya açıklanmamış esaslı bilgi olduğunu biliyorsa ya da bilmesi gerekiyorsa,

—Herhangi bir kişi bilgiyi eş, ebeveyn, kardeşinden edinmişse ve bilgiyi edinen kişi bilgi kaynağına karşı güven ve sır saklama yükümlülüğü içinde değilse.

#### ***d. Klasik Teori ve Kötüye Kullanma Teorilerinin Karşılaştırılması***

Klasik Teori ve Kötüye Kullanma Teorileri Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 maddelerine göre oluşturulmuştur. Ancak Yüksek Mahkeme ve SEC bu maddeleri farklı davalarda farklı yorumlamış, bu yorum farkı içerden öğrenenlerin ticaretinden doğan hukuki sorumluluğu belirlemiştir<sup>210</sup>.

Klasik Teori'nin uygulanmasında 10b ve 10b-5 maddelerinin ihlali;

- i.** Şirkete bağlı içerden öğrenen,
- ii.** Şirkete ait esaslı bilgiye dayanarak,
- iii.** Aynı şirkete ait hisse senetlerinin,
- iv.** [sermaye piyasalarında] Ticaretini yaptığında gerçekleşmektedir.

Böyle bir eylemin gerçekleşmesi 10b kapsamında hile ya da aldatma olarak yorumlanmaktadır. Ancak Klasik Teoriye hâkim olan açıkla ya da kaçın kuralı, kamuya açıklanmamış esaslı bilgi her kullanıldığında ihlal edilmiş olmamaktadır<sup>211</sup>. Açıkla ya da kaçın kuralının ihlali için sermaye piyasalarında işlem yapan taraflar arasında güven ya da benzeri bir yükümlülüğün doğmuş olması ve bu yükümlülüğün hile ya da aldatma sonucunda ihlali gerekmektedir<sup>212</sup>.

Hile; içerden öğrenenin şirketteki konumu nedeniyle hissedarlara karşı olan güven ilişkisini ihlal etmesiyle ortaya çıkmakta ve bu ilişkinin varlığı

---

<sup>210</sup> Davis, s. 171.

<sup>211</sup> Lesser, s. 295.

<sup>212</sup> Lesser, s. 298.

sonucunda içerden öğrenen, açıkla ya da kaçın yükümlülüğüne tâbi olmaktadır<sup>213</sup>. Böylece içerden öğrenenin diğer hissedarlar karşısında adil olmayan avantaj elde etmesinin önlenmesi amaçlanmaktadır.

Klasik Teori'ye göre içerden öğrenenlerin ticaretinin oluşabilmesi için mutlaka esaslı bilginin ait olduğu şirkete ait hisse senetleri alınıp satılmalıdır<sup>214</sup>. Yani içerden öğrenen ya da benzerlerinin esaslı bilgiye dayanarak, örneğin birleşmeye gidilecek şirketin hisse senetlerini almaları (Chiarella Davası'nda olduğu gibi, içerden öğrenenin bu şirketle bir iş ilişkisi bulunmuyorsa) yasal olarak mümkündür. Bu durum, Kötüye Kullanma Teorisi'ne göre, Klasik Teori'nin kapsamının dar kalmasına ve eleştirilmesine neden olmuştur.

Kötüye Kullanma Teorisi'nin uygulanmasında ise, 10b ve 10b-5 maddelerinin ihlali;

- i. Esaslı bilgi,
- ii. Hisse senedi ticareti amacıyla,
- iii. Kötüye kullanıldığında ve

iv. Bu nedenle bilgi kaynağına olan herhangi bir yükümlülük ihlal edildiğinde gerçekleşmektedir<sup>215</sup>. Kötüye Kullanma Teorisi'nde, içerden öğrenenin sahip olduğu yükümlülükler esaslı bilgiye sahip olan kişiye de akmakta, aktarılmaktadır.

Klasik Teori işlem yapan taraflar arasındaki ilişki üzerine kurulmuşken, Kötüye Kullanma Teorisi sermaye piyasasında esaslı bilgiye dayanarak işlem yapan kişi ile bilginin kaynağı olan şirket arasındaki ilişki üzerine temellendirilmiştir<sup>216</sup>.

Değindiği gibi, 10b-5 maddesine göre bir kişinin içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulabilmesi için bu kişinin; kamuya açıklanmamış esaslı

---

<sup>213</sup> Güven yükümlülüğü Yüksek Mahkeme tarafından ilk kez Chiarella Davası'nda kullanılmıştır.

<sup>214</sup> Wong, s. 842.

<sup>215</sup> Davis, s. 171.

<sup>216</sup> Davis, s. 171.



bilgiyi sermaye piyasası aracı alıp satarken kullanması yani hile yapması gerekmektedir. Klasik Teori 10b-5 maddesinin öngördüğü hilenin, hisse senedi ticaretini yapan tarafın, bu ticaretle ilgili olan esaslı bilgiyi diğer tarafa açıklamadığı zaman ortaya çıkacağını öngörmüştür<sup>217</sup>. Bu nedenle taraflar arasında oluşan güven yükümlülüğü, esaslı bilginin kullanılmadan önce mutlaka açıklanmasını gerektirmektedir<sup>218</sup>. Kötüye Kullanma Teorisi'nde ise hile, herhangi bir kişi bir başka kaynaktan aldığı kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak hisse senedi ticareti yaptığında ortaya çıkmaktadır<sup>219</sup>.

Sonuç olarak Klasik Teori'nin aksine, Kötüye Kullanma Teorisi'nde içerden öğrenenin ihraççı şirkete karşı güven yükümlülüğünü ihlal etmiş olma şartı aranmamaktadır. Kötüye Kullanma Teorisi'ne göre esaslı bilginin kaynağı olan ihraççıya karşı güven ve sır saklamayla ilgili herhangi bir yükümlülük ya da güven yükümlülüğünün ihlal edilmesi yeterli görülmektedir<sup>220</sup>.

Klasik Teori ve Kötüye Kullanma Teorisi bir dava yardımıyla karşılaştırılabilir<sup>221</sup>. O'Hagan Davasında davalı O'Hagan, Mineapolis'deki Dorsey & Whitney adlı bir hukuk firmasına bağlı avukattır. 1988 yılında Grand Metropolitan PLC şirketi, Dorsey-Whitney'i, Pillsbury şirketinin devralınmasıyla ilgili olarak görevlendirmiştir. O'Hagan da bu işlemin tamamlanması için şirketi tarafından görevlendirilen elemanlardan birisidir. Dolayısıyla Metropolitan PLC şirketi adına çalışmaktadır. O'Hagan, sahip olduğu esaslı bilgiye dayanarak, aleni alım teklifi yapılarak devralınacak olan Pillsbury şirketinin 5000 hissesini almış ve 2500 hisse için ön talepte bulunmuştur. Devralma işlemi kamuoyuna duyurulduğunda hisselerin fiyatı 39 dolardan 60 dolara çıkmış, O'Hagan yaptığı işlemlerden dolayı 4,3 Milyon dolar kâr elde etmiştir<sup>222</sup>. Bu davada Chiarella ve Newman davalarının aksine, O'Hagan açıkla ya da kaçın kuralından dolayı değil,

<sup>217</sup> Chiarella Davası Karar No: 445 US 231.

<sup>218</sup> Hagen, s. 24.

<sup>219</sup> Hagen, s. 24.

<sup>220</sup> Wong, s. 845.

<sup>221</sup> Dona Nagy, "Reframing The Misappropriation Theory Of Insider Trading Liability A Post O'Hagan Suggestion", **Ohio State Law Journal**, Vol: 59, 1998, s. 1225.

<sup>222</sup> Michael Voves, "United States v. O'Hagan: Improperly Incorporating Common Law Fiduciary Obligations into 14e of The Securities Act", **Minnesota Law Review**, Vol 81: 1997, s. 1015.

kamuya açıklanmamış esaslı bilgiyi kötüye kullanarak ticaret yapmasından dolayı 10b ve 10b-5 maddeleriyle 14e-3 maddesinin ihlalinden dolayı suçlanmıştır.

Bu dava Klasik Teori ve Kötüye Kullanma Teorisi'ne göre çeşitli varsayımlarla değerlendirildiğinde Teoriler arasındaki ayırım berraklaşmaktadır. O'Hagan, yapılan sözleşmeden ötürü Metropolitan PLC şirketinin üst düzey bir çalışanı olarak değerlendirilmektedir. Pillsbury şirketi de aynı sektörde faaliyet göstermektedir. O'Hagan, şirketinin yönetim kurulu toplantısında, Metropolitan PLC ve Pillsbury şirketinin birleşme planladığı haberini almıştır. Bu her iki hisse senedini almak için yeterli olan esaslı bir bilgidir. Çünkü bu birleşme sonucunda her iki hisse senedi değerinin artması da beklenebilecek bir gelişmedir.

O'Hagan bu habere dayanarak kendi şirketi olan Metropolitan PLC'nin hisse senetlerini aldığı anda Klasik Teori'ye göre içerden öğrenenlerin ticareti suçunu işlemektedir. Klasik Teori'ye göre, 10b ve 10b-5 maddelerinin ihlali dolayısıyla oluşacak bu sanal durumdan mağduru Metropolitan PLC şirketinin hissedarlarıdır. Çünkü O'Hagan, kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak kendi şirketinin hisselerinin ticaretini yapmıştır. O'Hagan bu ticareti yaptığı anda esaslı bilgiye sahip olmadığı için aynı işlemleri yapamayan ve hatta tam aksi yönde davranarak hisselerini satan diğer hissedarları aldatmış ve onlara karşı olan güven yükümlülüğünü ihlal etmiş olmaktadır.

O'Hagan aynı bilgiye dayanarak kendi şirketi olmayan Pillsbury şirketinin hisse senedini aldığı anda ise Klasik Teori'ye göre suçlu bulunamayacaktır. Çünkü O'Hagan, Pillsbury şirketinin çalışanı değildir ve "outsider" durumundadır. Yani O'Hagan'ın Pillsbury şirketinin hissedarlarına karşı herhangi bir güven yükümlülüğü bulunmamaktadır. Ancak O'Hagan Davası 10b-5 maddesinin yorumunu genişleterek dışarıdan öğrenen ya da içerden öğrenen benzeri olarak nitelediğimiz kişilerin de içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulabilmelerini sağlayacak açılımı sağlamıştır<sup>223</sup>.

---

<sup>223</sup> Bu dava Kötüye Kullanma Teorisi'nin kapsamında görülmekle birlikte Modern Teori'nin de başlangıç aşaması olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle Modern Teori başlığı altında ayrıntılı olarak değerlendirilecektir.

10b–5 maddesinin yeniden yorumlanmasıyla vücuda getirilen Kötüye Kullanma Teorisi'ne göre yeniden değerlendirildiğinde O'Hagan'ın, Pillsbury şirketinin hisselerini alması, esaslı bilginin kaynağı olan kendi şirketine yani Metropolitan PLC'ye karşı olan güven yükümlülüğünü ihlal etmesi olarak düşünülebilecektir. Bu durumda, Metropolitan PLC'nin çalışanı olan O'Hagan, şirketini aldatmış ve dolandırmıştır. O'Hagan, ( O'Hagan Davası'ndaki mahkeme kararına göre ) bilginin kaynağı olan şirketine karşı sadakat ve sır saklama yükümlülüğünü<sup>224</sup> ihlal etmiştir<sup>225</sup>.

Kötüye Kullanma Teorisi'ne göre O'Hagan'ın suçu bununla da bitmemektedir. O'Hagan aynı zamanda Pillsbury şirketinin hissedarlarına karşı sorumludur çünkü aldığı bilgi nedeniyle açıkla ya da kaçın yükümlülüğünü ihlal ederek kaçınması gereken bir ticareti gerçekleştirmiş, esaslı bilgiyi kötüye kullanmıştır. Bu suçlama, daha önce de ifade edildiği gibi O'Hagan Davası'yla içerden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik olarak uygulanmaya başlanan 10b–5 maddesinin oldukça geniş bir yorumunu oluşturmaktadır. Bu yorumla birlikte Kötüye Kullanma Teorisi oldukça genişlemiş, Modern Teori olarak adlandırılan yeni uygulamaya zemin hazırlanmıştır.

### 3. Modern Teori

İçerden öğrenenlerin ticaretini açıklamaya yönelik olarak uygulanan en son yaklaşım Modern Teori olarak adlandırılabilir<sup>226</sup>. Modern Teori, içerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasına yönelik olarak gelişmeye devam etmektedir. 1995 yılında Bryan Davası<sup>227</sup> ile birlikte Amerikan Yüksek Mahkemesi, Kötüye Kullanma Teorisi'ni reddetmiştir<sup>228</sup>. Yüksek Mahkeme Kötüye Kullanma Teorisi'nin, Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b

---

<sup>224</sup> O'Hagan davası, Karar No: 92 F.3d 653, 8. Daire, (1996).Mahkeme kararında “in breach of a duty of *loyalty and confidentiality*” ifadesi geçmektedir.

<sup>225</sup> Nagy, s. 1226.

<sup>226</sup> Bu kavram hukuk literatüründe modern yaklaşım, modern yasaklama teorisi olarak geçmekle beraber çalışmamızda modern teori olarak adlandırılmıştır.

<sup>227</sup> 58 F.3d 933, 952 (4th Cir. 1995).

<sup>228</sup> Cohen, s. 556.

maddesinde yer alan aldatma ya da hilenin koşullarını sağlamadığını ileri sürmüş, Yüksek Mahkemenin 10b maddesi için yaptığı yorum değişmiştir.

Modern Teori'nin başlangıcının O'Hagan Davası<sup>229</sup> olduğu düşünülmektedir<sup>230</sup>. Yukarıda da belirtildiği gibi O'Hagan'ın açıkla ya da kaçın kuralının uygulanması durumunda Klasik Teori'ye göre sorumlu olması olanaklı değildir. Çünkü O'Hagan adına çalıştığı ve içerden öğrenen benzeri olarak kabul edilebileceği Grand Metropolitan PLC şirketine ait hisselerin ticaretini yapmamış hedef şirketin hisselerini almıştır. Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin Sekizinci Daire'si kararında, Kötüye Kullanma Teorisi'nin Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b maddesinde yer alan hile ve menkul kıymet alım sayımıyla ilgili olma unsurlarını sağlamadığına dikkat çekerek bu teoriyi reddetmiş, (Amerikan Yüksek Mahkemesi) Dördüncü Daire'nin Bryan Davası'nda aldığı karar paralelinde O'Hagan'ı içerden öğrenenlerin ticaretinden dolayı sorumlu bulmamıştır<sup>231</sup>. Bu karar Yüksek Mahkeme tarafından bozulmuş ve Yüksek Mahkeme O'Hagan'ı içerden öğrenenlerin ticareti dolayısıyla suçlu bulmuştur. Karar çoğunlukla alınmış ve kararda aşağıdaki noktalara vurgu yapılmıştır<sup>232</sup>;

- i. Bilgi, kaynağından [ait olduğu şirketten] ticaret izni alınmadan kullanılmıştır,
- ii. 10b-5 maddesi sadakat, gizlilik ve güven yükümlüğü ihlal edilerek çiğnenmiştir,
- iii. Bu ticaret dolayısıyla kişisel bir kazanç elde edilmiştir.

Amerikan Yüksek Mahkemesi'nin bu kararıyla birlikte içerden öğrenenlerin ticaretinin dayanağını güven ve sır saklama yükümlülüğünün ihlali oluşturur hale gelmiştir<sup>233</sup>. Ayrıca esaslı bilginin bir [fikri] mülkiyet hakkı sağladığı bu nedenle de korunması gerektiği yönündeki görüşler doktrinde ağır

---

<sup>229</sup> O'Hagan davası, Karar No: 92 F.3d 612, 8. Daire, 1996.

<sup>230</sup> Cohen, s. 556.

<sup>231</sup> Quinn Randall, "The Misappropriation Theory Of Insider Trading In The Supreme Court A Brief Response To The Many Critics Of United States v O'Hagan", **Fordham Journal Of Corporate And Financial Law**, Vol: 8, 2003, s. 877.

<sup>232</sup> Cohen, s. 556.

<sup>233</sup> Steinberg, Regulation, s. 155.

basmaya başlamıştır. Bazı yazarlar göre; şirkete ait kamuya duyurulmamış bilgi, şirketin malvarlığına dâhil olan diğer fikri ve sınaî haklar ile benzer statüde kabul edilmelidir. Bilginin kamuya duyurulmadığı süre içerisinde, esaslı bilgiye ulaşılması ve elde edilmesi durumunda bu bilgi, şirketin mülkiyetindeki fikri hakka ulaşılmış gibi değerlendirilecek ve haksız rekabet hükümlerine başvurulabilecektir<sup>234</sup>. Ancak bu yaklaşım henüz Amerikan Hukuku'nda yargı kararlarını etkilememiştir

Türk Hukuku'nda da Arkan, içeriden öğrenenlerin ticaretini haksız rekabet hallerine örnek olarak göstermektedir<sup>235</sup>. İçerden öğrenenlerin ticaretinde kullanılan bilginin, ticari sır vasfı taşıması halinde<sup>236</sup>, bu işlemler haksız rekabet oluşturabilecektir.

Özellikle O'Hagan Davası ticari sır kapsamında değerlendirilmese de sonra SEC'in içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili yetkilerinin uygulanabilirliği, hızı ve kapsamının arttığı düşünülmektedir<sup>237</sup>. Ayrıca bu dava sonucunda diğer mahkemelerin içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili karar almalarındaki esnekliklerinin de arttığı vurgulanmaktadır<sup>238</sup>.

Modern Teori'de de kötüye kullanma ifadesi geçmekle birlikte, kötüye kullanma güven ve sır saklama ilişkisinin ihlaliyle ortaya çıkmaktadır. Modern Teori açısından içerden öğrenenlerin ticaretinin kapsamı Klasik Teori ve Kötüye Kullanma Teorisi'nin birleşmesinden oluşmuş gibidir. Yani Modern Teori her iki teorinin birlikte işlemlerinden oluşan ancak her iki teorinin kapsamının toplamından daha geniş bir alanı içeren karma bir teori niteliğindedir. Bu

---

<sup>234</sup> Bainbridge, Regulation , s. 1649 vd ;Steinberg, Regulation, s. 155.

<sup>235</sup>Sabih Arkan,**Ticari İşletme Hukuku**, Ankara 2001, s. 301

<sup>236</sup> Esaslı bilgi, sermaye piyasası ve yatırımcı açısından kısa bir süre için -kamuya duyurulana kadar- değerlidir. Kamuya duyurulduğunda ise, yatırımcı için esaslı bilgi özelliği de kalmamaktadır.

<sup>237</sup> Swanson, s. 1211.

<sup>238</sup> Harvey Pitt / Karl Groskaufmanis, / Edward Whitemore, "Misappropriating Certainty From The Securities Markets", **North Carolina Banking Institute**, Vol: 2, 1988, s. 78.

anlamda aşağıdaki unsurların varlığı durumunda içerden öğrenenlerin ticareti gerçekleşmiş olmaktadır<sup>239</sup>.

- i. Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 14e-3 maddesinde yer alan, aleni alım teklifinden kaynaklanabilecek esaslı bilginin kullanılması,
- ii. Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b-5 maddesinin ihlal edilmesiyle Klasik Teori'nin ifade ettiği neticelerin oluşması,
- iii. Bilginin kaynağına karşı varolan güven ilişkisinin ihlal edilerek kamuya açıklanmamış esaslı bilginin sermaye piyasası araçlarının ticaretinde kullanılması yani Kötüye Kullanma Teorisi kapsamına giren faaliyetlerin ortaya çıkması.
- iv. Esaslı bilgiye dayanarak yapılan ticaretten mali bir kazanç elde edilmesi yani mameleki bir yarar sağlanması<sup>240</sup>.

Yukarıdaki unsurların ortaya çıkması durumunda Modern Teori çerçevesinde içerden öğrenenlerin ticareti oluşmuş sayılmaktadır. ABD Hukuku'ndaki içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemeler açısından  noktaya vurgu yapmak yerinde olabilecektir;<sup>241</sup>

i. İçerden ğrenenlerin ticaretinin ve içerden öğrenenin kapsamı giderek genişlemektedir. Artık kamuya açıklanmamış bilgiyi kullananlar içerden öğrenen sayılmakta, içerden öğrenenlerin ticareti de bu kişilerin yaptığı ticaret olarak görülmektedir.

ii. İçerden ğrenenlerin ticaretiyle ilgili olan kanunların çıkartılmasında Kötüye Kullanma Teorisi en etkin araç olarak kabul edilmektedir. Esaslı bilginin yetkisiz, yani kötüye kullanımı Kötüye Kullanma Teorisi'nin öngördüğü bir esas olarak ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşıma göre kamuya açıklanmamış bilgiyi ticaret amacıyla kullanan herkes Kötüye Kullanma Teorisi

---

<sup>239</sup> Wang, Insider Trading , s. 52.

<sup>240</sup> Marc Steinberg, "Insider Trading – A Comperative Perspective",

Erişim: 27.10.2006, <http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/steinb.pdf>

<sup>241</sup> Su/Berkahn, s.1.

kapsamında yer almaktadır<sup>242</sup>. Ancak bu durum daha önce de ifade edildiği gibi (örneğin Carpenter davası) Kötüye Kullanma Teorisi'nin sınırsız olarak uygulanabileceğinin bir göstergesi olmamıştır.

**iii.** İçerden öğrenenlerin ticaretinde hâla yasal açıdan yoksunluk bulunduğu konusunda uzlaşma olmakla birlikte SEC bu alanda kuralların oluşturulması ve uygulanmasında başarılı bulunmaktadır. Bu nedenle Kongre ve mahkemeler uygulamada SEC kararları doğrultusunda karar almakta ve işlem yapmaktadır.

#### ***a. Modern Teorinin Unsurları***

Modern Teori'nin kapsamı, sermaye piyasasının gelişen koşulları nedeniyle ortaya çıkan düzenlemeler ve gerekliliklerin yerine getirilip, eksikliklerin giderilmesiyle belirlenmiştir. Modern Teori'nin kapsamı aşağıdaki şekilde belirlenebilecektir.

##### ***aa. Kamuya Açıklanmamış Esaslı Bilginin Varlığı***

Açıkla ya da kaçın kuralının etkilerinin uygulanmakta olan Modern Teori'de de devam ettiği görülmektedir. İçerden öğrenenlerin ticaretinin ortaya çıkabilmesi için, kamuya paylaşılmamış, diğer yatırımcıların erişemediği bu nedenle de eşit ve adil yarışamadıkları bir bilgiye gereksinim duyulmaktadır.

Modern Teori'nin uygulanmasında SEC özellikle kamuya açıklanma kavramını yeniden düzenlemiş, 23 Ekim 2000 tarihli Adil Açıklamanın Düzenlenmesi "Regulation Fair Disclosure" kuralı uygulamaya konulmuştur<sup>243</sup>.

---

<sup>242</sup> Su/Berkahn, s.2.

<sup>243</sup> SEC, Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, 17 CFR Parts 240, 243, 249.

Bu düzenleme esaslı bilginin seçilerek açıklanmasını<sup>244</sup>, esaslı bilginin hisse senedi ticaretiyle ilgili olarak kötüye kullanılmasını ve iş ilişkisi ya da ailevi ilişkiler nedeniyle içerden öğrenenlerin ticaretini önlemek amacıyla çıkartılmıştır<sup>245</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretine neden olabilecek esaslı bilginin unsurları aşağıdaki gibidir.

#### *aaa. Esaslılık*

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b ve 10b-5 kurallarına dayanan sorumluluk yalnızca esaslı bilginin kötüye kullanılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bilgi, esaslı nitelikteyse; rasyonel bir yatırımcı bu bilgiye sahip olduğunda alım ya da satım kararını baştan düşünerek değiştirmektedir<sup>246</sup>.

Bilginin ne zaman esaslı sayılabileceği önem taşımaktadır. Ancak hangi bilginin esaslı sayılabileceği konusunda herhangi bir yasal tanım bulunmamaktadır<sup>247</sup>. Yani Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b maddesi, esaslılık kavramını tanımlamamıştır. Bu durumda esaslılık (*materiality*) davadan davaya ve olaydan olaya araştırılmakta, mahkemeler tarafından esaslılık kavramının belirlenebilmesi için çeşitli unsurlar test edilmektedir<sup>248</sup>.

TSC Industries Inc. v. Northway Inc. Davası'nda<sup>249</sup> Amerikan Yüksek Mahkemesi esaslı bilginin rasyonel yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek

---

<sup>244</sup> Seçerek açıklama "*selective disclosure*", açıklamanın yalnızca piyasa analistlerine ya da kurumsal yatırımcılara yapılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Düzenlemeye göre açıklama herkesin ulaşabileceği şekilde yapılmalıdır.

<sup>245</sup> Erişim: 04.12.2006, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>

<sup>246</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 34.

<sup>247</sup> Scott Russell, "Regulation Fair Disclosure: The Death Of The Efficient Capital Market Hypothesis And The Birth Of Herd Behavior", **Boston University Law Review**, Vol: 82, 2002, s. 533.

<sup>248</sup> Teri E. O'Brian, "Should A Possession Or Use Standard Be Employed To Prove Insider Trading", **San Diego Law Review**, Vol: 36, 1999, s. 1083; Steven Chasin, "Insider v. Issuer Resolving And Preventing Insider Trading Compliance Policy Disputes", **UCLA Law Review**, 2003, s. 869.

<sup>249</sup> TSC Industries Inc. v. Northway Inc. Davası Karar No: 426 U.S. 438 (1976).



bilgi olduğunu vurgulayarak rasyonel yatırımcının davranışları üzerinde durmuştur. Bazı mahkemelerse esaslı bilgi kamuya açıklandığı zaman hisse senedi fiyatlarının değişimine bakarak karar vermeyi tercih etmektedirler. Bekle ve gör politikası olarak adlandırılabilir bu yaklaşımda bilgi kamuya duyurulduğunda hisse senedi piyasasındaki hareketlilik gözlemlenmektedir. Örneğin Elkind v. Liggett and Myers Inc. Davası'nda bilginin esaslılık unsuruna karar verebilmek için kamuya açıklanma sonrasında hisse senedi fiyatında oluşan değişiklik araştırılmıştır<sup>250</sup>.

Texas Gulf Sulphur Davası'nda, maden kaynağının anlaşıldığı ilk tetkik yeterli sayılmamış, ikinci bir tetkik daha yapılmıştır. İlk tetkik yalnızca bu konuda uzmanlaşmış bir mühendis tarafından yeterli veriler sağlamaktadır ve bu bilgi sıradan yatırımcı açısından önemli değildir. Çünkü yatırımcı bu bilgiye güvenebilecek yetenekte değildir. Güvenilir sonuç veren ikinci tetkikse yatırımcının satın alma kararı verebileceği niteliktedir.

Basic v. Levinston Davası'nda Amerikan Yüksek Mahkemesi esaslılık kavramının kapsamını genişletmiştir<sup>251</sup>. Ancak yine de bilginin esaslılık durumu üzerinde tam olarak uzlaşılabilen bir nitelik taşımamaktadır. Bu açıdan esaslılık derecesi nasıl ölçülmektedir ya da esaslılık nedir konusunda mahkemeler arasında da uzlaşmazlıklar görülebilmektedir<sup>252</sup>.

### ***bbb. Kamuya Açıklanmamış Olma***

İçerden öğrenenlerin ticaretinin ortaya çıkabilmesi için, ticarete konu olan esaslı bilginin kamuya açıklanmamış olması gerekmektedir. Kamuya açıklanma iki şekilde gerçekleşmiş sayılmaktadır.

**i.** Bilgi, yatırımcıların karar vermelerine ve işlem yapmalarına yetecek şekilde açıklanmış olmalıdır.

---

<sup>250</sup> O'Brian, s. 1084.

<sup>251</sup> Bruner, s. 8.

<sup>252</sup> Etheridge, s. 97.

ii. “Etkin Piyasa Teorisi’ne”<sup>253</sup> göre faal durumdaki tüm yatırımcılar bu bilgiye sahip olmalıdır. Bu teoriye göre herhangi bir zamanda hisse senedi fiyatları, ulaşılabilir tüm bilgiler sonucunda oluşan menkul kıymet ticareti sayesinde oluşmaktadır<sup>254</sup>.

Bu durumlardan herhangi birinin gerçekleşmemesi durumunda menkul kıymetler piyasasında tam bilgilenme oluşmuş sayılmamaktadır. Bu durumda kamuya açıklanmış olma koşulu da sağlanmamış kabul edilmektedir<sup>255</sup>.

İçerden öğrenen, sahip olduğu bilgi esaslı nitelikte değilse serbestçe ticaret yapabilir. Ancak, esaslı bilgiye sahip olan içerden öğrenenin bu bilgiyi ne zaman kullanabileceği önemlidir. Kamuya açıklanmamış bilginin kullanılmasında bir zamanlama (*timing*) sorunu ortaya çıkmaktadır. İçerden öğrenenin bu bilgiyi kullanarak ticaret yapabilmesi için, bilginin kamuya açıklanması gerekmektedir.

Bilginin ne zaman kamuya mal olduğuyorsa bir başka sorundur<sup>256</sup>. Örneğin Texas Gulf Sulphur Davası’nda yeni maden rezervi bulunduğu haberi Kanada basınına 16 Nisan 1964 tarihinde saat 09.40’da verilmiştir. Aynı gün saat 10.00’da aynı haber Amerikan basınında da yer almış, saat 10.54’de Dow Jones’da duyurulmuştur. Davalı olan Crawford, borsa acentesine, 15 Nisan gece yarısına doğru emir vererek, ertesi sabah Midwest Menkul Kıymetler Borsası açıldığında Texas hissesi alması emrini vermiştir. Coates ise 16 Nisan günü saat 10.20’de borsa acentesini arayarak Texas hissesi alınmasını söylemiştir. Coates’ın borsacısı bu bilgiyi kullanarak kendine ve diğer müşterilerine de hisse senedi almıştır. Savunma tarafı bu ticaretin kamuya duyurulmayla aynı günde ve eş zamanlı olduğunu vurgulamıştır.

---

<sup>253</sup> The Efficient Market Hypothesis The Random Walk Theory, Erişim: 08.02.2006. <http://www.investorhome.com/emh.htm>

<sup>254</sup> Etkin Piyasa, çok sayıda rasyonel davranan ve karını maksimize etme arayışında olan yatırımcıdan oluşmaktadır. Bu kişi(ler) menkul fiyatlarının gelecekte alacağı fiyatı tahmin etmeye çalışmaktadır. Bu tahminin yapılması sırasında içerden öğrenenlerin ticaretinde esaslı bilgi olarak nitelenen, tüm kişilerin kullanımına açılmış ve tümüyle ücretsiz olan bilgiler kullanılmaktadır.

<sup>255</sup> Bainbridge, Comprehensive Primer, s. 36

<sup>256</sup> Bainbridge, Comprehensive Primer, s. 35.

Ancak mahkeme bu savunmayı uygun görmemiş, işlem yapılmadan önce kamunun yani yatırımcıların tam bilgilendirilmesi gerektiğini belirtmiştir. Haber açıklandıktan sonra yatırımcıların, bu bilgiyi kullanarak değerlendirme yapabilecek kadar zaman geçmiş olmalıdır<sup>257</sup>. Örneğin şirketin üç aylık raporları yayımlanmadan bunlarla ilgili işlemlerin yapılması yasaklanmıştır.

Bilginin kamuya açıklanmış sayıldıktan sonra içeriğinin değişmesi durumunda ne olacağı ise kesin değildir. Yani bilginin içeriğini oluşturan somut unsurun değişmesi durumunda Menkul Kıymetler Borsası Kanun'unun 10b-5 maddesi, ihraççıya değişen bilginin güncelleştirilmesi ya da düzeltilmesi için herhangi bir yükümlülük yüklememektedir<sup>258</sup>. Buna rağmen madde aldatıcı sayılabilecek davranışları (Menkul Kıymetler Borsası Kanun'unun 10b-5/b-c maddeleri) yasaklayarak bilgideki değişimin hemen duyurulmasını zımni olarak öngörmektedir. Örneğin Shattuck Denn Mining Co. Davası'nda<sup>259</sup> davalı şirket yapması gereken açıklamaları geciktirmesi ve yapmaması nedeniyle suçlu bulunmuştur. Şirket yöneticisinin açıklamalardaki gecikmeden yararlanarak hisse senedi ticareti yapması öğreti tarafından içerden öğrenenlerin ticareti olarak nitelendirilmektedir<sup>260</sup>.

#### ***bb. Zorunlu Güven İlişkisi***

İçerden öğrenenlerin ticaretinin ortaya çıkabilmesi için güven ilişkisinin oluşma şartı aranmaktadır. İçerden öğrenenin güven ilişkisi sorgulanırken, hangi işlem ya da eylemlerin bu güven ilişkisini zedelediği açıklanmalı ya da açık olmalıdır. Yüksek Mahkeme gerek Chiarella gerekse Dirks davalarında güvene dayalı bir ilişkinin var olabilmesi için sorumluluk ilişkisinin isnat edilebilirliğini aramıştır<sup>261</sup>. Ancak güven ilişkisinin ne olduğu ve hangi yükümlülük nedeniyle isnat edilebileceği Amerikan Yüksek Mahkemesi hâkimleri arasında tartışma konusu olmuştur.

---

<sup>257</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 36.

<sup>258</sup> Etheridge, s. 86

<sup>259</sup> Shattuck Denn Mining Co. Davası Karar No: 297 F. Supp. 470-476 S.D.N.Y. (1961).

<sup>260</sup> Etheridge, s. 88.

<sup>261</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 37.

Herhangi bir güven ilişkisinin varlığı durumunda çeşitli yükümlülükler ortaya çıkabilmektedir. Bu yükümlülüklerden hangisinin ya da hangilerinin içerden öğrenenlerin ticareti yükümlülüğü getireceği iyi belirlenmelidir. Örneğin bilgi verenin, açıkla ya da kaçın kuralı nedeniyle hisse senedi ticareti yapmaması durumunda içerden öğrenenlerin ticaretiyle suçlanıp suçlanamayacağı muğlaktır<sup>262</sup>.

Güven yükümlülüğünün ihlal edilmemesi için gerekli olan koşulun kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak ticaret yapmaktan “kaçınmak” olduğu düşünülmektedir<sup>263</sup>. Yani Modern Teori’de içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili bir suçlama yapabilmek için, kaçınma yükümlülüğünün ihlal edilerek, güven ilişkisinin bozulmuş olması aranmaktadır. Bu nedenle yalnızca esaslı bilginin varlığı içerden öğrenenlerin ticareti yükümlülüğünün doğabilmesi için yeterli değildir.

#### *cc. Hisse Senedi Ticaretiyle Bağlantılı Olma*

Modern Teori de 10b-5 maddesinin bir uygulama alanını oluşturmaktadır ve içerden öğrenenin yaptığı işlemin hisse senedi ticaretiyle bağlantılı olması koşulu devam etmektedir. Ancak doktrinde bu koşulun tam olarak ne anlama geldiğinin açık olmadığı konusunda görüş bulunmaktadır<sup>264</sup>. Bunun nedeni Amerikan Yüksek Mahkemesi’nin verdiği farklı davalardaki kararlara bağlanmaktadır.

Örneğin Texas Gulf Sulphur Davası’nda bağlantılı olma koşulu geniş olarak yorumlanırken<sup>265</sup>, Central Bank of Denver v First Interstate Bank Of Denver Davası’nda<sup>266</sup> dar olarak yorumlanmıştır<sup>267</sup>.

---

<sup>262</sup> Örneğin Chiarella, ticaretini yaptığı hisse senetlerine yatırım yapanlara karşı güven yükümlülüğü taşımamaktadır. Ayrıca bu yatırımcılara karşı açıklama yükümlülüğü de bulunmamaktadır.

<sup>263</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 38.

<sup>264</sup> Davis Lowenfels / Alan Bromberg, “Rule 10b-5’s “In Connection With”: A Nexus For Securities Fraud, *The Business Lawyer*, Vol: 57, November 2001, s. 1.

<sup>265</sup> Texas Gulf Sulphur Davası’nda 10b-5 maddesinde yer alan bağlantılı olma koşulu hisse senedi alım ve satımı yapılmasına bağlanarak geniş bir çerçeve belirlenmiştir. Central Bank of

Ancak, mahkemelerin genel yaklaşımının içerden öğrenenlerin ticaretine neden olan işlemlerde, bağlantılı olma koşulunun geniş yorumlanması olduğu düşünülmektedir<sup>268</sup>.

### ***b. Modern Teorinin Uygulama Alanı***

İçerden öğrenenlerin ticaretinin oluşabilmesi için ortada bir süjenin olması gerekmektedir. Bu süje, içerden öğrenen ya da öğrenenlerdir. İçerden öğrenenlerin kapsamı giderek genişlemiş ve bu paralelde görülen çeşitli davalar yeni içerden öğrenen tanımlarının yapılmasına neden olmuştur. Çeşitli davalarda ortaya çıkan farklı içerden öğrenen türleri şu şekilde sıralanabilir<sup>269</sup>;

- i.** Hedef şirketin hisse senetlerini alan şirketin hukukçuları<sup>270</sup>.
- ii.** Yazısını yayımlamadan önce, yayımlayacağı içeriği tanıdıklarına duyuran ekonomi yazarı ya da yorumcusu<sup>271</sup>.
- iii.** Hastasından şirketle ilgili bilgileri öğrenip işlem yapan psikiyatrist<sup>272</sup>.
- iv.** Şirkete ait kamuya açıklanmamış mali bilgileri basıma hazırlayan basımevi<sup>273</sup>.

Örnekler güven ve sır saklama ilişkisinin ortaya çıktığı çeşitli durumları göstermektedir. Ancak bu ilişkinin bir genellemesini yapabilmek oldukça güç

---

Denver v First Interstate Bank Of Denver Davası'nda ise kapsam daraltılarak bağlantılı olma koşulu gerçeğe aykırı beyanda bulunarak ya da esaslı bilginin verilmesinde kasıtlı olarak eksik bilgilendirme veya yanlışlık yapılmasının hisse senedi alım ve satımıyla bağlantılı olma halinin varlığı aranmıştır.

<sup>266</sup> Central Bank of Denver v First Interstate Bank Of Denver Davası Karar No.: 511 U.S. 164 (1994).

<sup>267</sup> Lowenfels/Bromberg, s. 5.

<sup>268</sup> Lowenfels/Bromberg, s. 24.

<sup>269</sup> Bainbridge, Comprehensive Primer, s. 45.

<sup>270</sup> O'Hagan Davası.

<sup>271</sup> Carpenter Davası

<sup>272</sup> Willis Davası

<sup>273</sup> Chiarella Davası

görülmektedir. Yine de içerden öğrenenleri genel olarak gruplandırabilmek olanaklıdır<sup>274</sup>.

#### *aa. Klasik İçerden Öğrenen*

ABD Ortak Hukuku'nda, yasak kapsamına giren içerden öğrenenler; Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 16b ve 10b-5 maddelerinde sıralanmıştır. Bu maddelerde şirket çalışanları ifadesi, şirketin üst düzey memurlarını nitelendirmek üzere kullanılmış, ancak Texas davasında mahkeme orta düzeydeki memur ve şirkete bağlı kurumlarda çalışanları da içerden öğrenen kapsamına almıştır. Chiarella davasında ise, açıkla ya da kaçın kuralının uygulanabildiği esaslı bilgiye sahip olan herkes içerden öğrenen kapsamında değerlendirilmiştir. Bu davalarda, Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b-5 maddesinin dar kapsamı, 16b maddesiyle aşılmaya çalışılmıştır.

Modern Teori'ye göre çalışan, işverenin hisse senetlerinin ticaretini yaptığında, şirkete karşı ve işverene karşı yükümlülüklerini düşmanca ihlal etmekte ayrıca hissedarların menfaatlerini zarara uğratmaktadır<sup>275</sup>. Bu nedenle son yıllarda Amerika'daki uygulamada işverenler çalışanlarıyla içerden öğrenen sözleşmeleri imzalamaktadır.

#### *bb. İçerden Öğrenen Benzerleri*

İçerden öğrenen benzerlerinin belirlenmesinde Klasik Teori'dekine benzer bir yaklaşım Modern Teori'de de benimsenmektedir. İçerden öğrenenlerin ticaretini gerçekleştirenler doğrudan şirket çalışanı niteliğinde olmayabilirler. Şirket yetkililerine şirket bilgilerini alabilecek kadar yakın olan bazı kişiler de (ki bunlar dışarıdan öğrenen olarak adlandırılmaktadır “outsider”) açıkla ya da kaçın kuralı nedeniyle içerden öğrenen niteliğini haiz sayılmışlardır. Amerikan Yüksek

---

<sup>274</sup> Bainbridge, Comprehensive Primer, s. 45.

<sup>275</sup> Chasin, , s. 861.

Mahkemesi, bu kişileri (geçici) içerden öğrenen benzeri<sup>276</sup> olarak kabul etmiştir<sup>277</sup>. İçerden öğrenen benzerleri de tıpkı içerden öğrenenler gibi şirket ortaklarına ve şirkete karşı güven borcu taşımaktadır<sup>278</sup>.

Şirket bilgilerini yasal olarak almalarında sakınca olmayan ve şirket adına çalışan sigortacılar, avukatlar ve şirket danışmanları yani dışarıdan haber alanlar, çalıştıkları şirket hissedarlarına karşı güven ilişkisi taşıdıklarından geçici içerden öğrenen sayılmaktadırlar. Bu kişilerin, şirketle ilgili olarak aldıkları bilgileri yasal olarak yalnızca şirket hesabına kullanmaları olanaklıdır. Şirketle olan geçici bir ilişkiden dolayı sahip olunan bilgiyle dayanarak şirkete ait olmayan hisselerin alınıp satılması ise, içerden öğrenen yükümlülüğünün ortaya çıkması açısından yeterli sayılmamıştır<sup>279</sup>.

#### *cc. Bilgi Alanlar ve Bilgi Verenler*

Bilgi alan kavramı, daha önce de ifade edildiği gibi şirketin gizli bilgilerine, bilgi veren sayesinde ulaşabilen kişileri tanımlamaktadır. Bu kişileri klasik içerden öğrenenlerden ayıran özellik, bilgi alanların iş deneyimleri ya da düzeylerinin esaslı bilgiyi almaya yetmeyecek olmasıdır<sup>280</sup>. Dirks Davası'nda şirket hakkında bilgi alanların ancak aşağıdaki koşullar sağlanmışsa içerden öğrenenlerin ticareti dolayısıyla sorumlu tutulabilecekleri kararına varılmıştır<sup>281</sup>;

- i. Bilgi veren, şirketle ilgili güven ilişkisini bilgi vermekle ihlal etmiş olmalıdır.
- ii. Bilgi alan, bu güven görevinin ihlalini bilmeli ya da biliyor sayılabilmelidir.

---

<sup>276</sup> Andre, s. 872. Geçici içerden öğrenen (temporary) yerine, örtülü ya da zımni (constructive) içerden öğrenen terimleri de kullanılabilir.

<sup>277</sup> Dirks Davası Karar No: SEC, 463 U.S. 646 1983.

<sup>278</sup> Bainbridge, *Comprehensive Primer*, s. 47

<sup>279</sup> O'Hagan davasında sahip olunan esaslı bilgiye dayanarak, devralınacak şirket hisselerinin alınması geçici içerden öğrenen sayılma için yeterli görülmemiştir.

<sup>280</sup> Anderson, s. 730.

<sup>281</sup> Dirks v. SEC Davası Karar No: 463 U.S. 646 1983.

iii. Bilgi alan, aldığı bilgi sonucunda kişisel çıkar elde etmiş olmalıdır<sup>282</sup>.

Bazı durumlarda verilen bilgi, güven ilişkisinin ihlali sonucunu doğursa bile, bilgiyi alan tarafından kullanıldığında yasa dışı kabul edilmemiştir<sup>283</sup>. Örneğin kamuya açık bir konuşmada kulak misafiri olarak duyulan bilginin kullanılmasıyla elde edilen şahsi gelir, şirket hissedarlarının haklarını ihlal etmediğinden mahkeme tarafından içerden öğrenenlerin ticareti sayılmamıştır<sup>284</sup>.

Davada esaslı bilgiyi tesadüfen öğrenen Switzer, hisselerini aldığı şirketin, içerden öğreneni ya da geçici içerden öğrenen sıfatını taşımamaktadır. Burada araştırılan asıl husus Platt'ın güven ilişkisini ihlal ederek şahsi kazanç elde edip etmediğidir<sup>285</sup>. Kişisel kazanç elde edilmeden hissedarlara karşı herhangi bir yükümlülük ihlali doğmamıştır. Böyle bir ihlal olmadığı için bilgi verene yüklenebilecek bir yükümlülük ortaya çıkmamıştır. Bilginin kamuya açık alanda konuşulması ihtiyatsızlık olarak kabul edilebilirse de mahkeme kararına göre güven yükümlülüğünün ihlali sayılamayacaktır.

Ancak Modern Teori'yle birlikte bilgi alanların ve verenlerin de sorumluluklarının genişlediği izlenmektedir. İçerden öğrenen ya da içerden öğrenen sayılabilecekleri kesin çizgilerle belirleyebilmek olanaklı görülmemektedir. Bu nedenle Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun 10b-5 ve daha sonraki düzenlemelerde belirtilen içerden öğrenen tanımlarına uymayan kişiler de bu kapsam altına alınabilmektedir<sup>286</sup>.

---

<sup>282</sup> Seligman, s. 1115.

<sup>283</sup> Switzer Davası.

<sup>284</sup> Switzer davasında Oklahama Sooners ve Dallas Cowboys futbol takımlarının eski antrenörü olan Barry Switzer yargılanmıştır. Switzer antrenörlüğü bıraktıktan sonra bir televizyon programı yapmaya başlamıştır. Phonix Gaz ve Petrol Şirketi CEO'su olan Platt'ın şirketiye Switzer'in program sponsorudur. Aynı zamanda Platt ve Switzer çocukları aynı takımda olduğu için sıkça karşılaşmaktadır. Bir gün Platt karısıyla maç izlerken şirket hakkında konuşmuşlar ve arka sırada güneşlenmekte olan Switzer bu konuşmaya kulak misafiri olmuştur. Platt, karısına şirketi tasfiye edeceğini ve kendisine iyi teklifler verildiğini açıklamıştır. Bu haberin hafta ortasında açıklanacağını da eklemiştir. Switzer bu haberi öğrendiğinde çok miktarda Phonix hissesi almış ve arkadaşlarına da almalarını tavsiye etmiştir.

<sup>285</sup> Bainbridge, Comprehensive Primer, s. 48.

<sup>286</sup> 10b5-1 ve 10b5-2 maddeleri.



Modern Teori'yle birlikte geliştirilen son uygulamalar içerden öğrenenler ya da dışarıdan öğrenenler arasında bir ayırım yapmamaktadır<sup>287</sup>.

## **B. Türk Hukukunda İçerden Öğrenenlerin Hukuki Sorumluluğunun Dayanağı**

Sermaye Piyasası Kanunu'nda içerden öğrenenlerin zarara uğrattığı gerçek ve tüzel kişilerin zararlarının tazminine ilişkin özel hükümler bulunmamaktadır. Bu yüzden sorumluluğun şartları ve uğranılan zararın tespiti genel hükümler çerçevesinde belirlenmelidir.

Genel hükümlerle anlatılmak istenen, başta Borçlar Kanunu'nun haksız fiil sorumluluğuna ilişkin hükmüdür. İçerden öğrenenin özellikle bağlantılı olduğu şirketin esaslı bilgilerini kullandığı durumlarda, sözleşmeden doğan sorumluluğa ilişkin hükümlerin de uygulanması mümkün olacaktır. Ayrıca içerden öğrenenlere Borçlar Kanunu'nun vekâletsiz iş görmeye ilişkin hükümlerinin uygulanma olasılıkları da tartışılmalıdır.

Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde, içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili olarak; başlıca iki grup zarar gören karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan ilk grubu işlem yaptıkları piyasada eşit bilgiye sahip olmayan yatırımcılar oluşturmaktadır. Diğer grup ise, kendilerine ait henüz kamuya duyurulmamış bilgiler izinleri dışında elde edilerek kullanılmış olan halka açık anonim şirketlerdir.

İçerden öğrenenin hukuki sorumluluğunun kaynağını belirlerken, somut olayın özellikleri önem kazanacaktır. Zarar görenin genel olarak hangi grupta yer aldığına, içeriden öğrenenin zarar görenle ilişkisinin varlığına ve varsa bu ilişkinin hukuki niteliğine ve son olarak zarar görenin uğramış olduğu mali

---

<sup>287</sup> Clayton, s. 191.

kaybın özelliğine bağlı olarak bağlı olarak bir veya birden fazla hukuki yola başvurulması mümkün olacaktır.

## 1. Haksız Fiilden Doğan Sorumluluk

İçeriden öğrenenlerin ticareti hukuk düzenin onaylamadığı, icra edenleri yaptırma tabi tuttuğu fiillerdendir. Bunun gibi, hukuk düzenin hukuka aykırı bularak onaylamadığı diğer fiilleri gerçekleştirenler, fiilleri sonucunda oluşan zararlardan sorumlu tutulmalıdırlar<sup>288</sup>.

Borçlar Kanunu'nun haksız fiilleri düzenleyen 41. maddesinin birinci fıkrasında haksız fiil sorumluluğu, "Gerek kasten, gerek ihmal ve teseyyüp yahut tedbirsizlik ile haksız bir suretle diğer kimseye bir zarar ıka eden şahıs, o zararın tazminine mecburdur." şeklinde düzenlenmiştir. İçeriden öğrenenlerin, gerek yatırımcı ve gerekse şirketin uğradığı zararı bu madde hükmüne göre tazmin etmeleri için, hükümde yer alan koşulların gerçekleşmiş olması gerekli ve yeterlidir. Hemen belirtelim ki, bu koşullar gerçekleştiği takdirde, haksız fiile ilişkin hükümler her tür içeriden öğrenen ticaretinde uygulama alanı bulmaya elverişlidir. Bu bakımdan zarar görenin şirket veya yatırımcı olması veya içeriden öğrenenle zarar gören arasında özel bir hukuki ilişkinin bulunup bulunmaması herhangi bir önem arz etmez.

Borçlar Kanunu'nun 41. maddesinin birinci fıkrasına göre haksız fiilin unsurları davranış, davranışın hukuka aykırılığı, kusur, zarar ve uygun nedensellik bağı olarak sayılmaktadır<sup>289</sup>.

---

<sup>288</sup> Haluk Tandoğan, **Türk Mes'uliyet Hukuku**, Ankara 1961,(Mes'uliyet) s. 3

<sup>289</sup> Esat Arsebük, **Borçlar Hukuku**, Birinci Cilt, İstanbul 1943, s. 568; Kemaleddin Birsen, **Borçlar Hukuku Dersleri, Birinci Kitap Borçların Umumi Hükümleri**, İstanbul 1954, s. 223; Ferit H Saymen ./, Halid K. Elbir **Türk Borçlar Hukuku I, Umumi Hükümler**, İstanbul 1954, s .390; Tandoğan, Mes'uliyet, s. 47;; Şakir Berki, **Borçlar Hukuku Umumi Hükümler**, Ankara 1962, s. 125; Ali Naim İnan, **Borçlar Genel Hukuku Hükümler**, Ankara 1979, s.11;; Feyzi Necmeddin Feyzioğlu, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul 1976, s. 471;; M. Kemal Oğuzman/Turgut Öz., **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 3. Bası, İstanbul 2001, s. 476;S. Sulhi Tekinay / Sermet Akman / Haluk Burcuoğlu/ Atilla Altop, **Borçlar Hukuku**, 7. baskı, İstanbul 199;; Fikret Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 8. Baskı, İstanbul 2003, s.468; Hüseyin Hatemi, **Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku**, § 3 no:8, İstanbul 1994, Safa Reisoğlu,**Borçlar**

### *a. Davranış*

Davranış, haksız fiilin objektif unsurlarındandır<sup>290</sup>. Tazminat yükümlülüğüne yol açan davranışlar; kişilerin bilinçli, insan iradesine dayanan, bir şey yapmaya yönelik olumlu veya yapmamaya yönelik olumsuz davranışlarıdır<sup>291</sup>. Ancak olumsuz davranışların sorumluluk doğurabilmesi, doktrinde<sup>292</sup>, hareketsiz kalmak yerine mümkün olan belirli bir hareketin yapılmasıyla zararın önlenabilir olması koşuluna bağlanmıştır.

İçerden öğrenenlerin ticareti açısından değerlendirildiğinde, davranış unsurunu, esaslı bilginin kullanılması biçimindeki olumlu bir eylemin oluşturduğu söylenebilir. Esaslı bilgi edinilmesi ve bunun kullanılmasıyla başkalarının zarar görmesi söz konusu olmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu açısından bilgiyi kullanan kişinin statüsü önemli değildir. Esaslı bilgiyi, ona ilk ulaşan kişi kullanabileceği gibi, doğrudan ya da dolaylı olarak aktardığı üçüncü bir kişi de kullanabilecektir. Davranış unsurunun gerçekleşmesi bakımından bilginin, bilgiye ulaşan kişilerden herhangi biri tarafından kullanılmış olması yeterlidir.

---

**Hukuku Genel Hükümler**, 16. Bası, İstanbul 2004, s.137; Selim Kaneti, “Haksız Fiil Sorumluluğunda Kusur Kavramının Görevi”, **Sorumluluk Hukukunda Yeni Gelişmeler Sempozyumu**, İstanbul 1980, s.33; Ahmet Kılıçoğlu, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 4. Bası, Ankara 2004, s. 194; Yeşim Atamer, **Haksız Fiilden Doğan Sorumluluğun Sınırlandırılması, Özellikle Uygun Nedensellik Bağı ve Normun Koruma Amacı Kuramları**, İstanbul 1996, s., Damla Gürpınar, **Sözleşme Dışı Yanlış Tavsiyede Bulunma, Öğüt veya Bilgi Vermeden Doğan Hukuki Sorumluluk**, İzmir, 2006, s. 75vd.

<sup>290</sup> Kaneti, s. 33.

<sup>291</sup> Berki, s. 136; Tandoğan, Mes’uliyet, s. 12; Saymen/Elbir, s. 484; İnan, s. 266; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 484; Henri Deschenaux/ Pierre Tercier (Çev. Özdemir, Salim), **Sorumluluk Hukuku**, Ankara 1983, s. 22; Kaneti, s. 35; Oğuzman/Öz, s. 476; Hatemi § 4 no: 15; Eren, s. 468; Kılıçoğlu, s. 210.

<sup>292</sup> Tandoğan, Mes’uliyet, s. 13; Saymen/Elbir, s. 484; Eren, s. 471.

### ***b.Davranışın Hukuka Aykırılığı***

Borçlar Kanunu'nun 41. maddesinin 1. fıkrasında haksız suretle diğer kimseye zarar veren kişinin, bu zararı tazmin etmek zorunda olduğu belirtilmektedir.

Hukuka aykırılık; hukuka uygunluk sebeplerinden biri olmaksızın hukuk düzeninin başkalarına zarar vermeyi yasaklayan ya da zararlı sonucu önlemek amacıyla belli bir davranışta bulunulmasını emreden kurallarına aykırılık olarak tanımlanır. Ancak; Türk Hukuku'nda, hukuka aykırılık unsurunu açıklayan iki farklı teori mevcuttur.

Bunlar; hukuk kurallarını merkeze alan, “Objektif Teori” ve hukuka aykırılığı failden yola çıkarak açıklayan “Sübjektif Teori”dir.<sup>293</sup>.

Sübjektif teori hukuka aykırılığın belirlenmesinde ölçüt olarak zarar verenin davranışlarını esas almakta, onun yapmaya yetkili olduğu davranışlardan hareket etmektedir<sup>294</sup>.

Zarar verenin, bir hakkı olmadan başkasına zarar vermesi, davranışının hukuka aykırı olarak nitelendirilmesine neden olmaktadır<sup>295</sup>. “Olumsuz hukuka aykırılık teorisi” olarak da adlandırılan<sup>296</sup> bu teoriye göre; fail herhangi bir yetkisi ve izni olmadığı halde, başkasına zarar verdiği için sorumlu olmaktadır<sup>297</sup>. Bu teori, açısından “hukuka aykırılık”, “haksızlık” olarak kabul edilmektedir. Hak, kelimesinin anlamından hareket eden teoriye göre, “hak”, hukuk düzenin kişiye tanıdığı yetki olarak kabul edilirse, fail yetki alanı dışına çıkmadığı sürece verdiği zarardan sorumlu olmayacaktır<sup>298</sup>.

---

<sup>293</sup> Eren, s. 545; Atamer, s.24.

<sup>294</sup> Oğuzman/Öz, s. 477; Eren, s. 545.

<sup>295</sup> Oğuzman/Öz s. 477; Eren s. 545; Atamer, s. 25.

<sup>296</sup> Oğuzman/Öz, s. 477; Eren, s. 545.

<sup>297</sup> Eren, s. 545, Atamer, s. 25.

<sup>298</sup> Eren, s. 545.

Türk Hukuku'nda fazla taraftar<sup>299</sup> bulamayan sübjektif teori açısından Borçlar Kanunu'nun 41. maddesinin birinci fıkrasında aranan hukuka aykırılık koşulu, fiilin zararlı sonucundadır; aslında hukuka aykırı olan davranış değil, davranış sonunda gerçekleşen zararın kendisidir. Karine olarak; başkalarına zarar veren her fiil, başlangıçta hukuka aykırıdır. Fail, hukuk düzenin kendisine tanıdığı sınırları aşmadığını, haklı sebebe dayandığını ispatlayarak, davranışın haksızlığını ortadan kaldırabilmektedir<sup>300</sup>.

Bugün Türk doktrininde objektif teori ağırlıklı olarak benimsenmektedir<sup>301</sup>. Objektif teoriye göre, hukuka aykırılığın ortaya çıkması için biri olumsuz iki koşulun gerçekleşmesi gerekir. Hukuka aykırılığın olumlu koşulu; failin davranışlarıyla belirli özellikteki bir davranış normunu ihlal etmesidir. Hukuka aykırılığın olumsuz unsuru ise davranışın hukuka aykırılığını ortadan kaldıran sebeplerden birinin var olmamasıdır. Yani hukuka uygunluk sebeplerinden birinin gerçekleşmemiş olmasıdır.

Bugün İsviçre/Türk Hukuku öğretisinde hukuka aykırılık unsuru bakımından “objektif teori” baskın olarak benimsenmekte ve normun koruma amacı teorisi çerçevesinde, ihlal edilen normun, zarar verenin davranışlarını, ferdin menfaatini, başka bir menfaat (mesela toplum menfaati yanında) korumak amacıyla yasaklamışsa, hukuka aykırılık unsuru mevcut olduğu kabul edilmektedir<sup>302</sup>. Buna göre, ihlal edilen norm, zarar görenin mutlak hakkını veya ekonomik menfaatini korumaya yönelmiş ise Borçlar Kanunu 41. maddesinin 1. fıkrasına göre; davranış hukuka aykırı sayılır. İhlal edilen normun koruma amacıyla, zarar gören hukuki varlık arasında bir bağ bulunmalı somut olayda çığneden hukuki varlık ihlal edilen hukuki varlık arasında hukuk kuralının koruma alanı içinde yer almalıdır.

---

<sup>299</sup> Birsen, s. 235; Berki, s. 127; Gürpınar, s.106.

<sup>300</sup> Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop s. 476, Oğuzman/Öz, s. 471, Eren, s. 545.

<sup>301</sup> Arsebük, s. 569 vd; Eren, s. 545; Safa Reisoğlu, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 16. Bası, İstanbul 2004, s. 129; Tandoğan, Mes'uliyet, s. 18; Feyzioğlu, s. 483; Tunçomağ, s. 273; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 476; Oğuzman/Öz, s. 472, Eren, s. 569.

<sup>302</sup> Eren, s. 581.

Bu yönüyle; Sermaye Piyasası Kanunu'nun içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan 47/A-1 maddesinin kimin, hangi türden hukuki değerlerini koruma amacı güttüğü önem taşımaktadır

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesi kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince piyasanın zamanında bilgilendirilmesi ve sermaye piyasasında güven ve istikrarın sağlanması hedefini gütmektedir. Kanunu Koyucu bu düzenleme ile başta sermaye piyasasında işlem yapan yatırımcıları ve sermaye piyasası araçları borsada işlem gören halka açık anonim şirketleri korumak istemiştir. Bu Sermaye Piyasası Kanun gerekçesinde, kamuya duyurulmamış bilgilere dayanarak sermaye piyasasında işlem yapılmasını engellemek, piyasada güveni sağlamak ve sürdürmek amacıyla bu düzenlemenin yapıldığı belirtilmektedir. O halde 47/A-1 maddesinin koruma amacına, alanına, yatırımcıların ve halka açık anonim şirketlerin ekonomik menfaatleri de dahildir. Öyleyse, sermaye piyasası Kanunu'nun 47/A-1 hükmüne aykırı davranış, Borçlar Kanunu 41/1 maddesi anlamında aynı zamanda, hukuka aykırı davranış sayılacaktır.

### *c. Kusur*

Borçlar Kanunu'nun 41. maddesinin uygulanabilmesi için, failin zarara sebep olan davranışının hukuka aykırı olmasının yanında kusurlu olması da gerekmektedir. Kişinin iç dünyasıyla yakından ilgili<sup>303</sup> bir kavram olan kusur; failin hukuken kınanan düşünce ve ruh hali içinde bulunmasını<sup>304</sup> ifade etmektedir.

Hukuk düzeni, faili harekete yönlendiren iradi ve zihni etkenleri onaylamadığında, onu kusurlu bulmaktadır<sup>305</sup>. Fail, iradesini hukuka uygun

---

<sup>303</sup> Tunçomağ, s. 280.

<sup>304</sup> Tunçomağ, s. 279; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 492;

<sup>305</sup> Tunçomağ, s. 280; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 492.

davranma olanağı olmasına rağmen bu yönde kullanmadığı için kınanmaktadır<sup>306</sup>. Bu nedenle kusur, haksız fiilin sübjektif şartı<sup>307</sup> olarak kabul edilir<sup>308</sup>.

Kusur; kast (dolus) ve ihmal (culpa) olarak iki gruba ayrılmaktadır. Kusurun en ağır şekli olan kast, hukuka aykırı sonucu failin bilerek istemesi ve buna göre hareket etmesi olarak tanımlanmaktadır<sup>309</sup>. Fail, hukuka aykırı sonucu önceden görmekte ve bu sonuç yönünde iradesini kullanmaktadır<sup>310</sup>. Kast, kısaca hukuka aykırı sonuca yönelmiş irade olarak ifade edilmektedir<sup>311</sup>.

Kast, doğrudan ve dolaylı kasıt olmak üzere ikiye ayrılmaktadır<sup>312</sup>. Doğrudan kastta, fail hukuka aykırı sonucu önceden bilmekte ve gerçekten bu sonucu isteyerek hareket etmektedir<sup>313</sup>. Dolaylı kasıtta ise fail hukuka aykırı sonucu önceden görmekte birlikte o sonucu doğrudan doğruya istememekte ancak bu sonucun doğması gibi bir ihtimalin varlığını kabul etmekte ve bu ihtimali göze almaktadır<sup>314</sup>. İhmal ise, hukuka aykırı sonucu istememekle birlikte böyle bir sonucun meydana gelmemesi için şartların gerekli kıldığı özenin gösterilmemesidir<sup>315</sup>.

Günümüzde gerek kastın, gerek ihmalin varlığının tespitinde “objektif” ölçü esas alınmaktadır. Kural olarak “makul bir kişinin ortalama davranışları” kastın veya ihmalin ölçüsü olarak kabul edilmekle birlikte, daha üstün yetenek düzeyine sahip kişilere bu ölçüt uygulanmamaktadır<sup>316</sup>.

---

<sup>306</sup> Kaneti, s. 40.

<sup>307</sup> Saymen/Elbir, s. 392; Feyzioğlu, s. 477; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 492.

<sup>308</sup> İnan, s. 277; Tandoğan, Mes’uliyet, s. 45; Feyzioğlu s. 477; Tunçomağ, s. 280; Eren, s. 529; Kılıçoğlu, s. 217.

<sup>309</sup> İnan, s. 278; Tandoğan, Mes’uliyet, s. 47; Feyzioğlu, s. 478; Tunçomağ, s. 282; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 493; Eren, s. 530 vd; Reisoğlu, s. 145; Oğuzman/Öz, s. 511; Hatemi § 7, no:13; Kılıçoğlu, s. 216.

<sup>310</sup> Feyzioğlu, s. 478; Eren, s. 535.

<sup>311</sup> Saymen/Elbir, s. 393; Eren, s. 535 vd.

<sup>312</sup> Saymen/Elbir, s. 394; İnan, s. 278 Tandoğan, Mes’uliyet, s. 47; Tunçomağ, s. 282; Feyzioğlu, s. 478; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 493; Eren, s. 530 vd ; Reisoğlu, s. 145; Oğuzman/Öz, s. 511; Hatemi, § 7, no:13.

<sup>313</sup> Feyzioğlu, s. 478; Oğuzman/Öz, s. 511; Eren, s. 536.

<sup>314</sup> Feyzioğlu, s. 479; Oğuzman/Öz, s. 511; Eren, s. 536.

<sup>315</sup> Saymen/Elbir, s. 395; Feyzioğlu, s. 479; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 496; Eren, s. 537; Reisoğlu, s. 137-138;

<sup>316</sup> Eren, s. 535.

İçerden öğrenenlerin ticareti sonucunda meydana gelen zararın tazmin edilebilmesi için zarar veren kişinin davranışının kusurlu olması da gerekmektedir. Bütün içerden öğrenenler aynı zamanda makul yatırımcıdır. Bu yüzden içeriden öğrenenin kusurunun bulunup bulunmadığını tespit bakımından, diğer makul yatırımcıların davranışını ölçüt olarak almak gerekmektedir.

İçeriden öğrenenin, bilginin içeriğine göre; sermaye piyasasında kendisi için en uygun pozisyonu alabileceği ve bu şekilde yaptığı işlemlerin seçiminde bilinçli olduğu açıktır. İçeriden öğrenen esaslı bilginin her an kamuya duyurulması endişesini taşıdığından, zararını azaltmak ya da kârını arttırmak için mümkün olan en hızlı şekilde sermaye piyasası aracını satmakta veya almaktadır. Ayrıca içeriden öğrenen, olağan piyasa koşullarında yaptığı işlemlerden kazanç sağlayacağını ya da muhtemel zararını karşı tarafa yansıttığının veya diğer yatırımcıların gelecekteki kazançlarını kendisinin alarak önlediğinin bilincindedir. Kısaca içeriden öğrenen bilerek, yani kasten hareket etmektedir.

İçerden öğrenen sadece işlem yaptığı karşı tarafa (yatırımcı veya şirkete) yüklediği zararın miktarını bilememektedir. Ancak bu durum, içeriden öğrenenin kusurunun ihmal düzeyinde olduğunu söylemeye yetmez. Çünkü gizlice veya rastlantısal olarak edindiği bilgilere dayanarak sermaye piyasası araçlarıyla işlem yapan ve kazanç elde eden ya da gelecekte zarar etmekten kurtulan içeriden öğrenenin, bu işlemleri “ihmal” sonucu yaptığını söylemek gerçekçi olmayacaktır<sup>317</sup>.

İçeriden öğrenenin davranışı doğrudan kast şeklinde ortaya çıkabileceği gibi dolaylı kast şeklinde de görülebilir. Örneğin işten çıkartılan bir yöneticinin kin duygusuyla şirketin sırlarını kullanarak sermaye piyasasında işlemler yapması halinde doğrudan kast söz konusuysen, ilk planda şirketin veya yatırımcıların zarara uğramasını hedeflemeksizin kendi menfaati uğruna işlem yapan ama

---

<sup>317</sup> Carr, s. 1187. Amerikan Hukuku’nda da içerden öğrenenlerin ticaretinden doğan cezaların uygulanabilmesi için kasıt unusuru aranmıştır. 1934 Tarihli Kanun’un 32/a maddesi “...Bu Kanun hükümlerini kasten (*willfully*) işleyen kişiler hakkında...cazai müeyyideler uygulanır...” ifadesini taşımaktadır.



zararlı sonucu da göze alan içeriden öğrenenin ise dolaylı kastı mevcuttur. Fakat kastın her iki türünde de sorumluluğun kapsamı aynıdır.

#### *d. Zarar*

Haksız fiil sorumluluğunun ortaya çıkabilmesi için hukuka aykırı fiil sonucunda bir zararın gerçekleşmiş olması gereklidir. Doktrinde, zarar kavramının, “dar anlamda zarar” ve “geniş anlamda zarar” olmak üzere iki anlamı bulunmaktadır. Dar anlamda zarar, “malvarlığı zararı” ya da “maddi zarar” olarak da adlandırılmaktadır. Maddi zarar (malvarlığı zararı); kişinin malvarlığında iradesi dışında meydana gelen azalma (eksilme) olarak tanımlanmaktadır<sup>318</sup>. Geniş anlamda zarar ise, kişinin malvarlığında meydana gelen zararlarla birlikte şahıs varlığında gerçekleşen zararı da içerir<sup>319</sup>.

Maddi zarar, malvarlığının aktifinin azalması ya da pasifinin çoğalması şeklinde görülebilmektedir. Maddi zarar, ayrıca fiili zarar veya yoksun kalınan kâr biçiminde karşımıza çıkabilir. Kişinin iradesi dışında, malvarlığının mevcut durumunda gerçekleşen fiili azalmaya “fiili zarar” denilmektedir<sup>320</sup>. Fiili zarar ile ifade edilmek istenen, zarar verici olay sonucunda malvarlığının net değerinin azalmasıdır<sup>321</sup>. Yoksun kalınan kazanç (lucrum cessans) ise, aktif artışının engellenmesi dolayısıyla uğranılan zarardır<sup>322</sup>. Yoksun kalınan kazanç; zarar verici fiil ve olgular nedeniyle hayatın normal akışına ve genel hayat tecrübelerine göre, malvarlığında meydana gelebilecek artışların kısmen veya

---

<sup>318</sup> Birsen, s. 231; Saymen/Elbir, s. 457; Tandoğan, Mes’uliyet, s. 63; Tunçomağ, s. 286; Feyzioğlu, s. 473; İnan, s.286; Oğuzman/Öz, s. 497; Deschenaux/ Tercier s. 19; Eren, s. 477; Atamer, s. 32; Kılıçoğlu, s.208.

<sup>319</sup> Saymen/Elbir, s. 456 vd; Tandoğan, Mes’uliyet, s. 63; İnan, s. 286; Kaneti, s. 41; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 547; Eren, s. 472; Oğuzman/Öz, s. 498; Kılıçoğlu, s. 208-209.

<sup>320</sup> Tunçomağ, s. 286; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 559; Oğuzman/Öz, s. 499; Eren, s. 477.

<sup>321</sup> Eren, s. 477.

<sup>322</sup> Saymen/Elbir, s. 457; Tandoğan, Mes’uliyet, s. 64- 65; s. 2 Tunçomağ 86; Feyzioğlu, s. 473; İnan, s. 287; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 599 vd.; Oğuzman/Öz, s. 499; Deschenaux/ Tercier, s. 21; Eren, s. 477; Kılıçoğlu, s. 212.

tamamen önlenmesi şeklinde ortaya çıktığından, aslında soyut bir kazancı ifade etmektedir<sup>323</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticareti sonucunda şirket veya yatırımcının zarara uğraması zorunludur. Bu zarar, genel olarak dar anlamda zarardır. Özellikle zarar görenin yatırımcı olması halinde zararın türü malvarlığı zararıdır. Zarar görenin bilgileri izni dışında kullanılan halka açık anonim şirket olması halinde ise, geniş anlamda zararın oluşması da mümkündür.

Yatırımcıların malvarlıklarında azalmanın ya da olması gerekenden daha az artışın nedeni, bilgilendirilmemiş yatırımcıların ellerindeki sermaye piyasası araçlarını ya değerlerinin yükselmesini beklemeden satmaları ya da değerleri yüksekken satın almalarıdır. Örneğin X şirketinin çalışanı A, şirketin yeni bir üretim modeli geliştirdiğini öğrenince, bilgi kamuya duyurulmadan, Y aracı kurum vasıtası ile B, C ve D' nin X şirketine ait sermaye piyasası araçlarını 8.8.2007'de borsa rayıcı olan 10 YTL üzerinden almıştır. Bilginin 9.8.2007'de duyurulmasından sonra sermaye piyasası araçları borsada değer kazanarak 15 YTL olmuştur. B, C ve D sattıkları sermaye piyasası araçlarından birim başına 5 YTL kayba uğramışlardır. A ise birim başına 5 YTL. haksız çıkar elde etmiştir. Bu örnekte yatırımcının zararı yoksun kalınan kâr niteliğindedir. X Şirketinin çalışanı olan A'nın öğrendiği bilgi, şirketin bu yıl kâr payı dağıtmayacağı hakkında olsa, bu bilginin şirkete ait hisselerin değerini düşüreceği açıktır. Bu bilgiler henüz kamuya açıklanmadan önce, şirketin hisseleri 15 YTL. değerinde olsa, sonra bu değer 10 YTL'ye düşse, elindeki hisseleri bilgiler kamuya açıklanmadan önce 15 YTL'den B'ye satan A, hisse başına 5 YTL kazanırken, B'nin 5 YTL'lik fiili zararı söz konusu olur.

Zarar görenin halka açık anonim şirket olması halinde ise; esaslı bilginin içeriğine bağlı olarak şirket mali kayıplarla birlikte ticari itibar kaybına da uğrayabilecektir. Bu durumda geniş anlamda zarar söz konusu olmaktadır. Örneğin, şirketin ekonomik durumunun kötü olduğuna dair bir bilgi

---

<sup>323</sup> Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Alttop, s. 561; Oğuzman/Öz, s. 499; Eren, s. 478; Kılıçoğlu, s. 212.

kullanıldığında şirket sadece mali kayba uğramakla kalmaz, ticari itibarı da sarsılır. Çünkü bu durumda kişiler, ellerindeki senetleri ileride değer kaybedeceği endişesiyle bir an evvel satmak isteyeceklerdir. Piyasada bir şirketin sermaye piyasası araçlarının bu şekilde büyük ölçüde satılmaya başlaması da bu araçların değerini düşürecektir. Yeni yatırımcılar da bu şirketin sermaye piyasası araçlarına itibar etmeyecektir.

#### ***e. Uygun Nedensellik Bağı***

Zarar verenin tazmin yükümlülüğünün doğmasının diğer koşulu, hukuka aykırı davranış ile ortaya çıkan zarar arasında bir bağlantının kurulması; ortaya çıkan zararın o davranış sonucu olarak meydana gelmesidir. Sorumluluğu doğuran olayla veya davranışla zarar arasında kurulan bu sebep-sonuç ilişkisi, “nedensellik bağı” olarak tanımlanmaktadır<sup>324</sup>.

Nedensellik bağının varlığını belirleme bakımından günümüz Türk Hukuku’nda hâkim olan teori, uygun nedensellik bağı teorisidir<sup>325</sup>. Hayatın olağan akışı ve hayat tecrübelerine göre, zarar verenin davranışının, ortaya çıkan zararlı sonucun meydana gelmesi olasılığını arttırması halinde, somut olayda uygun nedensellik bağının varlığı kabul edilmektedir. Uygun nedensellik bağı teorisiyle, sorumluluğun sebep yönünden sınırlandırılması amaçlanmaktadır. Somut olayda gerçekleşen zararı hayatın normal akışına ve hayat tecrübelerine göre, objektif olarak arttırmış bulunan zorunlu şartla söz konusu sonuç arasındaki bağ, “uygun nedensellik bağı” olarak tanımlanmaktadır.

Haksız fiillerde davranış ile zararlı sonuç arasındaki nedensellik bağını ispatlaması gereken, zarar görendir<sup>326</sup>. Zarar gören, olayda failin davranışı ile

---

<sup>324</sup> Feyzioğlu, s. 504; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altóp, s. 567; Oğuzman/Öz, s. 496; Eren, s. 487; Kılıçoğlu, s. 194.

<sup>325</sup> Saymen/Elbir, s. 483–484; Tandoğan, Mes’uliyet, s. 76; Tunçomağ, s. 450; Feyzioğlu, s. 506; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altóp, s. 573; Eren, 592; Oğuzman/Öz, s. 501; Atamer, s. 42; Kılıçoğlu, s. 194.

<sup>325</sup> Tandoğan, Mes’uliyet, 1961, s. 12; Eren, s. 498; Kılıçoğlu, s. 194.

<sup>326</sup> Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altóp, s. 580.

zarar arasında nedensellik bağı'nın kurulduğunu ispatlamakla yetinir. Davranışla zarar arasındaki uygunluk ilişkisi ise hâkim tarafından takdir edilmektedir<sup>327</sup>. Doktrinde uygunluk ilişkisini araştırma zamanının, hüküm verildiği zaman olduğu ileri sürülmektedir<sup>328</sup>. Delillerin seçimi, ispatın derecesi açısından medeni usul hukukunun kuralları uygulanmaktadır. Uygun nedensellik bağı, ilk görünüş ispatı (prima facie) dâhil olmak üzere her türlü delille ispat edilebilmektedir.

Nedensellik bağı açısından, üzerinde dikkatle durulması gereken noktalardan biri de, zarar ile davranış arasındaki nedensellik bağı'nın kesilmemiş olmasının gerektiğidir. Nedensellik bağı'nı kesen sebepler; mücbir sebep, zarar görenin kusuru, üçüncü kişinin kusuru olarak sayılmaktadır<sup>329</sup>.

Borçlar Kanunu'nun 41. maddesi gereğince içerden öğrenenin yaptığı işlemlerden sorumlu tutulabilmesi için zarar ile yapılan işlemler arasında neden-sonuç ilişkisi kurulabilmelidir. Yatırımcının veya şirketlerin ortaya çıkan zararlarında, esaslı bilginin kullanılmasının etkisi açık olarak görülebilmeli, ortaya çıkan zarara bilginin kullanılmasının sebep olduğu haksız fiil sorumluluğu açısından saptanabilmelidir. İçerden öğrenenin ticaretinde, esaslı bilginin kullanılması ile yapılan işlemlerin, bilginin kamuya açıklanmasından sonra yapılan işlemlerle karşılaştırılması sonucu, eğer işleme konu sermaye piyasası araçlarının değerleri arasında bariz bir farklılık görülüyorsa, zararlar içerden öğrenenin eylemi arasında uygun nedensellik bağı'nın da varlığı kabul edilmelidir.

Şirketlerin veya yatırımcıların birden fazla içerden öğrenenin işlemleri sonucunda zarara uğramaları halinde her bir içerden öğrenen ve işlemleri ispatlanmalıdır. Örneğin, esaslı bilgilerin internette toplu e-posta yoluyla paylaşılması halinde bilgiler çok sayıda kişiye yayılabilecektir. Zarar görenin diğer koşullarla birlikte, bu kişilerden her biri için de nedensellik bağı'nı ayrı ayrı ispatlaması gerekmektedir. Bu durumda aynı zarar görene karşı her bir içerden

---

<sup>327</sup> Tunçomağ, s. 290; Feyzioğlu, s. 510; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 580; Eren, s. 500.

<sup>328</sup> Eren, s. 500.

<sup>329</sup> Eren, s. 517; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s.568; Kılıçoğlu, s. 217.

öğrenenin (e-posta alıcısının) ayrı ayrı sorumluluğu vardır. Her bir e-posta alıcısıyla toplu e-postayı gönderen kişinin eylemi arasında da ortak illiyet bağı vardır. Dolayısıyla bu kişilerin sorumluluğu müteselsildir.

İçerden öğrenenlerin sorumluluğu alanında, uygun nedensellik bağı kesen sebepler sermaye piyasasının tümünü etkileyebilecek ekonomik kriz, savaş gibi olaylar ya da alınan ağır ekonomik tedbirler olarak sayılabilir. Sermaye piyasası araçlarının değerlerini genel olarak olumsuz etkileyen bu gelişmeler tıpkı içerden öğrenenlerin ticaretinde olduğu gibi yatırımcıların ve şirketlerin mali kayıplara uğramalarına neden olabilmektedir. Somut olayda zarar verenin davranışının ortaya çıkan zarar üzerindeki etkisi, dış etkenlere bağlı olarak önemini tamamen yitirebilmekte, bu durumda nedensellik bağı kesilebilmektedir.

## **2.Vekâletsiz İş Görmeden Doğan Sorumluluk**

İçerden öğrenenin ticaretinden doğan hukuki sorumluluğu belirlemeye çalışırken, Borçlar Kanunu'muz bakımından borcun kaynakları arasında yer alan vekâletsiz iş görme hükümlerini de değerlendirmekte yarar vardır.

Vekâletsiz iş görme, Borçlar Kanunu'nun 410–415. maddeleri arasında düzenlenmiştir. Borçlar Kanunu'nun 410. maddesine göre; “vekâleti olmaksızın başkası hesabına tasarrufta bulunan kimse o işi sahibinin menfaatine ve tahmin olunan maksadına göre yapmaya mecburdur.” Bu genel düzenleme iş görenin hesabına hareket ettiği kişinin menfaatine hareket etmesi gerektiği esasını benimsemiştir. Ancak iş görenin her zaman işini gördüğü kişinin menfaatine hareket etmeyeceği olasılığından hareket eden doktrin vekâletsiz iş görmeyi ikili bir ayrıma tabi tutmaktadır. Buna göre, iş görenin iş sahibi yararına hareket etmesi durumunda gerçek vekâletsiz iş görme; iş görenin kendi yararına hareket etmesi durumunda ise gerçek olmayan vekâletsiz iş görmeden söz edilmektedir<sup>330</sup>.

---

<sup>330</sup> Hüseyin Avni Göktürk, **Borçlar Hukuku, İkinci Kısım:Aktin Muhtelif Nevileri**, Ankara 1951, s. 523,526; Necip Bilge, **Borçlar Hukuku Özel Borç Münasebetleri**, Ankara 1971, s, 330; Haluk Tandoğan, **Borçlar Hukuku (Özel Borç İlişkileri)**, 8.Bası Ankara 1987, ( Borç İlişkileri),s. 676-677; Cevdet Yavuz,**Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, İstanbul 2002,

İçerden öğrenenler sermaye piyasasında işlem yaparken halka açık şirketlerin esaslı bilgilerini izinsiz olarak kullanması sonucu menfaat elde etmektedirler. İçerden öğrenenlerin işlemleri gerçek olmayan vekâletsiz iş görme hallerine uymaktadır. İçerden öğrenenler yatırımcılarla, işlem yaptıklarında esaslı bilgileri gizlemeleri sebebiyle onları zarara uğramaktadırlar. Bu durumda ise yatırımcının vekâletsiz iş görme hükümleri çerçevesinde içerden öğrenene başvurması mümkün görülmemektedir

### *a. Vekâletsiz İş Görmenin Unsurları*

Vekâletsiz iş görmenin unsurları gerek gerçek vekâletsiz iş görme gerekse gerçek olmayan vekâletsiz iş görme bakımından<sup>331</sup>; iş görme, işin başkasına ait olması, iş görenin vekâletinin olmaması, iş görenin iş görme iradesinin bulunması olarak sayılabilir<sup>332</sup>. Aşağıda bu unsurlara kısaca değindikten sonra, içerden öğrenen ticaretine uyarlamaya çalışacağız.

#### *aa. İş Görme*

Vekâletsiz iş görmenin konusunu oluşturan unsur, iş görme unsurudur. İş görme, sadece hukuki işlemleri değil maddi fiil ve hareketleri de kapsamaktadır. Haksız filer, iş görme olarak nitelendirilmemekle birlikte, iş görmenin hukuki işlem veya hukuka uygun bir fiil olması da zorunlu değildir<sup>333</sup>.

Vekâletsiz iş görmenin, içerden öğrenenlerin ticareti açısından iş görme unsurunu, şirkete ait esaslı bilgilerin onun haberi olmadan kullanılmış olması oluşturmaktadır. Esaslı bilgi, alındığı halka açık anonim şirket açısından, kamuya

---

s.728; Necip Kocayusufpaşaoğlu, **Borçlar Hukuku Dersleri**, 2. bası İstanbul 1985, s.91; Aydın Zevkliler/ Murat Aydoğdu / Hasan Petek, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, 6.Bası Ankara 1998, s. 382.

<sup>331</sup> Yavuz, s.737.

<sup>332</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri ,s.678 vd; Yavuz , s.729;

<sup>333</sup> Haluk Tandoğan, **Mukayeseli Hukuk ve Hususiyle Türk İsviçre Hukuku Bakımından Vekaletsiz İş Görme**, İstanbul 1957, (Vekaletsiz İş Görme), s. 91; Bilge, s. 326; H.Gökçe Özdemir, **Roma ve Türk Hukuklarında Vekaletsiz İş Görme**, Ankara 2001,s.95-96; Zevkliler /Aydoğdu/Petek, s. 371.

duyurulana kadar ticari sırlar arasındadır. Sahip olduğu diğer fikri haklar gibi, bu bilgileri kullanım hakkı da şirkete aittir. İçerden öğrenenin esaslı bilgilere şirketten izinsiz ulaşarak, sermaye piyasasında bu bilgilere dayalı işlem yapması iş görme unsurunu oluşturmaktadır.

***bb. İşin Başkasına Ait Olması***

Görülen işin başkasına ait olması koşulu ile ifade edilmek istenen işlemlerin başka bir kişinin hukuk alanında sonuç doğurmasıdır<sup>334</sup>. Bu koşul objektif ve sübjektif ölçütlere göre belirlenmektedir<sup>335</sup>. Objektif ölçüt, başkasına ait hakların kullanılması, korunması onun borç ve yükümlülüklerinin yerine getirilmesidir<sup>336</sup>. Sübjektif ölçüt ise başkasının yaptığı işlemlerin iş sahibinin hukuk alanında doğrudan doğruya veya dolaylı olarak etki - yani iş sahibini temsil iradesi - yaratmasıdır<sup>337</sup>.

İçerden öğrenenin, halka açık şirkete ait esaslı bilgileri kamuya duyurulmadan önce izinsiz olarak edinmesi ve sermaye piyasasında kullanması sebebiyle, şirketin hukuk alanına müdahale oluşturmaktadır. Bu şekilde geçici bir süre de olsa şirketin ticari sırrı olarak sayabileceğimiz esaslı bilgileri içerden öğrenenin kullanması ve menfaat elde etmesi söz konusudur. Bu bilgiler şirkete ait olduğuna göre, bu bilgiyi açıklayıp açıklamamak, bu bilginin getireceği menfaatleri elde edip etmemek sadece şirketin işi olarak değerlendirilebilir. İçerden öğrenen tarafından alınıp kullanıldığında ve sır niteliğini kaybettiğinde, şirketin hukuk alanı ihlâl edilmiş olmaktadır.

***cc. İş Göreninin Vekâletinin Olmaması***

İş görenin, iş sahibine karşı iç ilişkide işi yapma konusunda yetki veren bir hukuki durumda bulunmaması gereklidir. İş gören gerçekte mevcut olmayan,

---

<sup>334</sup> Bilge, s. 326.

<sup>335</sup> Özdemir, s. 97; Yavuz, s. 729;

<sup>336</sup> Tandoğan, Vekaletsiz İş Görme, 97 vd.

<sup>337</sup> Tandoğan, Vekaletsiz İş Görme, 122 vd Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 678-679; Yavuz, s. 730.

geçersiz olan bir hukuki işleme dayanır veya yetkisinin dayandığı hukuki ilişkinin sınırlarını aşarsa yine vekâletsiz iş görme sayılır<sup>338</sup>.

Esaslı bilgiler sermaye piyasası araçları ile işlem yapılan şirkete ait olduğundan malvarlığının bir parçası olarak koruma altındadır. Bu bilgileri, kamuya açıklanana kadar diğer fikri ve sınaî haklarla benzer kabul edecek olursak, içerden öğrenenin bu bilgileri kullanması ancak şirketin izin vermesi halinde mümkün olur. Oysa içerden öğrenen esaslı bilgilere şirketten veya başka bir kaynaktan ulaşmış ve herhangi bir izin almadan kullanmıştır. İçerden öğrenen, şirketin vekili değildir. İçerden öğrenen şirketin vekili sıfatını taşıyan bir kişi de olabilir, ama bu durumda dahi söz konusu bilgiyi kullanmakla yetkilendirilmiş olmadığı için bu konuda vekâletinin olmadığı kabul edilir.

#### *dd. İş Görenin İş Görme İradesinin Bulunması*

İş görenin, iş görme iradesine sahip olması yeterlidir, ayrıca başkasının menfaatine hareket etme iradesi veya işin başkasına ait olduğunu bilerek hareket etmesi zorunlu değildir<sup>339</sup>. Gerçek olmayan vekâletsiz iş görmeye ise iş gören, iş sahibinin menfaatine veya onun tahmin edilen iradesine göre iş görmemektedir<sup>340</sup>.

İçerden öğrenen, esaslı bilgiyi kullanırken bilginin sahibi olan şirketin iradesine ve menfaatine göre değil, kendi iradesine ve menfaatine göre hareket etmektedir. Bu yüzden içerden öğrenenin ticareti, kanaatimizce, olsa olsa gerçek olmayan vekâletsiz iş görme olarak nitelendirilebilir.

Şöyle ki, içerden öğrenen, şirkete ait esaslı bilgiyi şirketin izni dışında kullanmakla, onun sırlarını kullanmış, dolayısıyla kişilik haklarını ihlâl etmiş olmaktadır. Bu eylemden şirketin bir zararı doğmuşsa, bu zararın haksız fiil hükümleri çerçevesinde tazmin edilebileceğine yukarıda değinmiştik; ancak bu

---

<sup>338</sup> Tandoğan, Vekaletsiz İş Görme, 132 vd; Bilge, s.3326-327; Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 678; Yavuz,730.

<sup>339</sup> Tandoğan, Vekaletsiz İş Görme, 157 vd ;Tandoğan, Borç İlişkileri,s. 680-681; Yavuz,730.

<sup>340</sup> Yavuz,s.737.



eylem neticesinde içerden öğrenenin elde ettiği menfaat şirketin zararından daha büyük olabilir. Bu durumda içerden öğrenenin sorumluluğunu haksız fiil hükümleriyle sınırlı tutmak, yeterince caydırıcı bir yaptırım sağlamayacaktır. O halde, içerden öğrenenin elde etmiş olduğu tüm haksız menfaati iade etmesinin sağlanması gerekir. Bu amaca ulaşmak için ise, Medeni Kanun'unuzun 25. maddesinin üçüncü fıkrası hükmünden yararlanmak mümkün olabilir. Çünkü bu hükme göre, kişilik hakkı saldırıya uğrayan davacı, saldırı dolayısıyla elde edilmiş olan kazancın vekâletsiz iş görme hükümlerine göre kendisine verilmesini isteyebilir. Bu hükmün, şirketin hiç zarar görmediği durumlarda dahi, elde edilen haksız menfaatin şirkete iadesini sağlamak bakımından etkili olması mümkündür.

İçerden öğrenenin vakıf olduğu esaslı bilgiyi saklayarak işlem yaptığı yatırımcıların zararı bakımındansa, vekâletsiz iş görme hükümlerinin hiçbir uygulama alanı bulunmadığı kanaatindeyiz. Çünkü yatırımcıyla içerden öğrenenin arasındaki ilişki, çoğu zaman sermaye piyasası aracı satımına dayalı bir hukuki ilişkidir. Bu ilişkide içerden öğrenenin yatırımcı menfaatine iş görmesi söz konusu olmayacağından gerçek vekâletsiz iş görme gündeme gelmez. İçerden öğrenenin kendi menfaatine iş yapması ihtimalinde akla gelen gerçek olmayan vekâletsiz iş görmeden söz etmek de, yapılan işin yatırımcının hukuki alanını değil, şirketin hukuki alanını ilgilendiriyor olması nedeniyle mümkün değildir. Çünkü bilginin kullanımı şirketin hukuki alanına müdahaledir. Bu noktada zaten hukuki niteliği tartışmalı olan gerçek olmayan vekâletsiz iş görme hükümlerini zorlamanın zaten hiçbir gereği de yoktur. Çünkü yatırımcı hileye maruz kalan kişi olarak zararını ister sözleşme, ister haksız fiil hükümlerine göre tazmin ettirebilmektedir.

Aracı kurumun bir şekilde esaslı bilgiye vakıf olup bunu yatırımcıya aksettirmesi ve bu sayede yatırımcının şirket aleyhine menfaat elde etmesi ihtimalinde ise, şirketin yine Medeni Kanun'un 25. maddesi dolayısıyla gerçek olmayan vekâletsiz iş görme hükümlerinden yararlanması mümkün olacaktır.

## ***b. Vekâletsiz İş Görmenin Sonuçları***

İçerden öğrenenin ticareti bakımından gerçek vekâletsiz iş görmenin söz konusu olamayacağını tespit etmiş bulunuyoruz. O halde, burada gerçek olmayan vekâletsiz iş görmenin sonuçlarını ortaya koymamız gerekiyor. Gerçek olmayan vekâletsiz iş görmede, iş sahibinin kendi menfaatine hareket etmesi nedeniyle iş sahibinin ve iş görenin hukuki durumu Borçlar Kanunu'nda ayrıca düzenlenmiştir.

Borçlar Kanunu 414. maddesinin birinci cümlesine göre; “kendi menfaati için yapılmamış olsa bile iş yapılan işten ortaya çıkan faydaları temellük etmek hakkına haizdir”. Bu hükümden de anlaşılacağı gibi, haksız fiile dayanan talepler zararlar, sebepsiz zenginleşmeye dayanan talepler fakirleşme ile sınırlı iken, gerçek olmayan vekâletsiz iş görmede, iş sahibi elde edilen menfaatin tamamını talep edebilmektedir<sup>341</sup>. Bu nedenle iş sahibinin kendi imkânları ile ulaşması mümkün olmayan menfaatlere iş görenin ulaşması halinde, bunların talep edilebilmesi dahi mümkün olacaktır. İş gören elde ettiği kazancı elden çıkarması durumunda bile kazancı devretme yükümlülüğü kalkmamaktadır. İş yapan kişinin elinde kalan miktarla da sınırlandırılmamaktadır<sup>342</sup>.

Gerçek olmayan vekâletsiz iş görmeden doğan alacaklar için doktrinde Borçlar Kanunu 60 maddesi<sup>343</sup> veya Borçlar Kanunu 66.maddesinin<sup>344</sup> kıyasen uygulanması sonucu bir yıllık zamanaşımı uygulanması gerektiği kabul edilmektedir. Bazı yazarlar on yıllık zamanaşımı süresinin uygulanması gerektiğini ileri sürmektedir<sup>345</sup>.

Gerçek olmayan vekâletsiz iş görme hallerinde, bilerek ya da bilmeyerek başkasının işini yapanların elde ettikleri menfaatlerin iade kapsamı haksız fiillerden doğan taleplerden farklıdır<sup>346</sup>.

---

<sup>341</sup> Yavuz, s. 736

<sup>342</sup> Yavuz, s. 736.

<sup>343</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s.683; Yavuz, s.737.

<sup>344</sup> Yavuz, s.737.

<sup>345</sup> Yavuz, s.737.

<sup>346</sup> Yavuz, s. 736

### 3. Sözleşmeden Doğan Sorumluluk

Halka açık anonim şirketlerin zarar gördüğü içerden öğrenenlerin ticareti işlemlerinin, genellikle şirketle temas halinde olan içerden öğrenenler tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir. Şirketle temas halinde olan içerden öğrenenlerin arasında şirketin yöneticileri, çalışanları ile meslek ve görevleri gereği şirketle bağlantı kuran kişiler bulunmaktadır.

Bu kişilerle bilgiyi edindikleri şirket arasında genellikle önceden kurulmuş bir hukuki ilişki bulunmaktadır. Özellikle, içerden öğrenenin yönetim kurulu üyesi, şirket çalışanı veya aracı kurum olması halinde, şirketle aralarındaki hukuki ilişki; vekâlet, hizmet veya komisyon sözleşmesi olmaktadır. Bu sözleşmeler gereğince, içerden öğrenenin şirkete karşı başta özen ve sadakat olmak üzere çeşitli borçları bulunmaktadır.

İçerden öğrenenin, bu hukuki ilişkinin sağladığı statüyü ve imkânları bilgiye ulaşmada kullanması, zarar gören şirketle aralarındaki sözleşmeye (özellikle özen ve sadakat borcuna) aykırılık oluşturabilmektedir. Bu durumda şirket zararını, içerden öğrenenle aralarındaki sözleşmeye aykırılığa ilişkin hükümler çerçevesinde talep edebilecektir. Bu durumda zararın haksız fiil hükümlerine göre de tazmini mümkün olduğuna göre, iki sorumluluk türünün yarışması söz konusu olur. Böyle bir yarışmada, şirketin hangi sorumluluk hükümlerine dayanacağı sorusu ortaya atılabilir.

Zarar gören şirket açısından hangi sorumluluk tipinin daha uygun olacağı hususunda belirleyici kriterlerden biri kusurdur. Şirketin, tazminat taleplerinde haksız fiil sorumluluğuna dayanması halinde, zarardan sorumlu olan içerden öğrenenin kusurunu kanıtlamakla yükümlüdür. Oysa şirketin tazminat taleplerini sözleşmeye aykırılığa dayandırması halinde ispat yükü tersine çevrilmiştir. Zarar gören şirket, içerden öğrenenin kusurunu ispat yükü altında değildir. Aksine bu sorumluluktan kurtulmak isteyen içerden öğrenen, kendi kusursuzluğunu ispat etmek zorundadır.

Zarar gören şirket açısından üzerinde durulması gereken diğer husus zamanaşımı süresidir. Sözleşmeden doğan alacaklarda tazminat davasının zamanaşımı süresi Borçlar Kanunu'nun 125. maddesine göre; borcun muaccel olduğu tarihten itibaren on yıldır. Haksız fiillerde tazminat davasının zamanaşımı ise, Borçlar Kanunu'nun 60. maddesine göre; zarar görenin zararı ve faili öğrendiği tarihten itibaren bir senedir. Suç oluşturan haksız fiilden doğan tazminat davasında ise, aynı fiil için ceza zamanaşımı haksız fiil zamanaşımından daha uzun ise ceza zamanaşımı uygulanacaktır. İçerden öğrenenlerin işlemleri aynı zamanda suç sayıldığı için, içerden öğrenene yönelik haksız fiil taleplerinde ceza zamanaşımı uygulanacaktır. Ceza Kanunu'muzun 66. maddesine göre de bu süre suçun işlendiği tarihten itibaren sekiz yıldır.

İspat yükü ve zamanaşımına ilişkin bu farklılıklar, sözleşme ve haksız fiil sorumluluğunun yarıştığı bu gibi içerden öğrenen işlemleri bakımından zarar gören şirketin sözleşme sorumluluğuna başvurmasını daha isabetli göstermektedir<sup>347</sup>.

### ***a. Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu***

Sermaye piyasasının kurumsallaşmış yapısı içerisinde yatırımcılar, sermaye piyasası araçlarını satın alarak, fon talep eden şirketlerle bir alacaklılık veya ortaklık ilişkisine girmektedirler. Genellikle doğrudan doğruya kurulmayan bu ilişki, aracı kurumlarla gerçekleşmektedir. Bu nedenle aracı kurumlar birinci el piyasalarda ihraççı ile yatırımcı arasında, ikinci el piyasada da alıcıyla satıcı arasında bağ kuran etkin bir unsur haline gelmektedir. Aracılık faaliyeti dışında portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde de bulunmaları nedeniyle aracı kurumlar, sermaye piyasasının en aktif kuruluşları haline gelmiştir.

---

<sup>347</sup> Haksız fiil ve sözleşme sorumluluğu arasında yardımcı kişilerin eylemlerinden sorumluluk bakımından da bir fark bulunmakla beraber, bu husus içerden öğrenenin ticareti bakımından önem taşımamaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticareti konusunda sınırlı sayıda mahkûmiyet kararı bulunmasına rağmen; bu konuda açılan davalarda davalı sıfatını sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumlarla bağlantılı kişilerin taşıdığı görülmektedir. Bu kuruluşlarda çalışanların sermaye piyasası aracı ihraç eden ortaklıklarla yakın ilişki içinde olmaları ve onların gizli bilgilerine, sıradan yatırımcılara oranla daha önce ulaşabilmeleri nedeniyle içerden öğrenenlerin ticaretine uygun ortam sağlanmaktadır. Bu kişiler, sermaye piyasasındaki konumları gereğince ulaştıkları esaslı bilgileri, çeşitli şekillerde yayabilmekte ve/veya kullanılabilmektedir.

#### *aa. Aracı Kurumlar ve Aracılık Sözleşmeleri*

Sermaye piyasası kurumları arasında yer alan aracı kurumların sermaye piyasasındaki özel önemleri ve gerçekleştirilen işlemlerdeki ağırlıklı payları nedeniyle içerden öğrenenlerin ticareti konusu ele alınırken ayrıca incelenmeleri yerinde olacaktır. Bu anlamda aracı kurumların içerden öğrenenlerin ticaretinden kaynaklanan sorumluluklarının aynı şekilde diğer sermaye piyasası kurumları açısından da geçerli olacağı değerlendirilmekte, diğer kurumlar ayrıntılı olarak irdelenmemektedir.

#### *aaa. Aracı Kurumlar*

Yatırımcılar güvenli ve kârlı bir sermaye piyasası aracına yatırım yapmak isterler. Ancak yatırım konusu uzmanlık gerektirmektedir. Sermaye piyasası; risk, verimlilik, ortaklıklar gibi çeşitli konularda bilgi ve uzmanlık istediğinden, yatırımcılar aracı kurumlara yönelmektedir<sup>348</sup>. Aracı kurumlardan elde edilen bilgiler, sermaye piyasası hareketlerini çoğu kez yönlendirmekte ve elde edilen bu bilgiler doğrultusunda işlemler gerçekleştirilmektedir. Sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ortaklıklarsa ihraç edilen araçların pazarlama sürecini uzman bir kuruma devretmek ve bu süreci kısaltmak amaçlarıyla aracı kurumlarla

---

<sup>348</sup> Tekinalp, Sermaye Piyasası, s. 78.

birlikte çalışmaktadır<sup>349</sup>. Bu nedenle kanaatimizce aracı kurumlar ve çalışanları da içerden öğrenenlerin ticaretinin süjesi olabilecek konumda kabul edilmelidir.

Aracı kurum ya da çalışanlarının içerden öğrenen sıfatı ile yaptıkları işlemlerden doğan hukuki sorumluluğun belirlenmesinde üzerinde durulması gereken ilk konu, aracı kurumun ne olduğu ve çalışanlarının hukuki durumudur. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesi<sup>350</sup> aracı kuruluşların, aracı kurumlar ile bankaları ifade ettiğini belirtmiş, ancak bu madde aracı kuruluşları ve aracı kurumları tanımlamamıştır.

Sermaye piyasası mevzuatına göre “aracı kurum”, bankalar ve bu bankaların dışında kalan kişi ve kurumların kurduğu aracı kuruluşlardan oluşmaktadır<sup>351</sup>. Aynı Kanun'un 50. maddesine göre; sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bu bankalar, ilgili faaliyetleri nedeniyle Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi bulunmaktadır<sup>352</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre aracılık faaliyeti, aracı kuruluşlar, aracı kurumlar ve mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından gerçekleştirilmektedir.

---

<sup>349</sup> Çağlar Manavgat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara, 1991, (Aracı Kurumlar) s. 14.

<sup>350</sup> Sermaye Piyasası Kanunu, madde 3/i, (Değişik: 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun)

<sup>351</sup> Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt Taraflar**, İstanbul, 1999, (cilt. I), s. 251.

<sup>352</sup> Madde 50 – a) (Değişik: 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun md. 37 ile.) Kendi menkul kıymetlerini halka arz eden bankalar ile (V.) bölümde öngörülen faaliyetlerde bulunan bankalar, bunlarla sınırlı olarak bu Kanun hükümlerine tabi olurlar. Ancak Kanun hükümleri, ortak sayısı bakımından bankalar hakkında uygulanmaz.

Sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankalar için gereken asgari fon miktarı, muhasebe, kayıt ve belge düzeni gibi hususlar Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın uygun görüşü alınarak Kurul tarafından çıkarılacak bir yönetmelikle düzenlenir.

Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan bankaların dağıtacakları temettü ile yeniden değerlendirme artış fonunun kullanımına ilişkin esasları belirlemeye ilgili oldukları Bakanlık yetkilidir.

Bankalar ve sigorta şirketleri kuruluş, denetim, gözetim, muhasebe, mali tablo ve rapor standartları konularında kendi özel kanunlarındaki hükümlere tabidir.

b) Özel kanunla kurulmuş anonim ortaklıklarla ilgili hükümler saklıdır.

c) 12.3.1964 tarih ve 440 sayılı Kanuna tabi bankaların bu Kanun gereğince aracı sıfatıyla hisse senedi alım satımlarında, sözü geçen Kanununun 4'üncü maddesi hükmü uygulanmaz.

d) 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu ile 7397 sayılı Sigorta Şirketlerinin Murakabesi Hakkında Kanun hükümleri saklıdır.

Mevduat kabul eden bankalar<sup>353</sup> ise aracılık ile sınırlı olarak faaliyet sürdürmektedirler.

Bununla birlikte ilgili düzenlemelerde aracı kurum tanımlama yoluna gidilmemiştir. Ancak Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30. maddesi 2. fıkrasında<sup>354</sup> aracılık faaliyeti tanımlanmıştır. Buradan yola çıkarak bazı yazarlar, aracı kuruluşların bu faaliyetleri yürüten kuruluşlar olarak tanımlanabileceğini düşünmektedirler<sup>355</sup>.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun aradığı unsurlar ve faaliyetleri dikkate alınarak, aracı kurumlar doktrinde; bankalar dışında sermaye piyasası faaliyetlerinden en az birini gerçekleştirmek için anonim şirket olarak kurulan ve Sermaye Piyasası Kurulu'ndan bu faaliyetleri için yetki belgesi almış sermaye piyasası kuruluşları olarak tanımlanmaktadır<sup>356</sup>.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 15 Ağustos 1996'da aldığı bir ilke kararıyla<sup>357</sup> bankaların sermaye piyasası faaliyetlerine sınırlama getirilmiştir<sup>358</sup>. Bankaların mevcut aracı kurumlardan birini satın alma ya da yetki belgesi devretme koşulu ile sermaye piyasasında faaliyet göstermelerine izin veren Bankalara İlişkin Kurul Kararı'nın Uygulama Esasları, Danıştay tarafından iptal

---

<sup>353</sup> Sermaye Piyasası Kanunu Madde 50 – a) (Değişik: 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun md. 37 ile.) Kendi menkul kıymetlerini halka arz eden bankalar ile (V.) bölümde öngörülen faaliyetlerde bulunan bankalar, bunlarla sınırlı olarak bu Kanun hükümlerine tabi olurlar.

<sup>354</sup> Değişik fıkra: 24.6.1995 – KHK/558-7 md.; İptal: Ana.Mah. 13.11.1995 tarih ve E. 1995/45, K. 1995/58 sayılı Kararı ile; Yeniden Düzenleme: 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun md. 14 ile.)

<sup>355</sup> Serdar Karababa, **Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması**, Ankara 2001, s. 122. Karababa, aracı kuruluşları SPK 31'den yola çıkarak sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka arz yoluyla satışına veya daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılılık faaliyetlerini yürüten; Kuruldan bu faaliyetleri için yatırım belgesi almış olan kuruluşlar olarak tanımlamıştır

<sup>356</sup> Karababa, s. 122; Mehmet Murat İnceoğlu, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara 2004, s. 19.

<sup>357</sup> Sermaye Piyasası Kurulu'nun 1996/33 Sayılı Haftalık Bülteni

<sup>358</sup> “Sermaye piyasasında güven ve istikrarın temini ve daha etkin ve rekabetçi bir piyasa ortamının tesisi amacı ile aracı kurumlar arasındaki rekabet eşitliğinin sağlanması için halen sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankaların faaliyetlerini 2.1.1997 tarihinden itibaren mevcut aracı kurumlardan birini satın alarak veya mevcut yetki belgelerini bir aracı kuruma devretmek sureti ile yürütmelerine” karar verilmiştir.

edilmiştir<sup>359</sup>. Düzenleme sonucunda bankalar, aracı kurumlarla aralarındaki rekabet eşitliğini sağlamak için, kendi aracı kurumları ile piyasada faaliyet gösterme yoluna gitmişlerdir. Bu durum banka-aracı kurum ayırımında bankaların giderek ortadan kalkmasına aracı kuruluşla aracı kurum kavramlarının birbirine yapışmasına neden olmuştur<sup>360</sup>.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun V/46 sayılı Aracılık Faaliyeti ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği'nin<sup>361</sup> 5. maddesiyle bankaların sermaye piyasasındaki faaliyetleri yeniden düzenlenmiştir<sup>362</sup>. Mevduat kabul eden bankaların faaliyetleri; aracılık, repo- ters repo ve türev araçlarının alım satımına aracılık ile sınırlandırılmıştır. Bu grupta yer alan bankaların birinci el piyasasında çalışmalarına izin verilmemiş, ikinci el piyasalarda da hisse senedi üzerinden işlem yapmaları kabul edilmemiştir.

Söz konusu Tebliğin 5. maddesiyle mevduat kabul etmeyen bankalara, daha kapsamlı bir aracılık faaliyeti yapma imkânı tanınmıştır. Bu bankaların birinci el piyasalarda işlem, yatırım danışmanlığı, ve portföy yöneticiliği yapmalarına izin verilmiştir.

---

<sup>359</sup> Danıştay 10. Hukuk Dairesi, E. 1996/9698; K1998/5508 (Tanör, S. cilt I, s. 252, Dipnot 267)

<sup>360</sup> Tanör, Cilt.I, s.252-253.

<sup>361</sup> Resmi Gazete, 7.9.2000,S.24163

<sup>362</sup> Madde 5- Bankalar,

a) Daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının,

1) Borsa dışında,

2) Hisse senedi işlemleri hariç olmak üzere borsada, alım satımına aracılık,

b) Repo-ters repo,

c) Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve döviz dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeli dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibarıyla ayrı ayrı ya da bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık faaliyetlerini yapabilirler.

Mevduat kabul etmeyen bankalar ise yukarıda sayılan faaliyetlerin yanı sıra sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerini de yapabilirler. Yukarıda sayılan bu faaliyetler, her bir faaliyet için bu Tebliğ'de ve ilgili tebliğlerde belirlenen esaslar çerçevesinde Kurul'dan yetki belgesi almak suretiyle yürütülebilir.



Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30. maddesinde "Sermaye Piyasası Faaliyetleri" ayrıntılı olarak sayılmıştır<sup>363</sup>. Maddenin ilk iki bendinin ayrıldığı aracılık faaliyeti, "sermaye piyasası araçlarının 31. madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımı" olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun V/46 sayılı Aracılık Faaliyeti ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği'nin 4. maddesinde de aracı kurumların yapabileceği faaliyetler sayılmaktadır. Sayılan faaliyetler mevduat kabul etmeyen bankaların faaliyetleri ile paralellik göstermektedir. Ancak aracı kurumlara çok daha kapsamlı aracılık olanakları tanınmaktadır. Tebliğ'in 4. maddesine göre; "aracı kurumlar, aracılık faaliyetleri kapsamında aşağıda sayılan her bir faaliyet için Kurul'dan yetki belgesi almak kaydıyla;

—Sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka arz yoluyla satışına,

—Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının alım satımına,

—Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil

---

<sup>363</sup> MADDE 30 – (Değişik: 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun md. 20 ile.) Bu Kanun kapsamına giren sermaye piyasası faaliyetleri;

a) Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık,

b) Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı,

c) (Değişik: 24.6.1995 – KHK/558- md.; İptal: Ana.Mah. 13.11.1995 gün ve E. 1995/45, K. 1995/58 sayılı Kararı ile; Yeniden Düzenleme: 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun md. 14 ile.) Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık,

d) (Değişik: 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun md. 14 ile.) Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı,

e) Yatırım danışmanlığı,

f) (Değişik: 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun md. 14 ile.) Portföy işletmeciliği ve yöneticiliği,

g) (Ek: 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun md. 14 ile.) Diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleridir.

(Değişik fıkra: 24.6.1995 – KHK/558-7 md.; İptal: Ana.Mah. 13.11.1995 tarih ve E. 1995/45, K. 1995/58 sayılı Kararı ile; Yeniden Düzenleme: 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun md. 14 ile.) Aracılık, sermaye piyasası araçlarının 31'inci madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır.

türev araçların dayandığı kategoriler itibarıyla ayrı ayrı veya bütün olarak türev araçların alım satımına, aracılık edebilirler” ifadesi yer almaktadır.

Bu maddeyle aracı kurumların Sermaye Piyasası Kurulu’ndan yetki belgesi almak suretiyle;

—Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdüyle alım satımı (repo- ters repo),

—Yatırım danışmanlığı,

—Portföy yöneticiliği yapmalarına,

—Kurulun uygun görüşü alınmak suretiyle diğer finansal ürün ve hizmetleri de sunmalarına izin verilmiştir<sup>364</sup>.

Aracı kurumların sermaye piyasalarındaki temel işlevleri aracılık faaliyetlerinde bulunmalarıdır. Bugün yürürlükte olmayan V/19 Sayılı Tebliğ<sup>365</sup>,in 7. maddesinde; “aracı kurumların, aracılık faaliyetlerinden en az birini gerçekleştirmek için kurulmaları ve en az bir aracılık faaliyeti ile işgal etmeleri şarttır” hükmü yer almış, aracı kurumların aracılık dışında yasada sayılan diğer faaliyetlerle uğraşmaları ancak bu koşulda mümkün görülmüştür. V/19 sayılı Tebliğin yerini alan V/46 sayılı Tebliğde benzer bir hüküm yer almamakla birlikte aynı esasın bugün de geçerli olduğu doktrinde ileri sürülmektedir<sup>366</sup>.

Aracı kurumların hukuki sorumluluğu kavramı içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetleri bağlamında değerlendirilebilir. Sermaye piyasamızda önemli niteliği haiz halka arzlar, aracı kuruluşlar aracılığıyla gerçekleştirilmekle birlikte; hukukumuzda aracı kuruluşlarla işbirliği yapmaya zorlayıcı genel bir kural bulunmamaktadır<sup>367</sup>. Bununla birlikte Sermaye piyasası mevzuatında halka arzın aracı kurumlar yoluyla gerçekleştirilmesini zorunlu kılan bazı hükümler de

---

<sup>364</sup> 04 Eylül 2005 Tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri: V, No: 83), 4/A maddesi.

<sup>365</sup> 01.03.1995 tarih ve 22217 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: V, No: 19 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği” Seri: V, No:46 sayılı Tebliğ ile,

<sup>366</sup> İnceoğlu, s. 26.

<sup>367</sup> İnceoğlu, s. 29.

mevcuttur<sup>368</sup>. Doktrinde ise halka arz işlemlerinin aracı kurumlar tarafından yapılmasının zorunlu olduğu savunulmaktadır<sup>369</sup>.

Aracı kurumlar uygulamada bazı istisnalar dışında ihraç ve halka arz<sup>370</sup> sürecinin tamamında aktif rol oynamakta, menkul kıymetlerin fiyatlarının belirlenmesinden, yüklenim taahhüdüne, Sermaye Piyasası Kurulu ile ilişkilere ve pazarlama stratejilerine kadar kapsamlı bir çalışma gerçekleştirmektedir<sup>371</sup>.

Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi ile ilgili olarak aracı kurum ihraççı ve/veya hissedar ile birlikte ihraç fiyatı, miktarı ile halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması, izahname ve kayıt başvurusu için sunulacak diğer bilgi ve belgelerin hazırlanarak Kurul'a başvuruda bulunulması, bu belgelerde yer alacak bilgilerin doğruluğunun sağlanmasını teminen her türlü danışmanlık hizmetinden yararlanılması, konsorsiyum oluşturulması, gişe hizmetleri vermek üzere bir satış grubu oluşturulması, talep toplanması halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışına ve tanıtımına yönelik olarak yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi ve satışın

---

<sup>368</sup> Sermaye piyasası mevzuatına ilişkin bazı hükümlerde halka arzın aracı kurum vasıtası ile yapılması zorunlu olduğu kabul edilmiştir. III/3 Sayılı Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (RG. 31.7.1992, S. 21301 Mükerrer ) 16. maddesinin 1. fıkrası gereğince "finansman bonolarının kurul kaydına halka arzının aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunludur." Ayrıca. II/13 Sayılı Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (RG. 14.7.1992, S. 21284 Mükerrer ) 20. maddesinin gereğince değişken faizli tahviller ile erken itfa edilebilir nitelikteki tahvillerin ve 1/14 sayılı Hissedarların ellerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arz Etmeklerine İlişkin Esaslar Tebliği' nin (RG. 31.7.1992, S. 21301 Mükerrer) 4. maddesi gereğince hisse senedi maliki ortak veya ortakların halka arz ettikleri hisse senetlerinin halka arzı ancak aracı kurumlar aracılığı ile yapılabilir.

<sup>369</sup> Tanör, halka açık olmayan anonim ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla halka açılmaları halinde, çıkarttıkları hisse senetlerini halka arz etmelerinde ve hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların, rüçhan hakkını kullanmasından sonra kalan paylarının borsada satışında, halka arzın aracı kurumlar tarafından yapılmasını zorunlu görmektedir. Reha, Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, Cilt 2, Halka Arz**, İstanbul 2000, (Cilt: 2) s.260; Günal, sermaye artırımlarının tamamında aracılık yükleniminin zorunlu olduğu görüşündedir. Vural Günal, **Hukuki Açidan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)**, İstanbul 1997, s.284.

<sup>370</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'nun (Değişik: 29.4.1992 tarih ve 3794 Sayılı Kanun ile) 3. maddesinde ihraç ve halka arz tanımlanmıştır; "İhraç: Bu Kanunun uygulanmasında ihraç, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışdır.

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."

<sup>371</sup> Tanör, Cilt: 2, s. 260.

organize edilmesi gibi kurumsal finansman faaliyetlerinin yürütülmesi ve benzeri faaliyetler ile aracılık sözleşmesinde belirlenen diğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi gibi kapsamlı ve ihraççı ortaklıkla yakından yapılan çalışmalar aracılık faaliyeti kapsamında sayılmaktadır.

Ayrıca, aracı kurumlar ve mevduat kabul etmeyen bankalar halka arz aşamasında, V/46 Sayılı Tebliğ'in 38. maddesine göre; “sermaye piyasası araçlarının halka arzedilmesi planlanan şirketle ilgili olarak mali ve ekonomik tahliller ile pazar araştırmaları yapılması, ilgili şirketin mali tablolarının sermaye piyasası mevzuatına uygunluğunun sağlanması, ilgili mevzuat çerçevesinde gerekli esas sözleşme değişikliklerinin yapılması, kamuoyuna açıklanacak bilgi ve dokümanların belirlenmesi yönünde çalışmalar yapılması gibi faaliyetleri” üstlenebilmektedirler.

Bu gibi faaliyetler nedeniyle aracı kurum, çalıştığı şirketlerle yakın ilişki kurabilmekte ve içerden öğrenen bilgisine ulaşabilmektedir.

Aracı kurum ya da çalışanının içerden öğrenen sıfatıyla yaptığı işlemlerden doğan hukuki sorumluluğun temelinde, bu kişilerin sermaye piyasasında yaptıkları işlemlerin hukuki niteliğinin bulunduğunu düşünmekteyiz. Yani, aracı kurum ya da temsilcisinin içerden öğrenen sıfatıyla gerçekleştirdiği fiillerden doğan hukuki sorumluluğun belirlenebilmesi için bu süjelerin sermaye piyasasında işlem yaparken ilişki kurdukları ihraççı ve yatırımcılarla aralarındaki hukuki ilişkinin niteliği belirleyici olmaktadır.

Tüzel kişilerden, banka, aracı kurum veya diğer sermaye piyasası kurumlarının içerden öğrenen sıfatı, gerçekleştirdikleri faaliyetler sebebiyle ortaya çıkmaktadır<sup>372</sup>.

---

<sup>372</sup> Manavgat, İçerden Öğrenen, s.182.

### *bbb. Aracılık Sözleşmeleri*

İçerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasası araçlarının birinci veya ikinci el sermaye piyasalarında işlem görmesi sürecinde ortaya çıkmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının el değiştirdiği aynı zamanda içerden öğrenenlerin ticaretinin de yapıldığı bu sürece aktif olarak katılımın bir yolu da aracılık sözleşmesiyle olabilmektedir.

Aracılık sözleşmelerinin taraflarından birini sermaye piyasası mevzuatı gereğince aracılık yapmaya yetkili kuruluş veya kişiler (aracı kurum, mevduat kabul etmeyen banka veya borsa komisyoncusu<sup>373</sup>) oluşturmaktadır. Sözleşmenin diğer tarafını ise birinci el piyasalarında ihraççı kişi ve kuruluşlar; ikinci el piyasalarda ise her türlü gerçek ve tüzel kişiler meydana getirmektedir.

Aracı kurum aracılık sürecinin başlangıcında önce ortaklıklarla (müşteri) sonra onların sermaye piyasası araçlarını alan üçüncü kişilerle sözleşme yapmaktadır. Aracı kurumun üçüncü kişilerle yaptığı sözleşmelerde taraflar; aracı kurumun<sup>374</sup> kimin nam ve hesabına hareket ettiğine göre somutlaştırılabilmektedir. Aracılık sözleşmesinde aracı kurumun müşteri nam ve hesabına hareket etmesi halinde taraf sıfatı müşteri (ortaklık); müşteri hesabına hareket etmesi halinde taraf sıfat aracı kuruma ait olmaktadır.

Aracı kurum müşterisinin nam ve hesabına aracılık yaptığı halka arzlarda kural olarak hem kendi hem de müşterisi adına irade açıklaması yaparak kendi kendisiyle de sözleşme yapabilmektedir. Aracı kurumun temsil ettiği iki taraf arasında veya aracı kurum ile müşteri arasında çıkar çatışmalarının varlığı halinde müşteri veya müşterilerinin izni olmadan yapılan işlemler müşterileri bağlamamalıdır<sup>375</sup>.

---

<sup>373</sup> Menkul Kıymetler Borsaları Kuruluş ve İşleyişleri Hakkında Tebliğ.

<sup>374</sup> Kısaca aracı kurum olarak ifade edilmekle birlikte birlikte açıklama mevduat kabul etmeyen bankalar içinde geçerlidir.

<sup>375</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 400; Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 72.

Aracılık, tarafların tercih edecekleri, “En İyi Gayret Aracılığı” veya “Aracılık Yüklenimi” sözleşmelerinden biriyle yapılmaktadır.

En iyi gayret aracılığı<sup>376</sup> sözleşmesi, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılması, satılmayan kısmın ise satışı yapana yani ihraççıya iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılması olarak ifade edilen aracılık türüdür<sup>377</sup>. Aracı kurumlar ihraççı ortaklığa satış için belirlenen süre içerisinde en iyi çabayı göstermeyi borçlanmakta, satılmayan kısım için satın alma garantisi vermemektedirler.

En iyi gayret aracılığı sözleşmesiyle aracı kurumların yüklendiği en önemli borç, sermaye piyasası araçlarının ihracı olduğundan aracılık yükümlülüğü en az düzeyde gerçekleşmektedir. Aracı kurum satış için belirlenen süre içerisinde gereken özeni göstermesi halinde sermaye piyasası araçlarının satılmamasından sorumlu olmayacaktır.

Aracılık yüklenimi, aracı kurumun satışın başlamasından önce ihraççı ortaklığa ait halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarını satın aldığı sonra yatırımcılara sattığı sözleşme türünü ifade etmektedir. Bu sözleşme “Bakiyeyi Yüklenim”, “Tümünü Yüklenim” ve “Kısmen Tümünü Yüklenim” olmak üzere üç farklı şekilde uygulanabilmektedir.

Tümünü yüklenim<sup>378</sup> sözleşmesinde<sup>379</sup>, satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının tamamı aracı kurum tarafından satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle ihraççıdan satın alınarak halka satılmaktadır. Aracı kurum sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesabına satın almakta ve kendi nam ve

---

<sup>376</sup> En iyi gayret aracılığı, Amerikan Hukuku'nda “best effort underwriting” olarak adlandırılmaktadır.

<sup>377</sup> Tebliğ V/46 m. 38.

<sup>378</sup> İnceoğlu ve Yasaman tümünü yüklenim aracılığını, “kesin bağlantı aracılığı” olarak adlandırmaktadır. Hamdi Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul 1992, s.110–111; İnceoğlu, s. 30.

<sup>379</sup> Amerikan Hukukunda ise “firm commitment underwriting” olarak adlandırılmaktadır.

hesabına satmaktadır. Bu yöntemin uygulanması halinde aracı kurum sermaye piyasası araçlarının alım satımı arasındaki fiyat farkından yararlanmakta, ancak komisyon almamaktadır<sup>380</sup>. Aracı kurumun halka arz edilen tüm sermaye piyasası araçlarını önceden satın aldığından uygulamada fazla tercih edilen bir yöntem olarak görülmemektedir.

Aracı kurum bakiyeyi yüklenim sözleşmesinde<sup>381</sup>, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasını belirli bir süre sonrasında satılmayan kısmın tamamının bedelini tam ve nakden ihraççıya ödemeyi taahhüt etmektedir. Böylelikle ihraççı ortaklık tüm sermaye piyasası araçlarının satışını garanti altına almaktadır.

Kısmen bakiyeyi yüklenim sözleşmesinde ise aracı kurum halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının satış süresi sonunda satılmayan bölümünün belirli bir kısmını satın almayı taahhüt etmektedir. Yani aracı kurum, sınırlı olarak satın alma garantisi vermektedir. Kısmen tümünü yüklenim sözleşmesinde de aracı kurum halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının belirli bir bölümünü satış süresi başlamadan almayı ve halka satmayı üstlenmektedir.

Sonuç olarak, birinci el piyasalarda aracılık faaliyeti gösteren aracı kurumlar halka arzı; “en iyi gayret aracılığı” veya “aracılık yüklenimi” şekillerinden biri ile gerçekleştirmektedir.

Doktrinde halka arz sözleşmeleri başta olmak üzere tüm aracılık işlemlerinin hukuki niteliği belirlenirken, halka arzın gerçekleşme şekli değil aracı kurumun kimin nam veya hesabına hareket ettiğine göre üçlü ayrıma

---

<sup>380</sup> Ünal, Aracı Kurumlar, s. 77; Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 66; İnceoğlu, s. 30.

<sup>381</sup> Bakiyeyi yüklenim sözleşmesi, Manavgat tarafından “aracılık yüklenim sözleşmesi”, Yasaman tarafından “kesin bağlantı aracılığı” olarak adlandırılmaktadır. Manavgat, Aracı Kurumlar s. 84 vd; Yasaman, s. 111.

gidilmektedir<sup>382</sup>. Bu ayrıma göre aracı kurumun başkası nam ve hesabına hareket etmesi halinde taraflar arasında vekâlet sözleşmesi söz konusu olmaktadır<sup>383</sup>.

Aracı kurumun kendi namına ve hesabına hareket etmesi halinde ise aracı kurumun ihraççı ortaklıktan aldığı sermaye piyasası araçlarını yatırımcılara satması sebebiyle taraflar arasında satım sözleşmesinin kurulduğu kabul edilmektedir<sup>384</sup>.

Son olarak aracı kurumun kendi namına ancak başkası hesabına hareket etmesi halinde dış ilişkide temsil, iç ilişkide ise komisyon sözleşmesinin var olduğu kabul edilmektedir<sup>385</sup>.

En iyi gayret aracılığı sözleşmelerin hukuki niteliği ve sınıflandırılması konusunda doktrinde çeşitli görüşler ileri sürülmektedir. Bazı yazarlar aracılık sözleşmesini ikili ayrıma tabi tutmaktadır. Bu ayrıma göre, aracı kurumun kendi nam ve hesabına sözleşme yapması halinde vekâlet sözleşmesi; ihraççı ortaklık nam ve hesabına sözleşme yapması halinde ise komisyon sözleşmesinin oluştuğu kabul edilmektedir<sup>386</sup>.

Örneğin Tanör, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde, aracı kurumun ihraççının nam ve hesabına hareket ettiği düşüncesiyle gerçekleştirilen sözleşmenin vekâlet sözleşmesi niteliğinde olduğunu savunmaktadır<sup>387</sup>. Ünal ise aracı kurumun kendi nam ve hesabına hareket ettiği durumda, komisyon sözleşmesinin oluştuğunu ileri sürmektedir<sup>388</sup>.

---

<sup>382</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 84; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 76; Tanör, cilt I, s. 285.

<sup>383</sup> Yasaman, s. 114; Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 85; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 78; Ayşe Nur Berzek, "Sermaye Piyasasında Aracılık", **Prof. Dr. Reha Poroy'a Armağan**, İstanbul 1995, s. 57; Tanör, Cilt: I, s. 285; Karababa, s. 128.

<sup>384</sup> Tekinalp, Sermaye Piyasası, s. 94; Yasaman, s.114; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 77; Berzek, s. 57; Tanör, Cilt: I, s. 285; Karababa, s. 128.

<sup>385</sup> Tekinalp, Sermaye Piyasası, s. 93; Yasaman, s.114; Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 86-87; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 78; Berzek, s. 57; Tanör, Cilt: I, s. 285; Karababa, s. 128.

<sup>386</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 84-85; Yasaman, s. 114.

<sup>387</sup> Tanör, Cilt 1, s. 285.

<sup>388</sup> Ünal, Aracı Kurumlar, s. 274.



Aslında en iyi gayret sözleşmesinin hukuki niteliğinin vekâlet veya komisyon sözleşmesi olarak belirlenmesinin uygulamada fazla bir önemi bulunmamaktadır. Zira Borçlar Kanunu'nun komisyon sözleşmesini düzenleyen hükümleri gereğince komisyon sözleşmeleri için düzenlenmiş özel hükümlerin bulunmadığı hallerde vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümler tamamlayıcı olarak uygulanmaktadır.

Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin hukuki niteliğinin belirlenmesinde doktrinde aracı kurumun kimin adına hareket ettiğine göre ayırım yapılmakta ve farklı sonuçlara ulaşılmaktadırlar. Bu yazarlara; göre aracı kurum kendi namına ortaklık hesabına hareket etmesi halinde komisyon sözleşmesinin, ihraççı ortaklık nam ve hesabına hareket etmesi halinde vekâlet sözleşmesinin var olduğu kabul edilmektedir<sup>389</sup>. Ünal, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde aracı kurumların ihraççı ortaklık nam ve hesabına işlem yaptığını kabul etmekle birlikte aralarındaki ilişkiyi komisyon sözleşmesi olarak görmektedir<sup>390</sup>. Aracı kurumun sermaye piyasası aracının satın alınmayan kısmını satın alma taahhüdü doktrinde asıl sözleşmeye bağlı yan borç olarak kabul edilmektedir<sup>391 392</sup>.

Tümünü yüklenim sözleşmelerinde; aracı kurum, satış başlamadan önce ihraççıdan bedelinin tamamı ödeyerek satın aldığı sermaye piyasası araçlarını; halka arz edeceğini de taahhüt etmektedir. Aracı kurum sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesabına satın almakta ve yine yatırımcıya kendi nam ve hesabına satmaktadır. Doktrinde aracı kurum ile ihraççı arasında bir alım satım sözleşmesi kurulduğu kabul edilmektedir<sup>393</sup>. Bununla birlikte ihraççı ile aracı kurum arasındaki ilişkinin olağan alım satım sözleşmesinden farklı, yoğun bir

---

<sup>389</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar s. 85-86;

<sup>390</sup> Ünal, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde iki tür edimin varlığından söz etmektedir. Bunlardan ilki; en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde olduğu gibi aracı kurumun üstlendiği pazarlama görevidir. Dolayısıyla bir komisyoncu ilişkisi oluşmakta ve ihraççı aracı kuruma bu konuda bir vekâlet vermektedir. İkinci edim ise taliki şarta bağlı alım satım vaadidir. Ünal, Aracı Kurumlar, s.274-275.

<sup>391</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 86; Berzek, s. 57-58; Yasaman, s. 115.

<sup>392</sup> Bu konudaki tartışmalar için bakınız İnceoğlu, s. 82-88.

<sup>393</sup> Yasaman, s. 114; Tanör, Cilt 1, s. 285; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 273; Sumer, Sermaye Piyasası, s. 55.

içeriğe sahip olduğuna doktrinde dikkat çekilmektedir<sup>394</sup>. V/46 Sayılı Tebliğ'in 38/5. maddesinde belirtildiği gibi aracılık faaliyeti çerçevesinde aracı kurum sermaye piyasası araçlarının satışı dışında çeşitli görevler üstlenmektedir. Aracı kurum, halka arzın gerçekleşmesi için üstlendiği görevler halka arz sözleşmesinin edimleri olarak kabul edilmelidir<sup>395</sup>. Ayrıca aracı kurumun halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarını önce satın alması ve sonra bunları halka arz edeceğini taahhüt etmesi aslında halka arzın yapılma yöntemine ilişkindir ve kısaca vekâletin ifa yöntemiyle ilgilidir<sup>396</sup>. Tümünü yüklenim sözleşmeleri, vekâlet sözleşmesine ilişkin unsurlar ile sui generis unsurlar içeren karma sözleşme olduğu ileri sürülmektedir<sup>397</sup>.

Aracılık işlemlerinin hukuki niteliği belirlenirken doktrinde benimsenen yöntem birinci ve ikinci el piyasaların ayrı ayrı incelenmesidir<sup>398</sup>. Birinci el piyasalarda doktrinde; aracı kurumun, ihraççı kuruluş nam ve hesabına hareket etmesi durumunda aralarındaki ilişki “vekâlet sözleşmesi” olarak yorumlanmaktadır<sup>399</sup>. Vekâlet sözleşmesinin temel unsurlarından<sup>400</sup> biri vekilin, müvekkili adına iş görmesi; bir işin idaresi veya bir hizmetin ifasıdır. Halka arz sözleşmelerinde bu unsur; aracı kurumun, ihraççı ortaklığa ait sermaye piyasası araçlarının satışının üstlenilmesi olarak kendini göstermektedir<sup>401</sup>. Sermaye piyasası araçlarının alım satım işleminden doğan hak ve borçlar, aracı kurum üzerinde değil, satım işleminin tarafları olan ihraççı ve yatırımcı üzerinde doğmaktadır<sup>402</sup>.

---

<sup>394</sup> İnceoğlu, s. 89.

<sup>395</sup> Oğuz Kürşad Ünal, “Sermaye Piyasasında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Haziran, Cilt 1, 1997, (Halka Arz)s. 90; İnceoğlu, s. 91.

<sup>396</sup> İnceoğlu, s. 91.

<sup>397</sup> İnceoğlu, s. 91–92.

<sup>398</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 79 vd; İnceoğlu, s. 74 vd.

<sup>399</sup> Yasaman, s. 114; Manavgat, Aracı Kurumlar s. 85; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 78; Sumer, Sermaye Piyasası, s. 83; Berzek, s. 57; Tanör, Cilt I, s. 285.

<sup>400</sup> Vekâlet sözleşmesinin unsurları; iş görme(bir işin idaresi veya hizmetin ifası), işin müvekkil menfaatine uygun olarak yapılması, zaman kaydına bağlı olmaksızın ve sonucun elde edilememesi rizikosunu taşımaksızın belli bir yönde iş görme, başkasına ait işin görülmesi için şekle bağlı olması gerekmeyen bir sözleşme ile borç altına girilmesidir. Tandoğan, Borçlar İlişkileri, s. 356 vd.

<sup>401</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 85.

<sup>402</sup> İnceoğlu, s. 77.

Aracı kurumlar ikinci el piyasalarda, (birinci el piyasalardan farklı olarak) halka arza aracılık faaliyetlerinde bulunmamakta, daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım satım işlemlerine aracılık hizmeti gerçekleştirmektedir. Bu piyasalarda sermaye piyasası araçlarını almak veya satmak isteyen yatırımcıların işlemlerini aracı kurum katılmaksızın kendi adlarına gerçekleştirmeleri sermaye piyasası mevzuatına göre mümkün olmamaktadır<sup>403</sup>.

Aracı kurumlar, aracılık faaliyeti öncesinde müşterileri ile yazılı bir çerçeve sözleşme yapmak zorundadır (V/46 Sayılı Tebliğ m.13)<sup>404</sup>. Tebliğ hükmü ile getirilen şekil şartının Çerçeve sözleşme üzerindeki etkisi doktrin ve yargı kararlarında tartışmalıdır<sup>405</sup>.

---

<sup>403</sup> İnceoğlu, s. 139.

<sup>404</sup> Çerçeve sözleşme imzalama yükümlülüğü; Madde 13 – Aracı kurumlar müşterileriyle alım satıma aracılık, portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, repo-ters repo, türev araçların alım satımına aracılık, kredili menkul kıymet, açığa satış ve menkul kıymetlerin ödünç işlemi yapmaya başlamadan önce, yazılı bir sözleşme yapmak zorundadırlar. Bu sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususlar Kurul’ca belirlenir. Bu sözleşme, aracı kuruluşla müşterisi arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin esasını oluşturan bir çerçeve anlaşmasıdır.

Çerçeve sözleşmeler müteselsil sıra numaralı ve en az iki nüsha olarak düzenlenir ve bir örneği müşterilere verilir.

(Ek fıkra: Seri: V, No: 62 sayılı Tebliğ ile) Sözleşmeye taraf olan müşterinin ya da müşterilerin, devir, birleşme, veraset, müşterek hesaplara yeni hak sahiplerinin dâhil olması ya da mevcutlardan bazılarının ayrılması gibi nedenlerle değişmesi halinde sözleşmenin yenilenmesi zorunludur.

Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilmez. Sözleşmelerde hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır. Bu fıkra hükmü aracı kuruluşlar ile müşterileri arasında düzenlenecek halka arza aracılık sözleşmesi ile sermaye piyasası mevzuatı uyarınca müşterilerle imzalanacak tüm çerçeve sözleşmelerde uygulanır.

<sup>405</sup> Doktrinde tartışmalı olan bu konuda bazı yazarlar; Borçlar Kanunu 11. maddesinde düzenlenmiş olan şekil serbestisi ilkesinden yola çıkarak; bir sözleşmenin yazılı şekil şartına bağlanmasının bu konuda bir kanun hükmü tarafından öngörülmüş olması gerektiği, idari düzenleme olan tebliğ ile şekil şartının gerilmesinin mümkün olmadığını ileri sürmektedirler. Bkz. Ayşe Sumer, , Portföy Yönetim Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu, **Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan**, İstanbul 1998, s.530; Tülay Karakaş, **Portföy Yönetimi Sözleşmesi**, Ankara, 2000, s.13; İnceoğlu, s. 33–35. Doktrindeki diğer görüşe göre; Sermaye Piyasası Kanunu ve buna dayanılarak çıkartılan tebliğlerde öngörülen hukuki düzenlemelerin diğer kanunlara nazaran özel hükümler içerdiğini ve ancak bu özel nitelikteki düzenlemelerde hüküm bulunmayan hallerde genel düzenleme niteliğinde olan Borçlar Kanunu veya Ticaret Kanununun konuya ilişkin konuya ilişkin hükümlerine gidilebileceğini savunarak şekil ile ilgili düzenlemeyi desteklemektedir. Karababa, s.134–135. Yargıtay, sözlü yapılan aracılık sözleşmelerini kabul etmektedir. Sumer, Portföy Yönetim Şirketleri, s. 533–534.

Aracı kurumların çalışanları ortak, yönetici, ihtisas personeli ile müfettiş ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu uyarınca atanan denetçileri, işleri dolayısıyla aracı kurum ve müşterileri hakkında öğrendikleri sırları açıklayamazlar ve bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamazlar<sup>406</sup>.

Aracı kurumlar yükümlülükleri gereği, yatırımcıların hak ve yararlarını zedeleyici, iyi niyet kurallarına aykırı hareket edemez ve işlemlerde bulunamazlar, müşterilerin piyasa hakkında bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp bunların alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamazlar ve herhangi bir şekilde gelirlerini artırmak amacıyla müşterilerin gereksiz alım-satım yapmalarına ortam hazırlayamazlar<sup>407</sup>.

Aracı kurumlar Türk Ticaret Kanunu'nun 329 uncu maddesinde müsaade edilen haller hariç olmak üzere, ihraç ettikleri hisse senetlerini, kendi nam ve hesaplarına alıp satamazlar<sup>408</sup>.Herhangi bir şekilde yanlarında çalıştırdıkları kişilerin, olağan müşteri aracı kurum ilişkisi dışında imkânlarından yararlanmak suretiyle kendi nam ve hesaplarına işlem yapmalarına olanak sağlayamazlar<sup>409</sup>.

En iyi gayret sözleşmelerinin, ikinci el piyasa işlemlerinin niteliğine göre sermaye piyasası araçlarının alım veya satımlarında uygulanması mümkündür<sup>410</sup>.

En iyi gayret sözleşmeleri ikinci el piyasalarda uygulanması halinde niteliği itibariyle bir komisyonculuk veya vekâlet sözleşmesidir<sup>411</sup>.

#### ***bb. Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetinden Doğan Hukuki Sorumluluğu***

Önceki bölümde de belirtildiği gibi sermaye piyasası araçlarını halka arz eden veya alım satımına aracılık eden kuruluş veya kişilerin aracılık

---

<sup>406</sup> V/46 Tebliğ m. 58/m.

<sup>407</sup> V/46 Tebliğ m.58/l.

<sup>408</sup> V/46 Tebliğ m.58/i.

<sup>409</sup> V/46 Tebliğ m.58/h.

<sup>410</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 84.

<sup>411</sup> Manavgat, Aracı Kurumlar s. 84.

sözleşmelerinin hukuki niteliği vekâlet veya komisyon sözleşmesi olmalarıdır. Borçlar Kanunu'nun, komisyon sözleşmesini düzenleyen 416. maddesinin 2. fıkrasına göre; özel hüküm bulunmayan hallerde komisyon sözleşmelerinde vekâlet sözleşmesi hükümleri uygulanacaktır.

Kural olarak bütün sözleşme ilişkilerinde sözleşmeye taraf olanlar arasında olması gereken karşılıklı güvendir ve vekâlet sözleşmesinde diğer sözleşme ilişkilerinden farklı olarak güven ilişkisi daha belirgin olarak ortaya çıkmaktadır<sup>412</sup>.

Güven ilişkisi özellikle halka arz sürecinde aracı kurum ile ihraççı arasında kolaylıkla kurulabilmektedir. Aracı kurum ile ihraççı ortaklık arasındaki hukuki ilişki genel olarak vekâlet sözleşmesi niteliği taşıdığından; aralarında, diğer iş görme sözleşmelerinde olduğu gibi karşılıklı güvene dayanan bir bağ oluşmaktadır. Vekil sıfatı taşıyan aracı kurumun borçları, güven unsurundan ve onun müvekkili olan ihraççı ortaklık menfaatine ve iradesine uygun davranma yükümlülüğünden doğmaktadır.

Güven unsuruyla ilgili yükümlülüklerin ihlalinin içerden öğrenenlerin ticareti açısından önemi, içerden öğrenenlerin ticareti eyleminin bu ihlal hallerinden biri neticesinde doğabilecek olmasından kaynaklanmaktadır. Yani, aracı kurum ya da çalışanın vekil sıfatıyla iş gördükleri ihraççının esaslı bilgilerini kullanarak sermaye piyasası aracı ticareti yapmaları ya da [aracı kurum için] kurumsal olarak bu ticareti yönlendirmeleri aralarındaki güven yükümlülüğünün ihlalinin oluşturmaktadır.

---

<sup>412</sup> Ersin Çamoğlu, “Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Borcu”, **Prof. Dr İmran Öktem’ e Armağan**, Ankara 1970, s. 393; Kaneti, s. 61–62; Haluk Tandoğan, “Türk Hukukunda Bankacının Hukuki Sorumluluğu”, **Mukayeseli Banka Hukuku**, İhtisas Dönemi, Cilt. III, Bankacılıkta Sorumluluk, İstanbul 1973 (Bankacılık), s.109; Alper Gümüş, , **Tük-İsviçre Hukukunda Vekilin Özen Borcu**, İstanbul 2001, s. 34.

### *aaa. Özen Borcunun İhlâli Nedeniyle Sorumluluk*

Vekâlet sözleşmelerinin konusunu “bir işi görmek” oluşturduğundan vekil; işi görürken yöneldiği sonucun elde edilememesinden değil, bu sonuca ulaşmak için yaptığı faaliyetin özenle görülmemesinden sorumlu tutulmaktadır. Yani; vekil belli bir sonucun mutlaka elde edilmesi için değil, belli bir yönde çalışma için borç altına girmekte bu nedenle de ondan özen ve sadakatle çalışması beklenmektedir<sup>413</sup>. Özenle çalışma borcu işin görülmesinden sonra ortadan kalkmaktadır<sup>414</sup>.

Vekilin özen borcunun konusunu; sözleşmede “iş görme” ile belirlenen hedefe başarılı olarak ulaşabilmek için hayat tecrübelerine ve işlerin normal akışına göre gerekli girişim ve davranışlarda bulunması ve bu sonuca ulaşmasını engelleyecek davranışlardan kaçınması oluşturmaktadır<sup>415</sup>.

Aracı kurumdan özen borcu kapsamında beklenen, sermaye piyasası araçlarının alım satımını halka açık anonim ortaklığın istekleri doğrultusunda gerçekleştirmek için gerekli girişimlerde bulunmasıdır. Halka arzın başarılı şekilde gerçekleşmesini engelleyici davranışlardan kaçınmasıdır<sup>416</sup>.

Borçlar Kanunu'nun 390. maddesinin 1. fıkrası vekilin sorumluluğunu, genel olarak işçinin sorumluluğuna ilişkin hükümlere atıf yaparak çözmektedir. İşçinin özen yükümlülüğünü düzenleyen Borçlar Kanunu'nun 321. maddesi, vekiller için de geçerli olmuştur. Bu maddede özen borcu için objektif ve sübjektif olmak üzere iki ölçüt oluşturulmuştur.

Objektif ölçüt; vekilin göstermesi gereken özeni, sözleşmeye uygun olarak yapılacak işin çeşidi, güçlüğü ve gerektirdiği öğrenim ve mesleki bilgi derecesini esas alarak belirlemektedir. Sübjektif ölçüt, özen borcunu vekilin iş sahibince

---

<sup>413</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri., s. 39.

<sup>414</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 409.

<sup>415</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 410; Yavuz, s. 585.

<sup>416</sup> Inceoğlu, s.97.

bilinen veya bilinmesi gereken bilgi derecesi ile diğer yeteneklerine göre saptamaktadır<sup>417</sup>.

V/46 Sayılı Tebliğ'in 11. maddesine göre aracı kurumlar faaliyetlerini sürdürürken işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermek zorundadırlar. Aynı Tebliğ'in 39. maddesi gereğince aracı kurumların faaliyette bulunabilmeleri için belli nitelikteki personeli çalıştırmaları zorunludur.

Doktrinde ise özellikle resmi bir belgeye dayanılarak yapılan ve uzmanlık gerektiren işlerde subjektif ölçütün uygulanma olasılığının vekâletteki güven unsuru nedeniyle hemen hemen kalmadığı ileri sürülmektedir<sup>418</sup>. Banka çalışanları, avukatlar, doktorlar için getirilen bu yaklaşım aracı kurum çalışanlarına da uygulanmalıdır. Aracı kurumlarda çalışan kişiler mesleklerinin gerektirdiği bilgi ve yeteneklere sahip olmalı ve basiretli tacirin göstereceği özeni göstermelidirler<sup>419</sup>. Bunun sonucunda, aracı kurumların subjektif ölçüte dayanarak sorumluluktan kurtulmaları mümkün olmamalıdır<sup>420</sup>.

Aracı kurumlar alım satım aracılığı faaliyetleri esnasında müşterilerine sermaye piyasası araçları, bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında yönlendirici nitelikte olmayan yazılı veya sözlü bilgi verebilmektedirler. Bu gibi haller yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında sayılmamaktadır. Ancak aracı kurum tarafından sunulan bilgilerin tarafsız ve dürüst olması, belli bir kişi, grup ya da portföyün ihtiyaçlarının karşılanması amacını taşıması ve karşılığında ilave herhangi bir maddi menfaat temin edilmemesi şartı bulunmaktadır<sup>421</sup>. İçerden öğrenenlerin ticareti açısından incelendiğinde bu bilgi ve yönlendirmenin temelinde esaslı bilginin bulunmaması gerektiğini düşünmekteyiz.

---

<sup>417</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 411.

<sup>418</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s.411; İsmail Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri**, Ankara, 2000,s.124.

<sup>419</sup> Kırca, s.125; İnceoğlu, s. 153.

<sup>420</sup> Kırca, s.124.

<sup>421</sup> V/46 Tebliğ m. 46

Bu açıdan, aracı kurumun alım satım işlemleri esnasında özen yükümlülüğünün bir gereği olarak, müşterilerine sermaye piyasası araçlarının belli bir getiriyi sağlayacağı yönünde herhangi bir yazılı veya sözlü taahhütte bulunması mümkün bulunmamaktadır<sup>422</sup>. Yani herhangi bir esaslı bilginin varlığının imâ edilmesi veya doğrudan doğruya bu bilginin kendisinin verilmesi iyiniyet kurallarına aykırı olacaktır.

### ***bbb. Sadakat Borcunun İhlâli Nedeniyle Sorumluluk***

Vekilin sadakat borcu; vekâletin gerek ifası sırasında ve gerekse ifasından sonra kendisine duyulan güvenin gereği olarak müvekkilinin menfaatlerini sözleşme ile güdülen hedef çerçevesinde korumak ve müvekkilinin zarara uğraması sonucunu doğuracak davranışlardan kaçınmak olarak tanımlanmaktadır<sup>423</sup>.

Sadakat borcu ile özen borcu arasındaki yakın ilişki nedeniyle bazı yazarlar; özen borcunun, sadakat borcunun vekâlet sözleşmesindeki en somutlaşmış hali olduğunu ileri sürmektedirler<sup>424</sup>. Aracı kurumun (vekilin) bir işi sadakatle yapması öncelikle o işin özenle yapılmasını gerektirmektedir<sup>425</sup>.

Borçlar Kanunu 390 maddesinde vekâlet sözleşmesi düzenlenirken özenin ölçüsü olarak “iyi bir suretle ifa” deyimini kullanılmış, İsviçre Borçlar Kanunu 398. maddesindeki “sadakatle ifa” kısmı atlanmıştır<sup>426</sup>. Söz konusu maddedeki “iyi bir suretle ifa” ifadesi, asıl metinde olduğu gibi “özen ve sadakatle ifa” olarak anlaşılmalıdır<sup>427</sup>.

---

<sup>422</sup> V/46 Tebliğ m. 58/d.

<sup>423</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 407;Gümüş, s.155.

<sup>424</sup> Veysel Başpınar, **Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu**, 2. Baskı, Ankara 2004, s. 150.

<sup>425</sup> Ertaş, s. 29; Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 49.

<sup>426</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 49; İbrahim Kaplan, **Türk- İsviçre Hukukunda Mimarlık Sözleşmesi ve Mimarın Sorumluluğu**, Ankara 1983, s. 112; Yavuz, s. 585.

<sup>427</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 407.



Bu bağlamda aracı kurumun halka arz aşamasında ihraççı ile arasında kurulan güven bağı neticesinde ulaştığı esaslı bilgileri içerden öğrenen ticaretinde kullanması veya yayması müşterisinin menfaatlerine aykırı olacağı gibi sadakat borcunun da ihlalini teşkil edecektir.

Vekilin sadakat borcunun önemli özelliklerinden biri de özen borcu gibi vekâlet sözleşmesinin süresiyle sınırlı bir borç olmamasıdır. Vekâlet sözleşmesi ile üstlenilen iş bittikten sonra da sadakat borcu devam etmektedir<sup>428</sup>. Aracı kurumun aracılık faaliyeti süresince edindiği bilgileri kullanmaması sadece sözleşme ilişkisi ile sınırlandırılmamıştır. Aracılık faaliyeti esnasında olduğu gibi sonrasında da esaslı bilginin kullanılması sadakat borcuna aykırı olabilecektir.

Aracı kurum, halka arz işlemleri esnasında ihraççı ortaklıkla birlikte çalışmaktadır. Sermaye piyasası açısından olağan olan bu durum aracı kurumun ihraççı ortaklığa yakın olmasına ve onun hakkında normal koşullarda ulaşamayacağı bilgilere ulaşmasına neden olmaktadır. Yani, birlikte çalışmanın kurulmasıyla birlikte oluşan güven bağı, aracı kurumun “esaslı bilgi” olarak nitelendirdiğimiz gizli bilgilere ulaşmasını sağlayabilmektedir. Aracı kurum ya da çalışanı açısından içerden öğrenenlerin ticaretine uygun zemin sağlayan bu durum, eylemin gerçekleşmesi halinde ihraççı ortaklıkla müvekkili arasındaki sözleşme ilişkisine aykırılık oluşturmaktadır. Esaslı bilginin kullanılması aracı kurumun sözleşme ile üstlendiği sadakat borcunun ihlalidir.

Vekilin sadakat yükümlülüğü, sır saklama kapsamında, vekâlet sözleşmesinin icrası aşamasında ve işin tamamlanmasından sonra müvekkilinin menfaatlerini sözleşme ile belirlenen amaç doğrultusunda korumak ve onun yararına olan davranışlarda bulunmak ve müvekkile zarar verici davranışlardan kaçınmak olarak tanımlanmaktadır<sup>429</sup>.

Aracı kurumların kendileriyle ilgili özel düzenleme olan V/46 Sayılı Tebliğ’in 11.maddesinde sermaye piyasasında işlem yaparken, müşterileri ile

<sup>428</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 409.

<sup>429</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 407;Gümüş, s. 155.

aralarında çıkabilecek çıkar çatışmalarında; müşterilerinin çıkarlarını üstün tutmaları gerektiği açık olarak belirtilmektedir.

Aracı kurumların sadakat borcu, içerden öğrenenlerin ticareti açısından incelendiğinde, edinilen bilgilerin her ne şekilde olursa olsun kullanılmaması gerekmektedir. Sermaye piyasası mevzuatına göre aracı kurumlar halka arz faaliyeti ile birlikte portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunabilmektedirler. Aracı kurumun, ihraççı ortaklıkla aralarında yaşanan güven ilişkisi sonucu edindiği gizli bilgileri; herhangi bir sermaye piyasası faaliyetinde, içerden öğrenenlerin ticareti yaparak kullanması sadakat borcuna aykırılık oluşturmaktadır. Aynı şekilde aracı kurumun bağlı olduğu merkeze veya onu bilgiyi aktaracağı herhangi üçüncü kişiler tarafından gizli bilgilerin aktarılması da sadakat borcuna aykırılık oluşturacaktır.

#### *ccc. Sır Saklama Yükümlülüğünün İhlali Nedeniyle Sorumluluk*

Borçlar Kanunu'nun vekâlet sözleşmesini düzenleyen maddelerinde açık bir hüküm yer almamakla birlikte; doktrinde vekilin, karşılıklı güven ilişkisi nedeniyle müvekkilinden vekâlet sözleşmesi sebebiyle öğrendiği sırlarını saklı tutmak zorunda olduğu kabul edilmektedir<sup>430</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticareti açısından aracı kurumun sır saklama yükümlülüğünün özel bir önemi bulunmaktadır. Çünkü aracı kurumla müvekkili arasındaki ilişki, esaslı bilgi olarak nitelendirdiğimiz bilgilere kolaylıkla ulaşmaya olanak tanımaktadır. Bu nedenle aracı kurum sadakat borcu çerçevesinde edindiği sırları saklamakla mükelleftir. Daha önce de ifade edildiği gibi, Menkul Kıymetler Borsasının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 32. maddesi<sup>431</sup> gereğince borsada sermaye piyasası araçlarıyla

---

<sup>430</sup> Tandoğan Borç İlişkileri, s. 450; Yavuz, s. 595; Aydın Zevkliler, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, 8 Bası, Ankara 2004, s. 367; Süheyl Donay, Vekilin Talimata Uyuma ve Dürüstlikle Hareket Etme Borcu, **BATİDER**, Cilt V, Aralık 1970, s. 740.

<sup>431</sup> Madde 32; "Borsaların başkanı, yönetim kurulu üyeleri ve denetçileriyle, komitelerin üyeleri ve tüm çalışanları, sıfat ve görevleri dolayısıyla öğrendikleri, borsaya ve borsa ile ilişkisi olan ortaklık, kurum ve diğer her türlü gerçek ve tüzel kişilere ait sırların gizliliğine uymak ve bu

işlem yapabilecek yetkide olan kişiler, ortaklıklarla ilgili olarak edindikleri sır niteliğindeki bilgileri saklamakla sorumlu bulunmaktadır.

Konumuz açısından önemli olan aracı kurumların edindikleri bilgileri kullanmaları halinde sır saklama borcuna aykırı davranmış olmalarıdır. Sağlıklı işleyen bir sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince bilgilerin herkese eşit olarak duyurulması hedeflenmektedir<sup>432</sup>. Bu nedenle aracı kurumların faaliyetleri esnasında öğrendikleri bilgileri kendilerinin kullanmaları ve başkalarına duyurmaları yasaklanmıştır.

Borçlar Kanunu'nda vekilin sır saklama borcuna ilişkin açık bir hüküm bulunmamasıyla birlikte, taraflar arasındaki karşılıklı güven ilişkisinin ve sadakat borcunun gereği olarak vekilin, vekâlet işi esnasında öğrendiği, müvekkiline ait sırları saklamakla yükümlü olduğu kabul edilmektedir<sup>433</sup>. Bu nedenle sır saklama yükümlülüğü sözleşme ilişkisi ile sınırlı olmadığından, vekâlet sözleşmesi süresi sona ermiş olsa bile devam etmektedir<sup>434</sup>.

Vekil açısından, gizli tutulmasında müvekkilinin menfaati olan ve açıklanması halinde onun için maddi veya manevi bir zarar tehlikesi doğuracak olan olaylar sır olarak değerlendirilmektedir<sup>435</sup>. Aracı kurum, saklanmasında müvekkilinin menfaati olan her bilgiyi gizli tutmalıdır<sup>436</sup>. Bu durumda aracı kurum, tüm hal ve koşullara göre; özellikle sözleşme hükümlerini dikkate alarak müşterinin (ihraççının) gizli kalmasını istediği konuları yani sırrın kapsamını belirlemelidir<sup>437</sup>.

---

sırları kanunen yetkili kılınmış kişi ve mercilerden başkasına herhangi bir surette açıklamamak, kendilerinin, görevlilerin veya üçüncü kişilerin yarar ve zararına kullanmamakla yükümlüdürler”.

<sup>432</sup> Bu hedef doğrultusunda hangi bilgilerin açıklanması gerektiği ilgili konu başlığında incelenmişti. Ayrıntı için bkz. Sermaye Piyasası Kurulu, Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği.

<sup>433</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 440; Yavuz, s. 595; Donay, s. 740.

<sup>434</sup> Donay, s. 741.

<sup>435</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 452.

<sup>436</sup> Karakaş, s. 86.

<sup>437</sup> Karakaş, s. 86.

İçerden öğrenenlerin ticareti açısından “sır” kavramının, halka arz edilen veya edilecek olan sermaye piyasası aracının değerini, kamuya açıklanması durumunda etkileyebilecek esaslı bilgi kavramıyla içindedir.

İçerden öğrenenlerin ticareti açısından “sır” kavramı, halka arz edilen veya edilecek olan sermaye piyasası aracının değerini, kamuya açıklanması durumunda etkileyebilecek esaslı bilgi kavramıyla ilişkilidir. Aracı kurumların bu bilgileri yatırımcılarla paylaşmaları ihraççı ortaklığa karşı sorumlu olmalarına neden olacaktır.

### ***b. Yönetim Kurulu Üyelerinin İçerden Öğrenenlerin Ticaretinden Doğan Sorumluluğu***

İçeriden öğrenenlerin ticareti bakımından yönetim kurulunun önemi, anonim şirket içindeki etkinliğinden kaynaklanmaktadır. Yönetim kurulu, anonim şirketi yönetim yetkisini genel kurul ile paylaşmış olmasına rağmen, temsil yetkisini tek başına kullanmaktadır. Bu nedenle yönetim kurulu üyeleri gerek şirketin kamuya duyurulması gereken durumlardan ivedilikle haberdar oldukları ve gerekse şirketin gizli bilgilerine kolaylıkla ulaştıkları için içerden öğrenenlerin ticaretini gerçekleştirebilecek potansiyele sahiptirler. Şirketle ilgili gizli bilgilere en kolay ulaşabilen organ olan yönetim kurulu, sermaye piyasasının düzenli olarak işletilebilmesi ve yatırımcıların çıkarlarını koruyabilmek için; daha fazla kontrol edilmelidir.

Yönetim kurulunun, kurul olarak sahip oldukları görev ve yetkileri kanundan ve sözleşmelerden doğmaktadır. Türk Ticaret Kanunu'nun yönetim kurulu için öngördüğü en önemli görevler anonim şirketin yönetim ve temsilidir (TTK 317).

Yönetim kurulunun anonim şirketin yönetim ve temsil yetkilerine birlikte sahip olması, bu kurulu anonim şirketin yönetimi açısından adeta “işletme sahibi”

konumuna getirmektedir<sup>438</sup>. Bunun sonucu olarak yönetim kurulu üyelerine; “görev ve yetki ölçüsünde sorumluluk” formülü, uygulanmaya çalışılmaktadır. Yönetim kurulu üyelerine sorumluluk yükleyen hükümler arasında ceza hükümleri de yer almaktadır. Bu hükümlerden biri de Sermaye Piyasası Kanunu’nun 47/A-1 maddesidir. Bu madde içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu düzenleyen hükümlerden biridir.

Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu kusura dayanan bir sorumluluktur. Bu nedenle yönetim kurulu üyelerinin sorumlu tutulabilmesi için kusurlu hareketlerinin varlığı yeterlidir. Kusurun ağırlık derecesi önemli değildir. Yönetim kurulu üyeleri her türlü kusurlarından sorumlu tutulmaktadırlar<sup>439</sup>. TTK 338. maddesinde getirilen kusur karinesi gereğince ortaklığa verilen zararın yönetim kurulu üyelerinin kusurlu davranışı sonucu meydana geldiği asıldır. Yönetim kurulu üyeleri kusursuz olduklarını ispat etmemeleri halinde kusurlu sayılırlar. Kusursuzluğun ispatı genel hükümlere göre yapılır<sup>440</sup>.

Anonim şirketlerde; şahıs şirketlerinden farklı olarak; şirketi yönetim ve temsil görevi, ortak sıfatının kazanılmasıyla doğan ortaksal bir borç niteliğinde değildir<sup>441</sup>. Şahıs şirketlerinin aksine, öğretide hâkim görüşe göre, anonim şirketlerde yönetim kurulu üyeliği sıfatı ortaklıkla yapılan sözleşmenin sonucunda kazanılmaktadır<sup>442</sup>.

Anonim şirketlerde yönetim kurulunu seçme yetkisi kural olarak, genel kurula aittir. Genel kurulun bir pay sahibini, yönetim kurulu üyeliğine seçmesi ona yapılmış bir icap niteliği taşımaktadır. Seçilen kişinin yönetim kurulu üyesi

---

<sup>438</sup> Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler I Umumi Hükümler** 3. Bası, İstanbul 1960, (Şirketler I) s. 93; Ersin Çamoğlu, **Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu** (Hukuki Sorumluluk), Ankara 1972, s. 2.

<sup>439</sup> Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s.16; Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler II**, İstanbul 1959 (Şirketler II) s.186

<sup>440</sup> Reha Poroy/ Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu, [Çamoğlu (Poroy, Tekinalp)] **Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku**, Güncelleştirilmiş 8. Bası, İstanbul 2000, s. 327.

<sup>441</sup> Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 98.

<sup>442</sup> Arslanlı, Şirketler II, s.98; Oğuz İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, İstanbul 1974, s. 156; Tuğrul Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, 6. Baskı, Ankara, 1982, s. 102-103.

olabilmesi için gerekli nitelikleri taşıması gerekmektedir. Eğer pay sahibi, icabı açık veya zımni olarak kabul ederse şirket ile aralarında sözleşme bağı kurulmaktadır<sup>443</sup>.

Anonim ortaklık ile yönetim kurulu üyeleri, aralarında kurulan sözleşmenin tüm koşullarını aralarında serbestçe belirleyebilmektedirler<sup>444</sup>. Tarafların serbestçe belirleyeceği koşullar arasında yönetim kurulu üyelerine ödenecek ücret miktarı, görev mahiyetinin belirlenmesi sayılabilir. Bu unsurların, taraflar arasında yapılan sözleşmeden bağımsız olarak; esas sözleşme veya genel kurul kararıyla belirlenmesi de mümkündür<sup>445</sup>.

Anonim şirketle yönetim kurulu arasındaki sözleşmenin hukuki niteliği öğretide tartışılmıştır. Tartışmaya göre, yönetim kurulu üyeleri ile anonim şirket arasındaki ilişkinin hukuki niteliğinin ya hizmet sözleşmesi ya da vekâlet sözleşmesi olduğu konusunda doktrinde iki farklı görüş bulunmaktadır.

Doktrindeki bazı yazarlar, hâkim görüşün aksine, yönetim kurulu üyeleriyle şirket arasındaki sözleşmenin, hizmet sözleşmesi olduğunu ileri sürmektedirler. Bu yazarlara göre; yönetim kurulu üyeleri belli iş ve işlemleri yapmakla yükümlü değildir, özellikle devamlı iş ve işlemleri uzun süreli ifa ile yükümlüdürler. Aralarındaki sözleşme bu nedenle hizmet sözleşmesi olarak kabul edilmelidir<sup>446</sup>.

Ancak bu görüş iki gerekçeye dayanarak eleştirilmiştir. Bunlardan ilki, hizmet sözleşmesinin esaslı unsurlarından biri olan ücretin sözleşmede görülmemesi, yönetim kurulu üyelerine her toplantı günü için “huzur hakkı” verilmesi gerektiğinin özellikle belirtilmiş olmasıdır<sup>447</sup>. İkinci olarak; İş

---

<sup>443</sup> Arslanlı, s. 99; İmregün, s. 56; Ansay, 102-103; Çamoğlu (Poroy, Tekinalp)], s. 307.

<sup>444</sup> Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 102.

<sup>445</sup> Arslanlı, s. 99.

<sup>446</sup> Ansay, s. 103 dipnot 46’da sayılan yazarlar.

<sup>447</sup> Ansay, s. 103

Hukuku'nda yönetim kurulu üyelerinin şirketteki organlardan biri olmaları sebebi ile işçi olarak değil işveren olarak kabul edilmeleridir<sup>448</sup>.

Doktrindeki hâkim görüş, anonim şirketle yönetim kurulu üyeleri arasındaki ilişkinin vekâlet sözleşmesine dayandığını kabul etmektedir<sup>449</sup>. Tuhr'a göre; yönetim kurulu üyeleriyle anonim şirket arasında sözleşme ilişkisi değil sözleşme benzeri bir ilişki kurulmuştur ve bu ilişkiye vekâlet hükümlerinin uygulanması gerekmektedir<sup>450</sup>.

Arslanlı da Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketleri düzenleyen bölümünde özel bir hükmün bulunmaması, Türk Ticaret Kanunu'nun 138. maddesinin Borçlar Kanunu 530. maddesine yaptığı atıf uyarınca, yönetim kurulu üyeleri hakkında Türk Ticaret Kanunu'nun özel hükümleri saklı kalmak şartıyla; vekâlet hükümlerinin uygulanmasını uygun görmektedir. Yönetim kuruluyla şirket arasındaki ilişkinin hukuki niteliği serbestçe de belirlenebilecektir Yazara göre; şirket ve yönetim kurulu üyeleri isterlerse açık veya kapalı şekilde hizmet sözleşmesi olarak aralarındaki hukuki ilişkinin niteliğini tespit edebilmektedirler<sup>451</sup>.

İmregün de yönetim kuruluyla anonim şirket arasındaki ilişkinin sözleşmeye dayandığını kabul etmektedir. Yazara göre; genel kurulun, yönetim kurulu üyesi seçim kararı bir icap, seçilen kişinin görevi kabul etmesi de kabul niteliğindedir. Bu sözleşme hukuki niteliği itibarı ile bir vekâlet sözleşmesidir. Bununla birlikte taraflar akit türünü ve hükümlerini belirlemekte serbest olduklarından, isterlerse aralarında hizmet akdini tercih edebilirler<sup>452</sup>.

Ansay yönetim kurulu üyesiyle anonim şirket arasındaki ilişkinin karşılıklı irade beyanına dayandığını kabul etmektedir. Yönetim kurulu üyesiyle

---

<sup>448</sup> Ansay, s. 103; Sait Kemal Mimaroglu, **Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukuki Mesuliyetli**, Ankara 1967, s. 101.

<sup>449</sup> Arslanlı, *Şirketler II* s. 108; İmregün, s.156 ,173; Ansay, s. 103; Orhan Nuri Çelik, **Uygulamada Şirketler Hukuku**, 3. Bası, Ankara 2002, s.400; Çamoğlu (Poroy,Tekinalp),s. 306

<sup>450</sup> Çamoğlu, *Hukuki Sorumluluk*, s. 103.

<sup>451</sup> Arslanlı, *Şirketler II* , s. 100.

<sup>452</sup> İmregün, s.156, 173.

şirket arsındaki ilişki, sözleşmeden aksi anlaşılmadığı sürece vekâlet olarak nitelendirilmelidir<sup>453</sup>. Doğanay başka bir sözleşmenin özelliklerini ve unsurlarını taşımaması halinde yönetim kurulu ile anonim şirket arasındaki sözleşmenin vekâlet sözleşmesi olduğu görüşündedir<sup>454</sup>.

#### *aa. Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Borcunun Kaynağı ve Niteliği*

Yönetim kurulu üyeleri kanun ve ortaklık sözleşmesi kapsamında ve taraflar arasındaki sözleşme gereğince anonim şirkete karşı bazı borçlar altına girmektedirler. Bunlardan içerden öğrenenlerin ticareti açısından en önemli olanı “özen” borcudur<sup>455</sup>. Doktrinde ve uygulamada yönetim kurulu üyesinin (vekilin) özen borcundan söz edilmektedir. Ancak doktrinde özenin, teknik olarak bir borç değil yükümlülük olduğu kabul edilmektedir<sup>456</sup>.

Türk Ticaret Kanunu’nun 320. maddesine göre; “İdare meclisi âzalarının şirket işlerinde gösterecekleri dikkat ve basiret hakkında Borçlar Kanunu’nun 528 inci maddesinin ikinci fıkrası hükmü tatbik olunur”. Borçlar Kanunu’nun 528. maddesinde; ise “Şeriklerden her biri şirket işlerinde mutata veçhile gösterdiği ikdam ve ihtimamı sarf etmeğe mecburdur. Diğer şeriklere karşı kendi kusuruyla sebebiyet verdiği zararları, şirkete diğer işlerde temin ettiği menfaatler ile mahsup ettirmeğe hakkı olmaksızın tazmin ile mükelleftir. Şirket işlerini ücretle idare eden şerik tıpkı bir vekil gibi mesul olur.” hükmü yer almaktadır.

Ticaret Kanunu ile anonim ortaklık yönetim kurulu üyelerine yüklenen “özen borcu”<sup>457</sup> gereğince; yönetim kurulu üyelerinden her biri ortaklık işlerini

---

<sup>453</sup> Ansay, s. 103.

<sup>454</sup> İsmail Doğanay, “Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumlulukları”, **BATİDER**, Cilt XVII, S. 2, Aralık 1994, s. 58.

<sup>455</sup> Özen kavramı doktrinde “asil borcun ifası için zaruri dikkat, itina, fikri ve bedeni yetenek gibi borçludan istenen özelliklerin tamamı” olarak tanımlanmaktadır. Başpınar, s. 124.

<sup>456</sup> Yükümlülük, bir kimsenin belli bir davranışta bulunması zorunluluğunu da içeren geniş kapsamlı bir kavramdır. Oğuzman/Öz, s. 14; Başpınar, s. 57.

<sup>457</sup>“Özen borcu gerçekte asil edim borcundan bağımsız bir davranış yükümü olmakla birlikte Türk Ticaret Kanunu ‘nun 320. maddesi gereğince yönetim kurulu üyeleri için tali edim yükümü seviyesine çıkartıldığı kabul edilmektedir.”Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk ,dipnot 58, s. 63.



görürken özenli bir anonim ortaklık yönetim kurulu üyesi gibi hareket etme zorunluluğu altında bulunmaktadır<sup>458</sup>.

Öğretide özen borcu<sup>459</sup>; doktrinde yönetim kurulu üyeleri için kanundan veya esas sözleşmeden doğan diğer görevler yanında yüklenilen “tali bir borç”<sup>460</sup> olarak da kabul edilmektedir. Özen borcuna tanınan bu statü, onun sadece yönetim kurulu üyelerinin kusurlarını tespit için kullanılan sınırlı bir ölçüt olmadığı anlamına gelmektedir. Özen borcunun varlığı halinde yönetim kurulu üyelerinin, sadece kanun ve esas sözleşmeyle belirtilen, kendisine somut olarak yüklenen görevlerin ifasında gerekli dikkat ve özeni göstermesi yeterli görülmemektedir. Bu özelliği sebebiyle gerçekte asıl edim borcundan bağımsız, davranış yükümü niteliğindedir<sup>461</sup>. Tali bir borç olarak özen yükümünün en önemli sonucu yönetim kurulu üyesine tek başına görevler yaratan ve görevler yükleyen bir kaynak oluşturmasıdır<sup>462</sup>.

Doktrinde, yönetim kurulu üyelerinin özen borcunun, TK 20/II'nin tacirlere yüklediği “basiretli tacir gibi hareket” yükümlülüğüyle aynı nitelikte bir borç olduğu da ileri sürülmektedir<sup>463</sup>. Çamoğlu tarafından ileri sürülen bu görüşe göre; anonim şirket yönetim kurulu üyesi özenli bir yönetim kurulu üyesi gibi davranma yükümlülüğü altındadır. Yazara göre; yönetim kurulu üyelerinin özen yükümlülüğü ile tacir sıfatının yüklediği sorumluluk arasında kurulan bu bağlantının sebebi Kanun'un ilgili hükümlerinin seçtiği terimlerdir<sup>464</sup>. TTK 320. maddesinde anonim şirket yönetim kurulu üyesinin özen borcu, “dikkat ve basiret” kelimeleriyle ifade edilmiştir.

---

<sup>458</sup> Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 63.

<sup>459</sup> Doktrinde yönetim kurulu üyelerinin özen yükümü, ihtimam borcu, ihtimam mükellefiyeti terimleri ile de ifade olunmaktadır. Ansay, s. 118; Arslanlı, Şirketler 2, s.168; İmregün, s.173.

<sup>460</sup> Doktrinde “özen borcu” ifadesini kullanan yazarlar: Çamoğlu, Özen Borcu, s. 389; Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 63; İmregün, s. 173; Ferit Saymen, **Türk İş Hukuku**, İstanbul 1954, s. 480; Adil İzveren, “İşçinin İhtimam Mükellefiyeti”, **Adalet Dergisi** 1953/11, s. 1309; Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 63; Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp) , s. 321; Hamdi Mollamahmutoğlu, **İş Hukuku**, Ankara 2004, s.346.

<sup>461</sup> Özen borcu, asıl edim borcundan bağımsız bir davranış yükümü niteliğinde olmasına rağmen; TTK 320. maddesinin açık hükmü gereğince anonim ortaklık yönetim kurulu üyeleri için tali (yan) edim borcu seviyesine yükseltilmiştir. Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 63.

<sup>462</sup> Çamoğlu (Poroy/Tekinalp) s. 321.

<sup>463</sup> Çamoğlu, Özen Borcu, s.390; Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 64.

<sup>464</sup> Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 64.

Yönetim kurulu üyelerinin özen borcu, Türk Ticaret Kanunu'nun 320. maddesinde atıf yolu ile düzenlenmiştir. Borçlar Kanunu'nun "İhtimamın Derecesi" başlıklı 528. maddesinin 2. fıkrasında ücret karşılığı şirketi idare eden adi şirket ortağının vekil gibi sorumlu olacağını hükme bağlanmış; yani özen borcu konusu vekâlet sözleşmesi hükümlerine atıf yapılarak çözülmüştür.

Vekilin özen borcu ise Borçlar Kanunu'nun 390. maddesinde düzenlenmiştir. "Hüsnü suretle ifa mükellefiyeti" başlığı taşıyan bu hükmün birinci fıkrasında "Vekilin mes'uliyeti umumi suretle işçinin mes'uliyetine ait hükümlere tabidir" ifadesiyle hizmet sözleşmesini düzenleyen hükümlere atıf yapılmıştır. Borçlar Kanunu'nun 321.maddesi ise işçinin özen mükellefiyetini düzenlemiştir.

Borçlar Kanunu'nun 321. maddesi, "İşçi taahhüt ettiği şeyi ihtimam ile ifaya mecburdur. İşçi, kasıt veya ihmal ve dikkatsizlik ile iş sahibine iras ettiği zarardan mesuldür. İşçiye terettüp eden ihtimamın derecesi, akde göre tayin olunur ve işçinin o iş için muktazi olup iş sahibinin malumu olan veya olması icap eden malumatın derecesi ve mesleki vukufu kezalik istidat ve evsafı gözetilir" ifadesini taşımaktadır.

Yönetim kurulu üyelerinin özen borcu açısından, anonim şirketle aralarındaki hukuki ilişkiye işçinin özen borcunu düzenleyen Borçlar Kanunu'nun 321. maddesinin 3. fıkrasının uygulanacağı anlaşılmaktadır. Bu maddede esas olarak objektif bir özen ölçüsü koyulmakla birlikte bazı subjektif unsurlara da yer verilmektedir<sup>465</sup>. Yönetim kurulu üyelerinin özen borcunun objektif olması ile ifade edilmek istenen; basiretli bir yönetici ile aynı şartlar altında göstereceği uygun dikkat ve özeni göstermesi olarak ifade edilmektedir<sup>466</sup>.

---

<sup>465</sup> Hizmet sözleşmeleri açısından bakınız. Seza Reisoğlu, **Hizmet Akdi Mahiyeti-Unsurları-Hükümleri**, Ankara 1968, s. 153 vd.; Tankut Centel, **Bireysel İş Hukuku, 1. Cilt**, İstanbul 1992, s. 132; Mollamahmutoğlu, s.346vd.; Sarper Süzek, **İş Hukuku(Genel Esaslar İş Akdi)**, Ankara 2002, s. 284; Nuri Çelik, **İş Hukuku Dersleri**, İstanbul 2006, s.123; Öner Eyrenci/Savaş Taşkent/Devrim Ulucan, **Bireysel İş Hukuku**, 6.Bası, İstanbul 2006, s.99 vd..

<sup>466</sup> Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 71.

Özen borcu açısından subjektif olan unsurlardan biri yönetim kurulu üyelerine verilen ücrettir. Yönetim kurulu üyelerine, Türk Ticaret Kanunu 333. maddesi gereğince esas sözleşmede aksine bir hüküm olmadıkça her toplantı karşılığı huzur hakkı ve Türk Ticaret Kanunu 472. maddesi gereğince almaları kararlaştırılan kar payı ödenmektedir. Yönetim kurulu üyelerine yapılan bu ödemelerin ücret olarak kabul edilmeleri halinde üyeler objektif özenle yükümlü tutulabilecektir.

Yönetim kurulu üyelerine ödenen huzur hakkının ücret niteliği doktrinde tartışmalıdır<sup>467</sup>. Ücret almayan yönetim kurulu üyelerinin özen borcunun Türk Ticaret Kanunu 320. maddesi kapsamında olamayacağı gerekçesiyle, genel hükümler çerçevesinde çözümleninin uygun olacağı doktrinde bazı yazarlar tarafından ileri sürülmüştür<sup>468</sup>. Huzur hakkının ücret olarak kabul edilmemesi halinde, yönetim kurulu üyeleri için Türk Ticaret Kanunu 137 ve Borçlar Kanunu 538/1 maddelerinin uygulanarak, subjektif özen ölçüsü konulduğu ileri sürülmektedir<sup>469</sup>. Subjektif özen ölçüsünün benimsenmesi halinde, ücret almayan yönetim kurulu üyesi ancak kendi işlerinde göstereceği özenle yükümlü tutulacaktır.

Diğer subjektif unsurlar Borçlar Kanunu 321. maddesinde sayılmıştır. Bu durumda yönetim kurulu üyelerinin genel kurul (işveren) tarafından bilinen veya bilinmesi gereken kişisel özellikleri ve istidatları dikkate alınarak göstermeleri gereken özen düzeyi belirlenecektir.

Çamoğlu'na göre; Türk Ticaret Kanunu 320. maddesi ücret alan veya almayan yönetim kurulu üyesi ayırımına gitmeksizin özen borcu ile ilgili olarak Borçlar Kanunu'nun 538/2. maddesinden hareketle tüm yönetim kurulu üyelerinin objektif özen borcunun varlığı kabul edilmelidir. Doktrinde yönetim kurulu üyelerinin faaliyetleri karşılığında ücret almalarına bakılmaksızın objektif

---

<sup>467</sup> Huzur hakkının ücret sayılması konusundaki tartışmalar için bkz; .Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, 68 vd.

<sup>468</sup> Arslanlı, Cilt 2, s. 152; Ansay, s. 108–109; Mimaroglu, s. 36.

<sup>469</sup> Arslanlı, Cilt 2, s.152; Ansay, s. 108–109; Mimaroglu, s. 36; Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk,s. 73; Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), s.322.

özen borcunun olduğu kabul edilmektedir<sup>470</sup>. Yargı kararları da bu görüşü destekler paralelde, yönetim kurulu üyelerinin objektif özen borcuna sahip oldukları yönündedir<sup>471</sup>. Ücret veya huzur hakkı almayan yönetim kurulu üyesine ise hakkaniyete uygun görülen hallerde subjektif özen ölçüsü uygulanabilir<sup>472</sup>.

Bu bağlamda, yönetim kurulu üyelerinin şirket hakkında gizli bilgileri kullanarak içerden öğrenenlerin ticareti işlemleri yapmaları anonim ortaklık ile yönetim kurulu üyeleri arasındaki sözleşmenin ihlalini oluşturmaktadır. Bu durumda doğan sorumluluktan kaynaklanan ispat yükü Borçlar Kanunu'nun 96. ve devamındaki maddelere göre çözülebilecektir. Yani, anonim şirket, yönetim kurulu üye ya da üyelerinin özen borcuna aykırı davranışı sonucunda uğradığı zararı ispatlamakla yükümlüdür. Bu zarar, şirket hakkındaki gizli bilgilerin içerden öğrenenlerin ticareti dolayısıyla kullanılması sonucunda şirketin uğradığı zarardır. Yönetim kurulu üyeleri ise ancak özen borcunun gereği gibi yerine getirildiğini veya sözleşmeye aykırı davranışın kendi kusurlarından kaynaklanmadığını ispatlayarak sorumluluktan kurtulabileceklerdir.

Her sözleşmede tarafların birbirlerine yönelik güveni bulunmaktadır. Vekâlet sözleşmesindeyse güven ilişkisi diğer sözleşmelerden daha belirgindir<sup>473</sup>. Yönetim kurulu üyesinin şirket hakkında gizli bilgileri kullandığı içerden öğrenenlerin ticareti güven ilişkisinin ihlalini oluşturacaktır. Türk Ticaret Kanunu yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu konusunda kusur karinesini yönetim kurulu üyeleri aleyhine kabul etmiştir. İçerden öğrenenlerin ticareti bakımından yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu, kendilerine yüklenen özen borcunun ihlali hallerinden birini oluşturmaktadır.

---

<sup>470</sup> Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s.59; İmregün, s.178; Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku**, Geliştirilmiş 4. bası, Adana 2003, s. 473.

<sup>471</sup> Orhan Nuri Çevik, **Uygulamada Şirketler Hukuku**, 3. Baskı, Ankara 2002, (Şirketler Hukuku), 430; Pulaşlı, s.473.

<sup>472</sup> Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s.71-72; Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), s.321.

<sup>473</sup> Gümüç, s. 34.

*bb. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sadakat Borcunun Kaynağı ve Niteliği*

Yönetim kurulu üyesi ile anonim şirket arasında Borçlar Kanunu 390 maddesinin ikinci fıkrasında vekilin özen borcunun ölçüsü olarak, “iyi surette ifa deyimini kullanılmış “sadakatle ifa” ifadesi yer almamıştır. Oysa kaynak İsviçre Borçlar Kanunu’nun 398. maddesinin ikinci fıkrasında “sadakat ve özenle ifa” ifadesi açıkça yer almaktadır<sup>474</sup>.

Yönetim kurulu üyesi ile anonim ortaklık arasındaki sadakat borcunun kaynağını özen borcunda olduğu gibi taraflar arasındaki vekâlet veya hizmet sözleşmesi oluşturmaktadır. Sadakat borcunun yönetim kurulu üyesi açısından anlamı yaptığı her türlü faaliyetlerinde, ortaklığın menfaatlerini üstün tutma mükellefiyeti altında olduğudur. Sadakat borcu yönetim kurulu üyelerinin özen ve sır saklama borçları başta olmak üzere rekabet yasakları ile ilgili borçların da temelini oluşturmaktadır<sup>475</sup>.

Sadakat borcu olumlu ve olumsuz davranışları kapsayan üst bir kavramdır. Sadakat borcunun olumsuz kapsamı zarar verici davranışlardan kaçınma yükümlülüğüdür<sup>476</sup>. Bu yükümlülüğün kapsamına şirketle ilgili sırların saklanması, güvenin kötüye kullanılmaması ile doğruluk ve bağlılığa uymayan davranışlarda bulunmaması girmektedir<sup>477</sup>. Sadakat borcunun olumlu kapsamını ise sözleşme ile bağlı olduğu şirketin çıkarlarını koruması oluşturmaktadır<sup>478</sup>.

Sadakat borcunun gereklerinden olan sır saklama borcunun içeriği olan sır kavramı üzerinde, doktrinde görüş birliği bulunmamaktadır<sup>479</sup>. İçerden öğrenenlerin ticareti açısından, yönetim kurulu üyesinin kendi şirketiyle ilgili edindiği (kamuya açıklanmamış) sırları (esaslı bilgiyi) hisse senedi ticaretinde

---

<sup>474</sup> Başpınar, s. 56.

<sup>475</sup> Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 74; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, s. 324.

<sup>476</sup> Kudret Ertaş, **Türk Hukukunda İşçinin Sadakat Borcu**, Ankara, 1982, s. 50; Centel, s.136; Süzek, s.291; Mollamahmutoglu, s.355; Eyrenci/Ulucan/Taşkent, s. 108 vd. Çelik, s. 127.

<sup>477</sup> Çelik, s. 127.

<sup>478</sup> Seza Reisoğlu, s. 158; Centel, s.136; Çelik, s. 126-127; Eyrenci/Taşkent/Ulucan, s.108.

<sup>479</sup> Ertaş, s. 50.

kullanması halinde sadakat borcuna aykırılık oluşmaktadır<sup>480</sup>. Ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin sadakat borcunun sınırı vekâlet sözleşmesinin süresi ile sınırlı değildir. Vekâlet sözleşmesinin süresi dolduktan sonra da sadakat borcu devam etmektedir<sup>481</sup>.

Vekilin sadakat borcundan türeyen bir diğer borcu da sır saklama borcudur<sup>482</sup>. Bu borç doktrinde susma borcu olarak da adlandırılmıştır<sup>483</sup>. Yönetim kurulu üyesinin, şirketin yönetme ve temsil görevi esnasında şirketle ilgili pek çok gizli bilgiye ulaşması işinin icrası için gereklidir. Sır saklama yükümlülüğü, yönetim kurulu üyesinin görevi gereği edindiği bilgileri üçüncü kişilere açıklamasının yasak olduğunu ifade etmektedir. Sır saklama yükümü de yönetim kurulu üyeliği görevi sona erdikten sonra devam etmektedir<sup>484</sup>.

Vekâlet sözleşmesinden doğan susma borcu mutlak olduğundan vekâletin sona ermesinden sonrada da devam eder<sup>485</sup>. Şirket hakkında öğrenilen bilgilerden kamuya duyurulmuş olanlar sadakat borcu kapsamında yer almayacaktır. Yönetim kurulu üyesinin bu sıfatı kazanmasına neden olan vekâlet sözleşmesi sebebiyle öğrendiği sırlar<sup>486</sup> ve bilgiler ise saklanmak mecburiyetindedir<sup>487</sup>. Bu bilgilerin içerden öğrenen ticaretinde kullanılması yönetim kurulu üyesinin Türk Ticaret Kanunu kapsamında sorumluluğuna sebep olacaktır.

Sır saklama yükümlülüğünün konusunu, açıklanması halinde müvekkilin maddi veya manevi zarar göreceği kesin olan olayların yanı sıra diğer kişilerin de kınanmasına neden olacak olaylar oluşturmaktadır<sup>488</sup>. Ayrıca, Türk Ticaret Kanunu Yönetim Kurulu üyelerinin sorumluluğu alanında kusurlu sorumluluk

---

<sup>480</sup> Amerikan Hukuku ve Avrupa Birliği Yönergeleri'ndekine benzer şekilde, bu bilgilerin kullanılarak herhangi bir hisse senedi ticareti işleminin yapılması, içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşmesi açısından yeterlidir.

<sup>481</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 450.

<sup>482</sup> Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, s. 324.

<sup>483</sup> Donay, s. 740.

<sup>484</sup> Çamoğlu(Poroy/Tekinalp), s. 324.

<sup>485</sup> Donay, s. 740.

<sup>486</sup> Sır kavramı için bakınız; Zühtü Aytaç, "Anonim Ortaklıklarda Denetçilerin Sır Saklama Yükümlülüğü", **BATİDER** Cilt 10, S.1, Haziran, Ankara 1979, s. 183 vd.

<sup>487</sup> Donay, s. 740; Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 450; Ertaş, s. 8.

<sup>488</sup> Tandoğan, Borç İlişkileri, s. 452.

ilkesini benimsemiştir. Kusurlu sorumluluk ilkesine dayanarak yönetim kurulu üyesinin sorumlu tutulabilmesi için, (üyenin) kendisine yöneltilebilecek kusurlu bir hareketin varlığı gerekmektedir<sup>489</sup>. İçerden öğrenenlerin ticareti bu tür kusurlu bir hareket neticesinde ortaya çıkmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin anonim şirketle ilgili edindikleri bilgileri kullanmaları özen ve sadakat borcuna aykırılık oluştururken; bu bilgileri başkalarına vererek onların kullanmalarını sağlamaları sadakat ve sır saklama borcuna aykırılık oluşturmaktadır.

Türk Ticaret Kanunu Tasarısının 527. maddesinde sır saklama yükümlülüğü düzenlenmiştir. Buna göre “(1) 404 üncü madde hükmü saklı kalmak üzere, görevi dolayısıyla incelemesine sunulan defter ve belgeleri inceleyenlerin, elde ettikleri veya verilen bilgilerden öğrendikleri iş ve işletme sırlarını açıklamaları yasaktır. Aksi hâlde şirketin maddî ve manevî zararını tazmin ederler.” hükmü yer almaktadır.

## **II. Cezai Sorumluluk**

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 47/A maddesi, esas olarak içerden öğrenenlerin ticaretini tanımlayan, bir ceza hükmü olma niteliği de taşımaktadır. Kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak işlenen bir ticaret suçu olan içerden öğrenenlerin ticareti, Sermaye Piyasası Kanunu’na 1992 tarihinde yapılan değişiklikle girmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 47/A-1 maddesindeki bu değişikliğin gerekçesi; sağlıklı ve dürüst bir sermaye piyasasının oluşmasını engelleyen fillerden olan içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyonların önlenmesi olarak belirlenmiştir.

“Cezai Sorumluluk” başlıklı 47/A-1. maddesinde; içerden öğrenenlerin ticareti sermaye piyasası suçlarından biri olarak Türk Hukuku’nda ilk kez tanımlanmış ve cezai yaptırıma bağlanmıştır.

---

<sup>489</sup> Mimaroglu, s. 27; İmregün, s.108; Doğanay, s. 57; Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk, s. 12.

## **A. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçunun Tanımı**

İçeriden öğrenenlerin ticareti suçu, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesinde; “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 mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek” olarak tanımlanmaktadır.

Bu fiili işleyenler ise 11'inci madde kapsamındaki ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumundaki kişiler şeklinde gösterilmekte ve bu kişiler içerden öğrenenler olarak adlandırılmaktadır.

## **B. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçuna Uygulanacak Ceza**

İçerden öğrenenlerin ticareti sermaye piyasasının işleyişini bozan uygulamalardan olduğundan ceza hükümleri arasında düzenlenmiş ve kanun koyucu tarafından önlenmek istenmiştir. İçerden öğrenenlerin ticareti ekonomik suçlardan kabul edildiğinden, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan düzenlemede, cezai müeyyideler belirlenirken hapis cezaları yanında para cezaları da ayrıca düzenlenmiştir. Ancak, “ekonomik suçlarda ekonomik cezalar” prensibinden hareketle hapis cezaları sınırlı tutularak, bu suça daha çok caydırıcı para cezaları verilmesi tercih edilmiştir<sup>490</sup>.

---

<sup>490</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'nun gerekçesi için bakınız. [www.spk@gov.tr](http://www.spk@gov.tr)



Para cezalarının, suçun işlenmesi suretiyle elde edilen menfaatin belirli katları şeklinde belirlenmesi esas alınarak, ekonomik suçların niteliğine elverişli bir ceza sistemi getirilmiş ve bir alt sınır oluşturulmuştur.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesine göre; içerden öğrenen olarak kabul edilebilecek ve daha önce de üzerinde durulan kişilerin "...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 mamelekî yarar sağlamaları veya bir zararı bertaraf etmeleri durumunda iki yıldan beş yıla kadar hapis ve 10 milyar TL'den 25 milyar TL'ye kadar ağır para cezası ile cezalandırılması" hükme bağlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A maddesinin 2. fıkrası gereğince içerden öğrenenlere verilecek ağır para cezaları herhangi bir üst sınıra bağlanmamışken, verilecek asgari para cezası suçun işlenmesi suretiyle temin edilen menfaatin üç katından az olamamaktadır.

Suçun işlenmesinde, 47/A-1 maddesinde yazılı içerden öğrenenlerin ticareti suçu aynı maddenin diğer bentlerinde yazılı hallerden iki veya daha fazlasıyla birleşmekteyse hapis cezasının alt sınırı üç, üst sınır altı yıl olarak saptanabilmektedir.

### **C. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçunun Hukukî Konusu ve Unsurları**

Sermaye Piyasası Kanunu'nda tanımlanan bu suçun ortaya çıkabilmesi için iki temel unsurun varlığı gerekmektedir. Bunlardan ilki içerden elde edilen nitelikli bilginin varlığıdır. İkincisi ise içerden öğrenenin bu nitelikli bilginin kullanılması sonunda mameleki bir yarar elde etmesi veya muhtemel bir zararı önlemesidir.

## 1. Esaslı Bilgiye Ulaşılmış Olması

Sermaye Piyasası Kanunu'nda açık olarak tanımlandığı gibi içerden öğrenenlerin ticareti suçunun işlenebilmesi için failin önceden belirli özelliklere sahip bilgiye ulaşmış olması gerekmektedir. İçerden öğrenenlerin ticareti alanında “esaslı bilgi” olarak nitelendirdiğimiz bilginin en önemli özelliği sermaye piyasası aracının fiyatına etkili olmasıdır.

Sermaye piyasası araçları ise Kanun'un 3. maddesinde; “...menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren misli nitelikteki seri halinde çıkan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen kıymetli evraktır. Diğer sermaye piyasası araçları ise menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurul'ca belirlenen evraktır. Şu kadar ki nutuk için çek, poliçe, bono ve mevduat sertifikaları bundan müstesnadır” olarak tanımlanmıştır.

Somut olaya bağlı olarak sermaye piyasası araçlarının fiyatına etkili bilgi, değişik nitelikler alabilmektedir. Esaslı bilginin içeriğinin şirketle, sermaye piyasası ya da başka bir konuyla ilgili olabilmesi mümkündür. Şirketlerle ilgili esaslı bilgilere örnek olarak; anonim ortaklığın bilanço dönemindeki kârı hakkında bilgiler, şirketlerin sermaye artırımını ile ilgili bilgiler, şirketin birleşme ve el değiştirmesi ile ilgili bilgiler gösterilebilir. Piyasada işlem gören hisse senetlerinin değerlerinde artış beklentisi ise sermaye piyasasına ilişkin esaslı bilgilere örnek teşkil edebilir.

Daha önceki bölümlerde de tartışıldığı gibi, esaslı bilginin en önemli özelliği kamuya duyurulmamış olmasıdır. Kamuya duyurulmayan gizli bilgiler güvenilirse yatırımcıların sermaye piyasası aracı alım satımlarında etkili olabilecektir. İçerden öğrenen işlemleri gizli bilgilere dayanmaktadır. Ancak asıl olan ortakların şirketle ilgili önemli gelişmeleri bilme hakkıdır. Bu, ortakların

Ticaret Kanunu'ndan doğan bir hakkı, ortaklık yönetiminin ise sermaye piyasası mevzuatından doğan bir yükümlülüğüdür.

Zaten bu nitelikteki bir bilginin derhâl açıklanması durumunda tüm yatırımcılar eşit bilgilere sahip olarak karar verebileceklerdir. Aksi durumda yani sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek bir bilginin açıklanmaması durumunda ise bilgiye sahip olan içerden öğrenenler bunu çeşitli araçlarla kullanıp menfaat sağlayabileceklerdir.

## **2. Maddi Unsur: Esaslı Bilgiyi Kullanarak Menfaat Elde Etmek**

Sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde “esaslı bilgiyi” kendisine ya da üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, “mameleki yarar sağlamak” veya “bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticareti suçunun maddî unsurunu oluşturmaktadır. Failin bu eyleminde menfaat sağlama veya zararı bertaraf etmeyi amaçlaması arasında, suçun oluşumu bakımından bir fark gözetilmemiştir<sup>491</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun yaptığı düzenleme ile içerden öğrenenler sadece kendi malvarlıkları yararına yaptıkları işlemlerden sorumlu tutulmamışlar, üçüncü kişiler yararına muamelede bulunmaları halinde de aynı cezai yaptırımla karşı karşıya kalmışlardır.

## **3. Manevi Unsur: Menfaat Sağlamak**

Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki içerden öğrenenlerin ticareti hakkındaki düzenlemeden de anlaşılacağı gibi; bu suç için genel bir kastın varlığı yeterli görülmemektedir. Anılan suç için Sermaye Piyasası Kanunu özel kastın varlığını aramaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A-1 maddesi, içerden

---

<sup>491</sup> Muzaffer Hatipoğlu, / Ali Parlar, **Özel Ceza Yasaları, Uygulamalarında Ekonomik ve Ticari Suçlar**, Ankara 2005, s. 478; Ali Parlar / Muzaffer Hatipoğlu, **Özel Ceza Kanunları ve Uygulaması**, İstanbul 2005, s. 1152–1153.

öğrenenlerin fiillerinin “menfaat sağlamak” özel kastıyla yapılmış olması şartını aramaktadır<sup>492</sup>. Bunun sonucu olarak; içerden öğrenenlerin, kendisine veya üçüncü kişilere “menfaat sağlama” amaçlı işlemleri madde kapsamında kovuşturulacaktır. Menfaat sağlama amacına yönelik olmayan işlemler ise özel kastın yokluğu nedeniyle madde kapsamında değerlendirilmemelidir.

#### **D. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçun Faili**

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 47/A-1 maddesi, içerden öğrenenlerin ticareti suçunu tanımlarken, bu suçun muhtemel faillerinin kimler olabileceğini sınırlı sayı ilkesine bağlı kalınmaksızın örneklerle saymıştır. Buna göre 11’inci madde kapsamındaki ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla bağlantıları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek kişiler içerden öğrenen olarak kabul edilmiştir.

Kanun’da içerden öğrenen listesi oluşturulurken, kamuya duyurulmamış bilgilere kolaylıkla ulaşılma ve kullanabilmenin temel alındığı görülmektedir. Yukarıda ismen sayılanların yanı sıra sermaye piyasası kuruluşlarının çalışanları örneğin; sermaye piyasası kurulu başkanı ve üyeleri ile denetim elemanları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası başkanı ve üyeleri ile diğer personeli, Merkez Bankası başkanı ve yönetim kurulu üyeleri, bankalar ve aracı kurumların çalışanları içerden öğrenenlere örnek gösterilebilecektir. Ayrıca bağımsız denetim kuruluşlarının çalışanları, halka açık anonim ortaklıklarla ilgili uyuşmazlıkların görüldüğü mahkemede görevli hâkim, savcı ile avukat, bilirkişi de içerden öğrenen sayılabilir.

---

<sup>492</sup> Hatipoğlu/ Parlar, s. 478; Parlar/ Hatipoğlu, s. 1152–1153.

İçerden öğrenen olarak kabul edebileceğimiz kişiler arasında yukarıda sayılanlarla doğrudan veya dolaylı olarak bu kişilerle bağlantı kurabilecek kişiler de kapsama dâhil kabul edilebilmektedir. Başta aile bireyleri olmak üzere bütün kişiler; fiili işlemleri durumunda içerden öğrenenler gibi sorumlu tutulabilmektedir. Türk Hukuku'nda "bilgi edinenler", Amerikan Hukuku'nda ise "tipper" olarak adlandırılan bu kişilerin kapsamı bilginin yayılma düzeyine göre genişleyebilmektedir.

### **E. İçerden Öğrenenleri Ticareti Suçunda Zarar Gören**

İçerden öğrenen suçundan zarar görenler; henüz kamuya duyurulmamış, sermaye piyasası aracının değerini etkileyecek bilgiye sahip içerden öğrenenle işlem yapan ancak bu bilgiye sahip olmayan gerçek veya tüzel kişilerdir.

Sermaye piyasası alanında işlenen içerden öğrenenlerin ticareti suçlarında zarar görenlerin sayısı, bilginin dağılmasıyla doğru orantılı olarak artmaktadır. Bilginin çok yayılması halinde işlem sayısı ve işlem hacmi büyük olmaktadır. İşlem sayısının yüksekliği doğal olarak zarar görenlerin sayısını da arttırmaktadır.

### **F. Tekerrür**

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/son maddesinde içerden öğrenenlerin ticareti suçuyla ilgili olarak tekerrür halini düzenlenmiştir. Bu hükme göre içerden öğrenenlerin ticareti suçunun tekerrürü halinde uygulanacak ceza yarı oranında arttırılmaktadır. Bunun için Türk Ceza Kanunu'nun 58. maddesindeki düzenlemeyle uyumlu olarak; cezaların artırılabilmesi için daha önce verilen cezanın infazı şartı aranmamaktadır.

Tekerrür açısından üzerinde durulması gereken bir noktada da Sermaye Piyasası Kanunu'nun 48 maddesinde yer alan ve failin sıfatından kaynaklanan özel artırım sebepleridir. Bu maddeye göre; "Sermaye Piyasası Kanunu kapsamındaki ihraççılarla sermaye piyasası kurumlarının yönetim kurulu üyeleri,

denetçileri, müdür ve diğer personeli ve yatırım fonu temsilcileri sorumlularının, ortaklığın, kuruluşun veya fonun paraları ve diğer malları ile sermaye piyasası araçları, defter, evrak, dosya, kayıt ve diğer belgeler üzerinde işledikleri suçların genel hükümlere göre belirlenen cezaları yarı oranında artırılarak hükmolunur”.

Tekerrür için esas alınacak süre, Sermaye Piyasası Kanunu’nda bir hüküm bulunmadığından genel hükümlere göre belirlenecektir. Türk Ceza Kanunu’nun 58. maddesinin 2.fıkrasına göre; tekerrüre esas alınacak süre önceki suçtan alınan mahkûmiyet ve para cezasına göre belirlenecektir<sup>493</sup>.

---

<sup>493</sup> Madde 58. - (1) Önceden işlenen suçtan dolayı verilen hüküm kesinleştikten sonra yeni bir suçun işlenmesi hâlinde, tekerrür hükümleri uygulanır. Bunun için cezanın infaz edilmiş olması gerekmez.

(2) Tekerrür hükümleri, önceden işlenen suçtan dolayı;

a) Beş yıldan fazla süreyle hapis cezasına mahkûmiyet hâlinde, bu cezanın infaz edildiği tarihten itibaren beş yıl,

b) Beş yıl veya daha az süreli hapis ya da adlî para cezasına mahkûmiyet hâlinde, bu cezanın infaz edildiği tarihten itibaren üç yıl,

Geçtikten sonra işlenen suçlar dolayısıyla uygulanmaz.

(3) Tekerrür hâlinde, sonraki suçta ilişkin kanun maddesinde seçimlik olarak hapis cezası ile adlî para cezası öngörülmüşse, hapis cezasına hükmolunur.

(4) Kasıtlı suçlarla taksirli suçlar ve sırf askerî suçlarla diğer suçlar arasında tekerrür hükümleri uygulanmaz. Kasten öldürme, kasten yaralama, yağma, dolandırıcılık, uyuşturucu veya uyarıcı madde imal ve ticareti ile parada veya kıymetli damgada sahtecilik suçları hariç olmak üzere; yabancı ülke mahkemelerinden verilen hükümler tekerrüre esas olmaz.

(5) Fiili işlediği sırada onsekiz yaşını doldurmamış olan kişilerin işlediği suçlar dolayısıyla tekerrür hükümleri uygulanmaz.

(6) Tekerrür hâlinde hükmolunan ceza, mükerrirlere özgü infaz rejimine göre çektirilir. Ayrıca, mükerrir hakkında cezanın infazından sonra denetimli serbestlik tedbiri uygulanır.

(7) Mahkûmiyet kararında, hükümlü hakkında mükerrirlere özgü infaz rejiminin ve cezanın infazından sonra denetimli serbestlik tedbirinin uygulanacağı belirtilir.

(8) Mükerrirlerin mahkûm olduğu cezanın infazı ile denetimli serbestlik tedbirinin uygulanması, kanunda gösterilen şekilde yapılır.

(9) Mükerrirlere özgü infaz rejiminin ve cezanın infazından sonra denetimli serbestlik tedbirinin, itiyadi suçlu, suçlu meslek edinen kişi veya örgüt mensubu suçlu hakkında da uygulanmasına hükmedilir.

## IV. SONUÇ

İçerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasalarının düzgün, âdil ve meşru işleyiş düzenini engelleyen bir fiildir.

İçerden öğrenenlerin ticareti, şirketteki durumu itibarıyla, kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye ulaşabilecek bir kişinin eylemlerinden doğmaktadır. Şirkete bağlı içerden öğrenen olarak nitelendirilen kişi, esaslı bilgiyi kamuya açıklanmadan önce kendisi kullanmakta ve/veya bir başkasına vermektedir. Esaslı bilgi, sermaye piyasalarında bilginin kaynağı olan şirketin hisse senetlerinin alımı yoluyla değerlendirilip bu eylem sonucunda mameleki bir yarar elde edildiğinde içerden öğrenenlerin ticareti de gerçekleşmiş olmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticareti gelişmiş ya da gelişmekte olan tüm sermaye piyasalarında görülen hukuk dışı bir davranıştır. Bu davranış tarzının yasal olarak düzenlenmesi konusu doktrinde irdelenmiş ve düzenleme karşıtı görüşler de belirtilmiştir. Ancak bizim de katıldığımız “yasal düzenlemenin gerekliliği fikri”, gerek ekonomist ve maliyeciler gerekse hukukçular tarafından genel olarak kabul görmektedir. Konunun yasal olarak düzenlenip düzenlenmemesi yolundaki tartışma, yapılacak düzenlemelerin kapsamının ne olacağı yönüne doğru kaymıştır. Bu bağlamda, uluslararası standartların getirilmesi, içerden öğrenenlerin ticaretinin uluslararası müeyyidelerle düzenlenmesi ve ülkeler arasında bir müktesebat uyumunun sağlanması için çalışmalar yapılmaktadır. Üye ülkelerin sermaye piyasaları arasında eşgüdümü sağlamak üzere oluşturulmuş ülkelerarası bir kuruluş olan ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun da üye olduğu IOSCO, bu konuda ciddi katkılarda bulunmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen hukuk kuralları, sermaye piyasalarının dinamik yapıları ve bu yapının giderek karmaşıklaşması neticesinde, çağa ve teknolojiye ayak uyduracak şekilde zamanla değişmiştir. İçerden öğrenenlerin ticareti, özellikle gelişmiş sermaye piyasalarında yasaklanmıştır.

İngiltere, Blue Sky Laws ile içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan ilk ülke olmakla birlikte; bu alandaki en kapsamlı düzenlemeler Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılmıştır. Amerikan Hukuku bu konudaki Avrupa Birliği uygulamasını düzenleyen yönergelerin çıkış noktasını da oluşturmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşebilmesi için bazı unsurların oluşması gerekmektedir. Öncelikle şirkete ait bir bilgi edinilmeli ve bu bilgi sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek nitelikte olmalıdır. Doktrinde böyle bir bilginin kıstası olarak makul bir yatırımcının, yatırım kararını etkileyebilecek niteliğe sahip olması gösterilmektedir. Esaslı nitelikteki bu bilgi kamuya duyurulmadan önce sermaye piyasası araçlarının alım satımında kullanılmalıdır. Sonuçta, içerden öğrenen, mameleki bir yarar sağlayabilmekte ya da normal durumun devamı halinde ortaya çıkabilecek zararını önleyebilmektedir. Bu noktada sermaye piyasalarında işlem yapanlar arasında âdil ve hukuki olmayan bir durum ortaya çıkmaktadır.

Âdil ve hukuki olmayan bu durumun kaynağı içerden öğrenendir. Ancak ABD, AB ve Türk Hukuku'nda içerden öğreneni tanımlayan bir yasa hükmü bulunmamaktadır. Kimin içerden öğrenen ya da içerden öğrenen benzeri sayılacağı içerden öğrenenlerin ticaretinin oluştuğu olaydan olaya farklılık göstermiştir. Kanaatimizce, sermaye piyasası araçları üzerinde kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak yapılan ticaret, içerden öğrenenlerin ticaretidir. İçerden öğrenenlerin ticaretini gerçekleştiren ve esaslı bilgiye sahip olarak bunu kullanan kişi de içerden öğrenen olarak kabul edilmelidir.

İçerden öğrenenin tâbi olduğu hukuki sorumluluğun belirlenebilmesi için Amerikan Hukuku'nda çeşitli teoriler geliştirilmiş, teorilerin davadan davaya uygulama sonuçları Yüksek Mahkeme tarafından değerlendirilerek sonunda Modern Teori olarak nitelendirilen yaklaşım benimsenmiştir. ABD'de uygulanmakta olan Modern Teori, Securities Exchange Act'in 10b ve 10b-5 maddelerinin, Yüksek Mahkeme tarafından zamanla farklı yorumlanmasıyla geliştirilmiştir. Modern Teori, geçmişte içerden öğrenenlerin ticaretini



açıklamaya yönelik olarak uygulanan Klasik Teori ve Kötüye Kullanma Teorileri'nin bir bileşimi ancak daha kapsamlısı niteliğindedir.

Klasik Teori güven yükümlülüğü üzerine kurulmuştur ve Yüksek Mahkeme tarafından benimsenen ilk teori olma özelliğini taşımaktadır. Klasik teoride, içerden öğrenenlerin ticareti, içerden öğrenen kişi, ihraççı şirketin çalışanıysa ya da bağımsız bir şirket veya kişinin bu şirketle sözleşmeye dayanan bir güven yükümlülüğü varsa ortaya çıkmaktadır. İçerden öğrenen esaslı bilgiyi edindiğinde bu bilgiyi saklamalı ya da kullanmak istiyorsa, kullanmadan önce kamuya açıklamalıdır. Bu durum "açıkla ya da kaçın yükümlülüğü" olarak adlandırılmaktadır.

İçerden öğrenenin şirketteki ilişkileri nedeniyle dolaylı ya da dolaysız olarak ulaştığı esaslı bilgiler şirketin menfaati için kamuya açıklanmadan kullanılabilir. Ancak kişisel menfaat için kullanılmamalıdır. Esaslı bilgiye sahip olan kişi, sermaye piyasasında işlem yapan diğer kişilere karşı bilgi avantajı sağladığından bu eylem yasaklanmaktadır. Eylem yalnızca içerden öğrenen için değil aynı zamanda içerden öğrenen sayılanlar için de yasaklanmıştır. Bu nedenle esaslı bilginin kullanılmasından dolayı sermaye piyasasında işlem yapan kişilerden biri başkaları aleyhine bir üstünlük sağlamışsa ve bu bilgiyi kullandığında üstünlük sağlayacağıının farkındaysa içerden öğrenenlerin ticareti yapılmış kabul edilmelidir.

Dolayısıyla Klasik Teori'ye dayanarak içerden öğrenenlerin ticaretinin oluşabilmesi için; menkul kıymet ticaretinin yapılmasına neden olabilecek esaslı bir bilgi alınmalı, kamuya mal olmamış bu esaslı bilgiye dayanarak menkul kıymet ticareti yapılmış olmalı ve güven yükümlülüğü ihlâl edilmelidir.

Klasik Teori'nin, bilginin kaynağı olan şirket ile içeriden öğrenen kişi arasında mutlaka bir güven ilişkisinin varlığını gerektirmesi, bu teorinin gelişmiş sermaye piyasalarında uygulanabilirliğini azaltmış ve Yüksek Mahkeme tarafından bunun yerine Kötüye Kullanma Teorisi geliştirilmiştir. Bu teori ise,

esaslı bilginin çalınmasına ya da kötüye kullanılmasına dayandırılmıştır. Esaslı bilginin kullanılması, bilginin kaynağından çalınması olarak değerlendirilmiştir. Dolayısıyla, teorinin en büyük yeniliği, güven yükümlülüğünün, bilginin çıktığı şirkete, yani kaynağa karşı oluştuğunu kabul etmesidir. Gerçekten de, Klasik Teori, bilginin kaynağı olan şirketin hissedarlarını eylemin mağduru olarak görürken, Kötüye Kullanma Teorisi bilginin kaynağı olan şirketin kendisini eylemin mağduru saymıştır. Bu anlamda Kötüye Kullanma Teorisi, “kaynağa karşı hile” yaklaşımı olarak da adlandırılmıştır.

Klasik Teori, içerden öğrenenlerin ticaretinin oluşması için güven yükümlülüğünün ihlâlini ararken, Kötüye Kullanma Teorisi bilginin herhangi bir kimse tarafından kötüye kullanılmasını yeterli görmüştür. Bu anlamda, güven yükümlülüğünün ihlâli, kötüye kullanmanın ana nedenlerinden biri olarak değerlendirildiğinden Kötüye Kullanma Teorisi Klasik Teori’den daha kapsamlıdır.

Kötüye Kullanma Teorisi’nde, işlemi yapan kişinin konumunu kötüye kullanması, dürüstlüğü ihlâl etmesi ve güvene aykırı diğer yöntemlerle sağladığı esaslı bilgi avantajını kullanması kötüye kullanma sayılmış ve bu nedenle güven yükümlülüğünün ihlâl edildiği kabul edilmiştir. Böylece, içerden öğrenen ve/veya içerden öğrenen sayılanların da kapsamı genişlemiş, kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanılarak herhangi bir kimse tarafından yapılan ticaret dürüst kabul edilmemiştir.

Kötüye Kullanma Teorisi’nin de görülen bazı davalarda yetersizliğinin saptanması nedeniyle, Yüksek Mahkeme’nin Securities Exchange Act’in 10. maddesi üzerindeki tasarrufu yeniden değişmiş ve Modern Teori geliştirilmiştir. Modern Teori her iki teorinin unsurlarını da barındıran ama daha kapsamlı bir yaklaşım niteliğindedir. Bu yaklaşımda içerden öğrenenlerin ticaretinin oluşabilmesi için Securities Exchange Act’in 10b–5 maddesinin ihlâl edilmesi gerekmektedir.

Modern Teoriye göre, herhangi bir kişi, başkalarını aldatma kastıyla gerçek dışı beyanda bulunduğu veya yaptığı beyan tüm gerekli açıklamaları içermediğinde ve bu şekilde, kamuya açıklanmamış esaslı bilgileri menkul kıymet ticaretinde kullandığında içerden öğrenenlerin ticareti suçunu işlemiş olmaktadır. Modern Teori'nin bu bölümü Klasik Teori'yle örtüşmektedir. Diğer yandan, yine bu teoriye göre, bilginin kaynağına karşı var olan güven ilişkisi ihlâl edilerek kamuya açıklanmamış esaslı bilginin sermaye piyasası araçlarının ticaretinde kullanılması, yani Kötüye Kullanma Teorisi kapsamına giren faaliyetlerin ortaya çıkması durumunda da içerden öğrenenlerin ticareti gerçekleşmiş sayılmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticareti, Avrupa Birliği'nde de düzenlemelere konu olmuştur. Avrupa Birliği'ndeki düzenlemede, içerden öğrenilen bilgiyi bilerek ya da içerden edinilen bilgi olacağını bilmesi gerekerek kullanan kişiler içerden öğrenen sayılmaktadır ve içerden öğrenenin kimliği konusunda, profesyonel araçlar ile sıradan yatırımcılar arasında bir ayrım yapılmamıştır. Bu bakımdan Avrupa Birliği uygulaması içerden öğrenenin belirlenmesinde daha somut bir nitelik taşımaktadır. Ayrıca içerden öğrenen olabilecek kişilerin bir liste halinde belirlenmesi ve sermaye piyasası organlarına bildirilmesi kuralı da getirilmiştir.

Avrupa Birliği'nin yayımladığı Yönergelerde içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşebilmesi için kullanılan bilgilerin esaslılık niteliği somut olarak belirlenmiştir. Kesin, hisse senedi fiyatını etkileyebilecek, ihraççı ya da finansal araçla ilgili olan bilgi esaslı bilgi olarak kabul edilmektedir.

Gerek Avrupa Birliği gerekse Amerikan Hukuku'nda esaslı bilgileri açıklama yükümlülüğünden açıkça bahsedilmektedir. Kamuya açıklama yükümlülüğü, Türk Hukuku'nda da açık olarak yer almış ve içerden öğrenenlerin ticaretinin kamuya mal olmamış esaslı kabul ettiğimiz bilgiyle gerçekleşebileceği açıkça belirtilmiştir. Ancak kamuya açıklanmanın ne zaman gerçekleşeceği konusunda Sermaye Piyasası Kanunu'nda açık bir hüküm bulunmamaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'muz içerden öğrenenin kim olduğunu da

tanımlamamış ancak kimlerin bu sıfatı taşıyabileceğine bu kişileri sayarak işaret etmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu içerden öğrenenlerin ticaretini, sermaye piyasası suçları arasında düzenlemiştir. Bu yüzden de, içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hüküm, bilgiyi kullanan kişilere verilecek cezayı düzenlemekle yetinmekte (Sermaye Piyasası Kanunu madde 47/A-1), içerden öğrenenlerin ticaretinden doğan hukuki sorumluk hakkında ise herhangi bir düzenleme içermemektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun hukuki sorumluluğu düzenlememesinin ortaya çıkardığı bu boşluğun, Borçlar Kanunu'nun genel hükümleri ile doldurulması gerektiğine inanmaktayız. Kanaatimizce, içerden öğrenenlerin ticaretine uygulanması gereken genel hüküm, Borçlar Kanunu'nun haksız fiillere ilişkin 41/1. maddesi olmalıdır.

İçerden öğrenenlerin ticaretinde, haksız fiilin davranış unsuru; esaslı bilginin kullanılmasıdır. Esaslı bilgi içerden öğrenenin bizzat kendisi tarafından kullanılabilmesi gibi, bilgiyi aktardığı kişi tarafından da kullanılabilir. Bu davranış, Sermaye Piyasası Kanunu'yla cezai yaptırıma bağlandığına göre, haksız fiilin hukuka aykırılık unsuru da mevcuttur. Haksız fiilin zarar unsuru ise aynı zamanda içerden öğrenenlerin ticaretinin de bir unsurunu oluşturmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticaretinde genellikle dar anlamda malvarlığı zararı (diğer zararlar) ortaya çıkmaktadır; ama kullanılan bilginin içeriğine bağlı olarak geniş anlamda zarar da söz konusu olabilir. İçerden öğrenenlerin ticareti, niteliği gereği kasten gerçekleştirilebilecek bir davranıştır. Haksız fiilin diğer unsuru olan uygun nedensellik bağı, zarar ile bilginin kullanılması arasında kurulabiliyorsa zararın tazmini de mümkün olabilecektir.

İçerden öğrenen veya bilgi edinen kişilerin, zarar görenle aralarında önceden kurulmuş sözleşme ilişkisi bulunabilir. Esaslı bilginin, sözleşme ilişkisi nedeniyle edinilen statü sonucunda elde edildiği olaylarda; zarar gören uğradığı zararın tazminini isterse Borçlar Kanunu'nun sözleşmeye aykırılığa isterse haksız fiile ilişkin hükümlerine dayandırarak tazmin ettirebilecektir.

İçeriden öğrenen ticaretini gerçekleştirenin bu fiilden cezai olarak sorumlu tutulabilmesine gelince, Kanun’umuzda bu konuda mameleki yarar elde etme koşulu getirilmiş, yararın büyüklüğüne bağlı olarak da ceza artışı öngörülmüştür (Sermaye Piyasası Kanunu madde 47/A-1). Oysa diğer olasılık olan işlem sonucu elde edilen yararın önemsenmeyecek kadar küçük olması maddede düzenlenmemiştir. Yani cezai yaptırım uygulanabilmesi için elde edilen malvarlığı yararının ne düzeyde olması gerektiği Kanun’da belirtilmemiştir.

Gelişen teknolojik haber alma yöntemleri ve özel kurumlar sayesinde, gelişmiş sermaye piyasalarında içerden öğrenenlerin ticaretinin varlığı birkaç saniye içinde saptanabilmektedir. Bu sayede diğer yatırımcıların da ticareti yapılan araca yönelmeleri olanaklı olabilmektedir. Türkiye’de bu tipteki faaliyetleri saptayarak yatırımcılara duyuran profesyonel kuruluşlar bulunmamaktadır. Bu hizmet Sermaye Piyasası Kurulu uzmanları tarafından gerçekleştirilmekte ancak tespit edilen bu tip işlemler kamuya duyurulmamakta, sadece yapılacak soruşturmalar için bilgi sağlayıcı nitelik taşımaktadır. Bu nedenle sermaye piyasasında faaliyet gösterenler yeterli derecede bilgilenememektedir.

İçerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili düzenlemenin yapıldığı tarihten günümüze kadar Sermaye Piyasası Kurulu’nun verilerine göre on üç olay yargıya intikal etmiş; bunlardan sadece ikisi hakkında mahkûmiyet kararı verilmiştir. İçerden öğrenenlerin ticareti işlemlerinin yargıya intikalinin bu kadar az olmasının nedeni gerçekte az olması değil; tespit edilmesini sağlayacak sistemlerin henüz oluşturulamamış olmasıdır. Amerika gibi gelişmiş borsaların bulunduğu ülkelerde, içerden öğrenenlerin ticareti bağımsız kuruluşlar tarafından yakından takip edilmektedir. Benzer sistemlerin bizim borsalarımızda da oluşturulması halinde içerden öğrenenlerin ticareti gerçek boyutlarıyla ortaya çıkarılıp takip edilebilecektir.

Ekonomik menfaatin yüksek olması nedeniyle içerden öğrenenlerin ticareti suçuyla daha etkin ve hızlı mücadele ancak uzmanlar yardımıyla mümkün

olabilecektir. Bu nedenle sermaye piyasası suçlarının yargılandığı özel mahkemeler kurulmalıdır. Bu mahkemeler sermaye piyasası suçları ve içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili düzenlemeler tam olarak yapıldıktan sonra işlevsel olabilecektir.

Sermaye Piyasası Kanunu değiştirilirken Avrupa Topluluğu mevzuatı dikkate alınarak içerden öğrenenlerle ilgili daha ayrıntılı düzenlemeler yapılması uygun olacaktır. Öncelikle, içeriden öğrenen ve içerden öğrenen benzeri kavramlarının Kanun'da tanımlanmasında yarar vardır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda içerden öğrenenlerin ticareti açısından esaslı bilginin kamuya açıklanması kavramı da tanımlanmalı; elektronik ortamda kamuya açıklanma ile ilgili olarak da ayrıntılı düzenlemelere yer verilmelidir. Ayrıca kamuya açıklanma zamanı da belirlenmelidir. Kanaatimizce, sermaye piyasasındaki yatırımcılar söz konusu bilgiye ulaşip yorumlayabilecek zamanı elde ettiklerinde açıklanma tamamlanmış olacak, bu aşamadan sonra içerden öğrenenin aynı bilgiye dayanarak yaptığı işlem Sermaye Piyasası Kanunu'na aykırılık teşkil etmeyebilecektir. Kanun'umuz içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşebilmesi için malvarlığı artışı ya da olası bir zararın engellenmesi gereği üzerinde durmaktadır. Ancak suçun ortaya çıkabilmesi için her iki kavramın asgari sınırlarının da Kanun'da açık olarak belirlenmesi gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

AC0BA, Micah. "Insider Trading Jurisprudence After United States v. O'Hagan A Restatement Of Torts", **Cornell Law Review**, Vol: 84, 1999.

AGNEW Randy. "Notes, **Texas Tech. Law Review**, 1984.

ALDAVE, Barbara. "Misappropriation: A General Theory Of Liability For Trading On Nonpublic Information", **Hofstra Law Review**, Vol: 13, No: 101, 1985. Aldave, Misappropriation.

ALDAVE, Barbara. "The Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act Of 1988: An Analysis And Appraisal", **Albany Law Review**, Vol: 52, 1988. Aldave, Insider Trading.

ANABTAWI, Iman. "Toward A Definition Of Insider Trading", **Stanford Law Review**, 41, S 377, 1989.

ANDERSON, Robert. "Securities Regulation: Rule 10b-5 of SEC Act-Tippees Are Not Liable For Insider Trading, Absent A Breach Of Insider's Fiduciary Duty", **Washburn Law Journal**, Cilt: 23, 1984.

ANDRE Gregory. "Constructive Insider Liability And The Arm's Length Transaction Under Footnote 14 Of Dirks", **The George Washington Law Review**, 1984.

ANSAY Tuğrul. **Anonim Şirketler Hukuku**, 6. Baskı, Ankara, 1982.

ARKAN Sabih. **Ticari İşletme Hukuku**, Ankara 2001.

ARSEBÜK, Esat. **Borçlar Hukuku, Birinci Cilt**, İstanbul 1943.

ARSLANLI Halil. **Anonim Şirketler I Umumi Hükümler** 3. Bası, İstanbul 1960. Arslanlı, Şirketler I.

ARSLANLI Halil. **Anonim Şirketler II Umumi Hükümler**, İstanbul 1959. Arslanlı, Şirketler II.

ARTURO, Bris. "Do Insider Trading Laws Work", **Yale International Center for Finance Working Paper** No: 00-19, 2000.

ATAMER, Yeşim. **Haksız Fiilden Doğan Sorumluluğun Sınırlandırılması, Özellikle Uygun Nedensellik Bağı ve Normun Koruma Amacı Kuramları**, İstanbul 1996.

AYTAÇ, Zühtü. "Anonim Ortaklıklarda Denetçilerin Sır Saklama Yükümlülüğü", **BATİDER** Cilt 10, S.1, Haziran, Ankara 1979.

BACHARACH Robert. "Dirks v. SEC's Footnote Fourteen Horizontal And Vertical Reach", **Washington University Law Quarterly**, Vol: 62, 1985.

BAINBRIDGE, Stephen. "The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive", Primer, 2001, Erişim: 10.06.2006, [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=261277](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=261277). Bainbridge, Comprehensive Primer

BAINBRIDGE, Stephen. "Insider Trading Regulation", **SMU Law Review**, 1999. Bainbridge, Regulation.

BAINBRIDGE, Stephen. "The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma", **University of Florida Law Review**, Vol. 38, 1986. Bainbridge, Economic Enigma.

BAINBRIDGE, Stephen. Insider Trading, Erişim: 04.12.2006. <http://encyclo.findlaw.com/5650book.pdf>. Bainbridge, Insider.



BARNETT, James. "Neither A Tipper Nor A Tippee Be", **Houston Law Review**, Vol: 8, 1970.

BAŞPINAR, Veysel. **Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu**, 2. Baskı, Ankara 2004.

BAYNE, David. "The Insider's Natural Law Duty: Chestman And The Misappropriation Theory", **Kansas Law Review**, Vol. 43, 1995.

BAYRAM Volkan. **Kayda Alma Muafiyeti Uygulamaları**, SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ekim 2002. Erişim: 28.09.2006, [http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/Volkan\\_Bayram.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/Volkan_Bayram.pdf);

BEBEL, Christopher/VERT, Kenneth. "State Takeover Laws Insider Trading And The Interplay Between The Two A New Perspective", **West Virginia Law Review**, Vol: 91, 1989.

BENY Laura Nyantung. "Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence", **William Davidson Institute Working Paper** Number 741, January, 2005.

BERKİ, Şakir. **Borçlar Hukuku Umumi Hükümler**, Ankara 1962.

BERZEK, Ayşe Nur. "Sermaye Piyasasında Aracılık", **Prof. Dr. Reha Poroy'a Armağan**, İstanbul 1995.

BHATTACHARYA, Utpal /DAOUK, Hazem. "The World Price of Insider Trading", s. 1. Erişim: 26.06.2006. [www.e-u-tokyo.ac.jp/cirjerresearchworkshops/macromacropaper04utpal1.pdf](http://www.e-u-tokyo.ac.jp/cirjerresearchworkshops/macromacropaper04utpal1.pdf).

BİLGE, Necip. **Borçlar Hukuku Özel Borç Münasebetleri**, Ankara 1971.

BİRSEN, Kemaleddin. **Borçlar Hukuku Dersleri**, Birinci Kitap Borçların Umumi Hükümleri, İstanbul 1954.

BLACK Ann/SEGAL, Andrew/STEWART. "Carroll. Dirks v. SEC: A Gain For Dirks, A Loss For The Market", **Mercer Law Review**, Vol. 35, 1984.

BLIWISE, Lester. "Corporate Recovery For Insider Violations", **Brooklyn Law Review**, Vol: 36, 1970.

BRODSKY, David / KRAMER, Daniel. "A Critique Of The Misappropriation Theory Of Insider Trading", **Cardozo Law Review**, Vol: 20, 1999.

BRODSKY, David. "Insider Trading And The Insider Trading Sanctions Act Of 1984", **Washington And Lee Law Review**, Vol: 41, 1984.

BROWN, Anne Graff. "A Re-Evaluation Of Federal And State Regulation Of Insider Trading On The Open Securities Market", **Washington University Law Quarterly**, Vol: 58, 1980.

BROWN, Katherine. "SEC Civil Remedies For Insider Trading Actions Under Section 10b Of The Securities Exchange Act Of 1934 And Rule 10-5", **Cincinnati Law Review**, Vol: 57, 1989.

BRUDNEY, Victor. "Insider Securities Dealings During Corporate Crises", **Michigan Law Review**, Vol: 61,no: 1, 1962.

BRUDNEY, Victor. "O'Hagan's Problems," **The Supreme Court Review**, 1997.

BRUNER, Robert. "M&A Guide to Rules of the Road: Securities Law, Issuance Process, Disclosure, and Insider Trading", s. 11, Erişim: 13.08.2006, www.ssrn.com. SSRN\_ID653301\_code22750[1].

ÇAMOĞLU, Ersin. "Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Borcu", **Prof. Dr İmran Öktem'e Armağan**, Ankara 1970.Çamoğlu, Özen Borcu.

ÇAMOĞLU Ersin. **Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu**, Ankara 1972.Çamoğlu, Hukuki Sorumluluk.

CARLTON, Dennis/FISCHEL, Daniel. "The Regulation Of Insider Trading", **Stanford Law Review**, Vol: 35, 1983

CARNEY, William. "Signalling And Ceusation In Insider Trading, **Catholic University Law Review**, Vol: 36, 1967.

CARR, Brian, "Culpable Intent Required For All Criminal Insider Trading Convictions After United States v O'Hagan", **Boston College Law Review**, Vol: 40, 1999.

ÇELİK, Nuri, **İş Hukuku Dersleri**, Yenilenmiş 9.Bası, İstanbul 2006.

CENTEL, Tankut. **Bireysel İş Hukuku, Cilt 1**, İstanbul 1992.

ÇEVİK, Orhan Nuri. **Uygulamada Şirketler Hukuku**, 3. Baskı, Ankara 2002.Çevik, Şirketler Hukuku.

ÇEVİK, Orhan Nuri. **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, Ankara, Şubat 2000. Çevik, Sermaye Piyasası.

CHAPMAN, Bruce/DENNISS, Richard. "Using Rewards To Catch White Collar Criminals", **The Australia Institute**, November, 2003, Erişim: 22.03.2006, [www.tai.org.au/WhatsNew\\_Files/WhatsNew/ROGUE.pdf](http://www.tai.org.au/WhatsNew_Files/WhatsNew/ROGUE.pdf).

CHASIN, Steven. "Insider v. Issuer Resolving And Preventing Insider Trading Compliance Policy Disputes", **UCLA Law Review**, 2003.

CHENG/FIRTH/LEUNG/RUI. "The Effects of Insider Trading on Liquidity". 2005, s. 20, Erişim: 17.06.2006, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). SSRN\_ID881293\_code211389[1].

CLAYTON Mark. "The Misappropriation Theory In Light Of Carpenter And The Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act Of 1988", **Pepperdine Law Review**, Vol: 17, 1990.

COHEN, David. "Old Rule, New Theory: Revising The Personal Benefit Requirement For Tipper/Tippee Liability Under The Misappropriation Theory Of Insider Trading", **Boston College Law Review**, Vol. 47, 2006.

COLVIN, Oliver. "A Dynamic Definition Of And Prohibition Against Insider Trading", **Santa Clara Law Review**, Vol: 31, 1991.

Committee On Federal Regulation Of Securities, Report Of The Task Force On Regulation Of Insider Trading, **Business Lawyer** Vol: 41, Kasım 1995.

COX, James. "Insider Trading And Contracting A Critical Response To The Chicago School", **Duke Law Journal**, 1986.

COX/FOGARTY. "Bases Of Insider Trading Law", **Ohio State Law Journal**, 1988,

COZZENS, Dee Ann. "The Supreme Court's Missed Opportunity: Carpenter v. United States", **Geo. Mason University Of Law Review**, Vol: 11, 1988.

D'AMATO, Fred. Equitable Claims To Disgorged Insider Trading Profits, **Wisconsin Law Review**, 1989.

DALLAS, Mark. "United States v. O'Hagan: A Failed Attempt To Protect Public Policies Underlying The Securities Law", **University Of California**, Vol: 32, 1999.

DALLEY, Paula. "From Horse Trading To Insider Trading: The Historical Antecedents Of The Insider Trading Debate", **William And Mary Law Review**, Vol: 39, 1998.

DAVIS Jaret. "A Redundancy of Remedies: Insider Trading And United Statesv. O'Hagan, A Comparison Of Sections 10b And 14e Of The Securities Exchange Act Of 1934 Under The Misappropriation Theory", **University Of Miami Law Review**, Vol 53, 1999.

DE CRISTOFARO, Elizabeth."Trading On Confidential Information", **St. John's Law Review**, Vol:56, 1982.

DEEM, Charles Lea."Second Circuit Expands Section 10b Liability To Security Fraud Committed In Breach of An Employee's Fiduciary Duty", **Brigham Young University Law Review**, 1982.

DESCHENAUX, Henri/TERCIER, Pierre (Çeviren Özdemir, Salim). **Sorumluluk Hukuku**, Ankara 1983.

DOĞANAY, İsmail. "Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumlulukları, **BATİDER**, Cilt XVII, S. 2, Aralık 1994.

DONAY, Süheyl. "Vekilin Talimatına Uyma ve Dürüstlikle Hareket Etme Borcu", **BATİDER**, Cilt V, Aralık 1970.

DONELI, Kathleen. "Dirks v. SEC: New Guidelines For Tippee Liability Under Rule 10b-5", **Pace Law Review**, Vol: 4, 1984.

DONNELLY, Peter. "The Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act Of 1988 And Controlling Person Liability", **University Of Detroit Law Review**, Vol: 67, 1990.

DOOLEY, Mary Ellen. "An Implied Right Of Contribution Under Rule 10b-5", **Fordham Law Review**, Vol: 61, 1993.

DWORKIN, Marcy. "The Misappropriation Theory As A Corollary To The Classic Insider Trading Theory", **Annual Survey of American Law**, 1996.

DURUSOY, Mehmet. "Insider Trading'i Yasaklayan Düzenlemelerin Gerekçeleri ve Insider Sorumluluğu'nun Temelleri Amerikan ve İngiliz Yaklaşımları", **Vergi Dünyası**, Sayı: 129, Mayıs 1992.

E.U. Market Abuse Directive – Implementing Measures: Accepted Market Practices, Commodity Derivatives Inside Information, Insider Lists, Managers' Transactions Notifications and Suspicious Transactions Notifications, s. 6, Erişim: 17.06.2004, [www.clearygottlieb.com](http://www.clearygottlieb.com).

EASTERBROOK, Frank. "Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges And The Production Of Information", **The Supreme Court Review**, 1981.

EREN, Fikret. **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 8. Baskı, İstanbul 2003.

EREN, Fikret. **Sorumluluk Hukuku Açısından, Uygun İliyet Bağı Teorisi**, Ankara, 1970.

Erişim: 04.12.2006, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>, 27

Erişim: 06.01.2006, <http://www.dinsdoc.com/greene-3-4.htm>, 26

Erişim: 11.10.2006, <http://www.tdk.gov.tr/TR/SozBul.aspx?F6E10F8892433CFFAAF6AA849816B2EF05A79F75456518CA&Kelime=açıklanma>, 26

Erişim: 13.08.2006, <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>, 26

Erişim: 17.08.2006, [http://en.wikipedia.org/wiki/South\\_Sea\\_Bubble](http://en.wikipedia.org/wiki/South_Sea_Bubble), 26

Erişim: 24.02.2006, [http://en.wikipedia.org/wiki/Securities\\_Act\\_of\\_1933](http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_Act_of_1933), 26

Erişim: 29.10.2006, <http://www.tdk.gov.tr/TR/SozBul.aspx?F6E10F8892433CFFAAF6AA849816B2EF05A79F75456518CA&Kelime=kamu>, 25

Erişim: 30.03.2006, <http://sixsigmatutorial.com/SOX/Sarbanes-Oxley.aspx>, 26

Erişim: 11.05.2006, <http://ir.netflix.com/documentdisplay.cfm?DocumentID=74>, 26

Erişim: 11.10.2006, <http://www.tdk.gov.tr/TR/SozBul.aspx?F6E10F8892433CFFAAF6AA849816B2EF05A79F75456518CA&Kelime=kamu>, 29.10.2006., 26

Erişim: 14.11.2005, [http://www.fese.be/statistics/european\\_directives/dir\\_77\\_534.pdf](http://www.fese.be/statistics/european_directives/dir_77_534.pdf), 26

Erişim:30.07.2006,<http://www.webstersonlinedictionary.org/definition/insider>, 26

ERTAŞ, Kudret. **Türk Hukukunda İşinin Sadakat Borcu**, Ankara 1982.

ETHERIDGE, Chad. "How The Tiumvirate Of Skilling, Fastow And Lay Brought Down Enron Corporation: An Issuers Duty Under Rule 10b-5 To Correct And Update Materaly Misleading Statements", Thurgood **Marshall Law Reiew**, Vol: 28, 2003.

EYRENCİ, Öner/TAŞKENT, Savaş/ULUCAN, Devrim. **Bireysel İş Hukuku**, İstanbul 2006.

FAIRCLOTH, Jennifer. "Securities Law Outline" 1998, Erişim: 10.12.2006, <http://209.85.129.104/search?q=cache:OlmYOTiao2QJ:edchan.ca/docs/year3/Securities/Securities%252098%2520Faircloth.doc+The+Director%E2%80%99s+Liability+Act+1890&hl=tr&gl=tr&ct=clnk&cd=1>.

FALCONER, Michael. "An Outsider Who Misappropriates Confidential Information May Be Charged With Securities Fraud: United States v. Newman", **Depaul Law Review**, Vol: 31, 1982.

FARLEY, Matthew. "A Current Look At The Law Of Insider Trading", **The Business Lawyer**, Vol. 39, 1984.

FEYZİOĞLU, Feyzi Necmeddin. **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul 1976.



FINNELL Lisa. "United States v. Carpenter: Second Circuit Overextends The Misappropriation Theory Criminal Liability Under Rule 10b-5" **Deleware Journal Of Corporate Law**, Vol: 12, 1987.

FOX H.K. "SEC Rule 10b-5: Tippee Liability Revisited", **American Bussiness Law Jounal**, 1984.

FOX Merritt. "The Securities Globalization Disclosure Debate", **Washington University Law Review**, Vol: 78, 2000.

GARTEN, Helen. "Insider Trading In The Corporate Interest", **Wisconsin Law Review**, 1987.

GELBAND, Aaron. "Opportunities After Sarbanes-Oxley: Can Outsiders Earn Abnormal Profits by Mimicking Insider Trades?", June 2005, Erişim: 25.02.2006, [http://wwwecon.stanford.edu/academics/Honors\\_Theses/Theses\\_2005/Gelband.pdf](http://wwwecon.stanford.edu/academics/Honors_Theses/Theses_2005/Gelband.pdf).

GEORGAKOPOULOS, Nicholas. "Insider Trading As A Transactional Cost A Market Microstructure justification And Optimization Of Insider Trading Regulation, **Connecticut Law Review**, Vol: 26, 1993.

GLICKMAN, Daniel. "Tippee Liability Under Section 10b And Rule 10b-5 Of The Securities Exchange Act Of 1934", **Kansas Law Review**, Vol: 20, 1972.

GOLDSTEIN, Rachel, "Insider Trading And United States v. O'Hagan Teh Supreme Court Reinstates Securities Fraud Convictions Based On The Misappropriation Theory", **Chapman Law Review**, Vol: 1, 1998.

GOHSEN, Zohar/ PARCHOMVSKY, Gideon. "The Essential Role of Securities Regulation," **Duke Law Journal** Vol: 55, no. 4 2006, Erişim: 30.6.2007, <http://www.questia.com/PM.qst?a=o&d=5017168777>.

GÖKTÜRK, Hüseyin Avni, **Borçlar Hukuku**, İkinci Kısım: Aktin Muhtelif Nevileri, Ankara 1951.

GRECHENIG, Kristoffel. "The Marginal Incentive of Insider Trading: An Economic Reinterpretation of the Case Law", 2006, s. 2, 10.06.2006, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). SSRN\_ID883642\_code524651[1].

GUYENOT, J (Çev.Öztek.S.). "İmtiyazlı Bilgilere Sahip Olabilen ve Bu Bilgileri Kullanabilen Şahıslar:Fransa'da İçerden Öğrenen veya Insider Trading", **BATİDER**, Sayı: 62, Haziran 1984.

GRINDROD, Jacqueline. "Rule 10b-5 Corporate Outsider May Be Liabale For Failure To Disclose Or Abstain Under Rule 10b-5 Based On Employer Fiduciary Relationship", **Seton Hill Law Review**, Vol: 13, 1983.

GRZEBIELSKY, Ray. "Friends, Familiy, Fidicuaries: Personal Releationships As A Basis For Insider Trading Violations", **Catholic University Law Review**, Vol: 51, 2002.

GREINER, John Beaulieu. "Damages For Insider Trading In The Open Market: A New Limatationa On Receovery Under Rule 10b-5", **Vanderbilt Law Review**, Vol: 34, 1981

GÜMÜŞ, Alper. **Tük-İsviçre Hukukunda Vekilin Özen Borcu**, İstanbul 2001.

GÜNAL, Vural. **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)**, İstanbul 1997.

GÜRPINAR, Damla. **Sözleşme Dışı Yanlış Tavsiyede Bulunma, Öğüt veya Bilgi Vermeden Doğan Hukuki Sorumluluk**, İzmir 2006

GÜRLESEL, Fuat/ALKİN Kerem/UZUNOĞLU, Sadi. **Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, İstanbul 1997.

HACİMAHMUTOĞLU, Sibel. "AT Düzenlemeleri Işığında İçerden öğrenilen Bilgi Kavramının Değerlendirilmesi," **Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan**, Ankara 2003.

HADDOCK, David. "Insider Trading" Erişim: 06.12.2006, <http://www.econlib.org/library/ENC/InsiderTrading.html>.

HAGEN, Willis. "Insider Trading Under Rule 10b-5: The Theoretical Bases For Liability", **The Business Lawyer**; Vol: 44, Kasım 1988.

HARDER, Troy. "Searching For A Level Playing Field: The Internationalization Of U.S. Securities Disclosure Rules", **Houston Journal Of International Law**, Vol: 24/2,, 2002.

HARP, Hilary. "Outsider Trading After Dirks v. SEC", **Georgia Law Review**, Vol: 18, 1984.

HATCH, Jeffrey. "Logical Inconsistencies In The SEC's Enforcement Of Insider Trading Guidelines For A Definition", **Washington And Lee Law Review**, Vol: 44, 1987.

HATİPOĞLU, Muzaffer/ PARLAR Ali. **Özel Ceza Yasaları, Uygulamalarında Ekonomik ve Ticari Suçlar**, Ankara 2005.

HAZEN, Thomas Lee. "Unites Stataes v. Chaestman Trading Seciurities On The Basis Of Information Advance Of A Tender Offer", **Brooklyn Law Review**, 1992.

HILLER, P.B.. "The Judiciary ConsidersThe Nature of Confidential Relationship in Insider Trading Cases A Look At United States vs. Reed", **Securities Regulation Law Journal**, 1985.

Hisse Senedi Piyasaları. **Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği** Yayınları, Mart, 2006.

HUNTER, Anne. "Does Rule 10b-5 Cover Misappropriaters A Look At The United States Supreme Court's Indecision In United States v. Carpenter," **Southwestern University Law Review**, Vol: 18,1989.

InsiderTrading,Erişim:25.05.2005,<http://www.investordictionary.com/definition/insider.aspx>.

Insideo, Erişim: 04.06.2007, <http://www.archives.nd.edu/cgi-bin/lookit.pl?latin=insider>

Investing with Insider Trading Information -Active Investors, Erişim: 01.03.2006 <http://www.form4oracle.com/guide-active-investing>.

IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, 2003. Erişim: 04.12.2006, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

İHTİYAR, Mustafa. **Sermaye Piyasası Hukuku'nda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul 2006.

İMREGÜN, Oğuz. **Anonim Ortaklıklar**, Gözden Geçirilmiş 3. Bası, İstanbul 1974.

İNAN, Ali Naim. **Borçlar Genel Hukuku Hükümler**, Ankara 1979.

İNCEOĞLU, Mehmet Murat. **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara 2004.

İMKB. **Sermaye Piyasası ve Borsa Bilgileri Klavuzu**, İstanbul 2003.

İZVEREN, Adil "İşçinin İhtimam Mükellefiyeti", **Adalet Dergisi** 1953/11, Ankara 1953.

JOO, Thomas. Legislation and Legitimation: Congress and Insider Trading in the 1980's. 2006, s. 70, Erişim: 01.03.2006, <http://ssrn.com/abstract=885203>.

KAHRS, Mark. "Is The Securities And Exchange Commission Overreching Its Rulemaking Authority Under Rule 14e-3, **Washburn Law Journal**, Vol: 30, 1991.

KANETİ, Selim. "Haksız Fiil Sorumluluğunda Kusur Kavramının Görevi", **Sorumluluk Hukukunda Yeni Gelişmeler Sempozyumu**, İstanbul 1980.

KAPLAN, İbrahim. **Türk- İsviçre Hukukunda Mimarlık Sözleşmesi ve Mimarın Sorumluluğu**, Ankara 1983.

KARABABA, Serdar. **Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması**, Ankara 2001.

KARASIOĞLU, Fehmi. "İçerden Öğrenenler Ticareti (insider trading) ve Türkiye'de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu", **Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı: 3, 1998.

KARJALA, Dennis. "Federalism, Full Disclosure and The National Markets In The Interpretation Of Federal Securities Law", **Northwestern University Law Review**, 1986.

KARMEL, Roberta. "Will Convergence Of Financial Disclosure Standarts Change SEC Regulation Of Foreign Issuers", **Brook J. Int'l L.** Vol: 26/2, 2001.

KELLY, James. "The Unpredictable Net: United States v. O'Hagan; The Misappropriation Theory Upsets Investor Confidence By Catching More Than The Plain Statuary Language And Established Precedent", **Syracuse Law Review**, Vol: 49, 1999.

KERR, Janets/SWEENY, Tor. "Look Who's Talking: Defining The Scope Of The Misappropriation Theory After United States v. O'Hagan", **Oklahoma Law Review**, Vol: 51, 1998.

KILIÇOĞLU, Ahmet. **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 4. Bası, Ankara 2004.

KIRCA, İsmail. **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri**, Ankara 2000.

KIDD, Ronald. "Insider Trading The Misappropriation Theory Versus An Access To Information Perspective", **Delaware Journal Of Corporate Law Review**, Vol: 18, 1993.

KNAPP, Nancy. Securities Fraud Rule 10b-5 Dirks v SEC, **Baltimore Law Review**, 1984.

KOCAYUSUFPAŞAOĞLU Necip. **Borçlar Hukuku Dersleri**, 2. bası İstanbul 1985,

KOLASINSKI, Adam/LI, Xu. "Do Managers Detect Mispricing? Evidence From Insider Trading And Post-Earnings-Announcement Drift", 2005, s. 2. Erişim: 30.08.2006, www.ssrn.com. ssrn\_id687169\_code110884[1], 25

KOPRUCKI, Jane Huffman. "Market Insiders Duty Under Section 10b Rule 10b-5 And Rule 14e-3 To Disclose Material Nonpublic Market Information", **Cincinnati Law Review**, Vol: 50, 1981.

KOSTRITSKY, Juliet. "Rationalizing Liability For Nondisclosure Under 10b-5: Equal Access To Information And U.S v Chiarella", **Wisconsin Law Review**, 1980.

KRAWIEC, Kimberly. "Fiduciaries, Misappropriations And The Murky Outlines Of The Den Of Thieves: A Conceptual Continuum For Analyzing United States v. O'Hagan", **Tulsa Law Journal**, Vol: 33, 1997.

KUBİLAY, Huriye. **Türk Hukuku'nda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları**, İzmir 1998

LAKONISHOK, Josef/LEE, Inmoo. Are Insider's Trades Informative, **The Review Of Financial Studies**, Vol: 14, 2001.

LANGEVOORT, Donald. "Fraud And Insider Trading In American Securities Regulation", **Hastings International Comp. Law Review**, Vol: 16, 1993. Langevoort, Fraud.

LANGEVOORT, Donald. Insider Trading and Fiduciary Principle: A Post Chiarella Restatement, **California Law Rew.** 1982. Langevoort, Fiduciary Principle.

LANGEVOORT, Donald. Investment Analysts And The Law Of Insider Trading, **Virginia Law Review**, Vol: 76, 1990. Langevoort, Investment Analysts.

LANGEVOORT, Donald. "Reading Cady Roberts The Ideology And Practice Of Insider Trading Regulation", **Columbia Law Review**, Vol: 99, 1999, s. 1320. Langevoort, Cady Roberts.

LANSING, Paul/SCHOON, Cris Alan. "Rule 10b-5 And The Personal Benefir Requirement", **William Mitchell Law Review**, Vol: 11, 1985.

LESSER, Eric. "Insiders Options And The Fiduciary Principle A Rule 10b-5 Loophole", **Fordham Urban Law Journal**, Vol: 16, 1988.

LEVMORE, Saul. "In Defense Of The Regulation Of Insider Trading", **Harvard Journal Of Law And Public Policy**, Vol: 11, 1988.

LEVMORE, Saul. "Securities And Secrets: Insider Trading And The Law Of Contracts", **Virginia Law Review**, Vol: 68, 1982.

LINDQUIST, Shawn. "United States v. O'Hagan: The Eight Circuit Throws The Second Strike To The Misappropriation Theory Of Rule 10b-5 Liability", **Brigham Young University Law Review**, 1997.

LOWENFELS, Davis/BROMBERG, Alan. "Rule 10b-5's "In Connection With": A Nexus For Securities Fraud", **The Business Lawyer**, Vol: 57, November, 2001.

LUBERTI, Frank. "An Outsider Looks At Insider Trading: Chiarella, Dirks And Duty To Disclose Material Nonpublic Information", **Fordham Urban Law Journal**, Cilt 12, 1984.

MAHONEY, Paul. "The Origins of The Blue Sky Laws: A Test of Competing Hypotheses", **University of Virginia School of Law**, Law and Economics Research Papers Working Paper No: 01-11, Aralık 2001.



MANAVGAT, Çağlar. **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara 1991. Manavgat, Aracı Kurumlar.

MANAVGAT, Çağlar. "Türk Hukukunda İçerden Öğrenen Kavramı", **BATİDER** Cilt XIX, Sayı 4, Aralık 1998. Manavgat, İçerden Öğrenen.

MANNE, Henry. "Insider Trading And The Law Professors", **Vanderbilt Law Review**, Vol: 23, 1970.

MANNE, Henry. "Insider Trading Hayek Virtual Markets And The Dog That Did Not Bark", **Journal of Corporation Law**, Vol. 31, 2005.

MARRA, Christine. "Note: The Misappropriation Theory: A Practical Means of Imposing Rule 10b-5 Liability", **University Of Richmond Law Review**, 1990.

MARTIN, Jonathan, "The Misappropriation Theory Overextension Of 10b and Rule 10b-5 Or Broad Weapon Against Outsider Trading", **Washburn Law Journal**, Vol: 37, 1998.

McCULLOUGH, Theodore. "United States v. O'Hagan Defining The Limits Of Fraud And Deceptive Pretext Under Rule 10b-5", **Seattle University Law Review**, Vol:22, 1999.

Mc GEE, Robert/BLOCK. Walter. "Information, Privilege, Opportunity And Insider Trading", **Northern Illinois University Law Review**, Vol: 10, 1990.

McLUCAS, WALHS, FOUNTAIN. Settlement Of Insider Trading Cases With The Sec, **The Business Lawyer**, Vol: 48, 1992.

Mc NALLY, Michael. "United States v. O'Hagan The Classic Misuse Of The Misappropriation Theory", **Criminal And Civil Confinement**, Vol: 25, 1999.

MELLET, Marc. "Is There Life After Bryan The Validity Of Rule 10b-5's Misappropriation Theory", **Duquesne Law Review**, Vol: 34, 1996.

**Memorandum:** EU Market Abuse Rules, Erişim: 05.04.2006, [www.friedfrank.com/publications](http://www.friedfrank.com/publications).

MİMAROĞLU, Sait K. **Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukuki Mesuliyetli**, Ankara 1967.

MIRA, C.T., "The Measure of Disgorgement in Enforcement Actions Against Inside Trader Rule of 10b-5", **Catholic University Law Review**, 1985.

MOLLAMAHMUTOĞLU, Hamdi. **İş Hukuku**, Ankara 2004.

MORGAN, Brian. United States v. O'Hagan Recognition Of The Misappropriation Theory, **BYU Journal Of Public Law**, Vol: 13, 1999.

MUETHING, Mark. "Dirks v. Sec Increased Exposure To Rule 10b-5 Liability For Broker Dealers", **Cincinnati Law Review**, Vol: 51, 1982.

MURPHY, John. "Rule 10b-5 Birth Of The Concept Of Market Insider And Its Application In A Criminal Case United States v. Chiarella", **Fordham Urban Law Journal**, Vol: 8, 1980.

NAGY, Dona. "Reframing The Misappropriation Theory Of Insider Trading Liability A Post O'Hagan Suggestion", **Ohio State Law Journal**, Vol: 59, 1998.

O'BRIAN, Teri E. "Should A Possession Or Use Standard Be Employed To Prove Insider Trading", **San Diego Law Review**, Vol: 36, 1999.

O'CONNOR, Marleen. "Toward A More Efficient Deterrence Of Insider Trading The Repeal Of Section 16b", **Fordham Law Review**, Vol: 58, 1990.

OEVER, Jonathan. "Insider Trading and the Dual Role of Information," **Yale Law Journal**, Vol: 106, no. 4, 1997, Erişim: 03.04.2007, <http://www.questia.com/PM.qst?a=o&d=5000404144>.

OĞUZMAN, Kemal/ÖZ, Turgut. **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 3. Bası, İstanbul 2001.

ÖZDEMİR, H. Gökçe. **Roma ve Türk Hukuklarında Vekâletsiz İş Görme**, Ankara 2001.

ÖZTAN, Fırat. **Kıymetli Evrak Hukuku**, 2. Bası, Ankara 2000,s.37.

PADILLA Alexandre. "Can Regulation of Insider Trading Be Effective?" s. 2 Erişim: 13.08.2006. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). SSRN\_ID642665\_code88474[1].

PAINTER, Richard /KRAWIER, Kimberly/ WILLIAMS Cynthia. "Don't Ask Just Tell Insider Trading After United States v. O'Hagan, **Virginia Law Review**, Vol: 84, 1998.

PARLAR, Ali / HATIPOĞLU Muzaffer. **Özel Ceza Kanunları ve Uygulaması**, İstanbul 2005.

PHANI/REDDY/RAMACHANDRAN/BHATTACHARYYA. "Insider Ownership, Corporate Governance and Corporate Performance". Erişim: 30.08.2006, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). SSRN\_ID696462\_code106283[1].

PITT, Harvey / GROSKAUFMANIS, Karl / WHITTEMORE, Edward. "Misappropriating Certainty From The Securities Markets. North" **Carolina Banking Institute**, Vol: 2, 1988.

POROY, Reha / TEKİNALP, Ünal. **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, Güncelleştirilmiş 15. Bası, İstanbul 2001.

POROY, Reha / TEKİNALP, Ünal /ÇAMOĞLU, Ersin.**Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku**, Güncelleştirilmiş 8. Bası, İstanbul 2000. [Çamoğlu (Poroy, Tekinalp)]

PRITCHARD, A.C., "United States v. O'Hagan Agency Law And Justice Powell's Legacy For The Law Of Insider Trading", **Boston University Law Review**, Vol: 78, 1998.

PULAŞLI, Hasan. **Şirketler Hukuku**, Geliştirilmiş 4. bası, Adana 2003.

RANDALL, Quinn. "The Misappropriation Theory Of Insider Trading In The Supreme Court A Brief Response To The Many Critics Of United States v O'Hagan", **Fordham Journal Of Corporate And Financial Law**, Vol: 8, 2003.

REH, John. "Insider Trading", Erişim: 01.12.2006, <http://management.about.com/cs/businessethics/a/InsiderTrade702.htm>.

REINSCH, Heater, "The Misappropriation Theory As A Permissible Basis Of Section 10b Liability", **Missouri Law Review**, Vol: 62, 1997.

REİSOĞLU, Safa. **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 16. Bası, İstanbul 2004.

REİSOĞLU, Seza. **Hizmet Akdi Mahiyeti-UNSURLARI-HÜKÜMLERİ**, Ankara 1968.

ROBERTSON, James. "United States v. Newman Misappropriation Of Market Information by Outsiders", **Pace Law Review**, Vol: 3, 1983.

ROBERTSON, Melisa. "Insider Trading A US Perspective", Erişim: 09.02.2006, [www.sec.gov/news/speech/speecarchive/1998](http://www.sec.gov/news/speech/speecarchive/1998).

RUSSELL, Scott. "Regulation Fair Disclosure: The Death Of The Efficient Capital Market Hypothesis And The Birth Of Herd Behavior", **Boston University Law Review**, Vol: 82, 2002.

SALBU, Steven. "Tipper Credibility, Noninformational Tippee Trading And Abstention From Trading An Analysis Of Gaps In The Insider Trading Laws", **Washington Law Review**, Vol: 68, 1993.

SAMUELSON, S. "The Prevention Of Insider Trading A Proposal For Revising Section 16 Of The Securities Exchange Act Of 1934", **Harvard Journal On Legislation**, Vol: 25, 1988.

SARIKAMIŞ, Cevat. **Sermaye Pazarları**, İstanbul 2000.

SAYMEN, Ferit H./ELBİR, Halid, K. **Türk Borçlar Hukuku I, Umumi Hükümler**, İstanbul 1954.

SAYMEN, Ferit. **Türk İş Hukuku**, İstanbul 1954.

SCHOEN, Karen. "Insider Trading The Possession Versus Use Debate", **University Of Pennsylvania Law Review**, Vol: 148, 2000.

SCOTT, Austin W. "Fiduciary Principle", **California Law Review** , 1949 Vol.37 No:4, s.541.

SELIGMAN, Joel. "The Reformulation Of Securities Law Concerning Nonpublic Information," **The Georgetown Law Journal**, Vol: 73, 1985.

SIMS, David. "United States v. Carpenter An Adequate Solution To The Problem Of Insider Trading," **The Wayne Law Review**, Vol: 34, 1988.

SINAI, Stuart. "Insider Trading Rumors Possession v. Use And Other Defenses," **The Business Lawyer**, Vol: 55 February 2000.

SNIDER, William. "Securities Law All In The Family United States v. Chestman" **Western New England Law Review**, Vol: 16, 1994.

STEINBERG, Marc. "Insider Trading – A Comperative Perspective", Erişim:27.10.2006,<http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/steinb.pdf>. Steinberg, Comperative Perspective.

STEIBERG, Marc. "Insider Trading Regulation – A Comperative Analysis", **The International Lawyer**, Cilt 37, Sayı: 1, 2003. Steinberg, Regulation.

STRUDLER, Alan/ORTS, Eric. "Moral Principle In The Law Of Insider Trading", **Texas Law Review**, Vol: 78, 1999.

STUTZ, Amy. "A New Look At The European Economic Community Directive On Insider Trading", **Vanderbilt Journal Of Transnational Law**, Vol: 23, 1991.

SU, Z/BERKAHN, M.A.. "The Definition Of “Insider” In Section 3 Of The Securities Markets Act 1988: A Review And Comparison With Other Jurisdictions", **Massey University School of Accountancy Discussion Paper Series** **218**, Erişim: 24.03.2006, <http://www-accountancy.massey.ac.nz/Publications.htm>.

SUMER, Ayşe. "Portföy Yönetim Şirketlerinin Hukuki Sorumluluğu", **Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan**, İstanbul 1998. Sumer, Portföy Yönetim Şirketleri.

SUMER, Ayşe. **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, İstanbul 2002. Sumer, Sermaye Piyasası.

SÜZEK, Sarper. **İş Hukuku(Genel Esaslar İş Akdi)**, Ankara 2002

SWANSON, Carol. "Reinventing Insider Trading The Supreme Courts Misappropriates The Misappropriation Theory", **Wake Forest Law Review**, Vol 32, 1997.

SYNDER, Michael. "United States v. O'Hagan The Supreme Court And The Misappropriation Theory Of Securities Fraud And Insider Trading", **Capital University Law**, Vol: 27, 1999.

TANDOĞAN, Haluk. **Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri**, Cilt: II, 3.Bası, Ankara 1987.Tandoğan, Borç İlişkileri.

TANDOĞAN, Haluk. "Hukuka Aykırılık Bağı", **Sorumluluk Hukukunda Yeni Gelişmeler Sempozyumu**, İstanbul 1980. Tandoğan, Hukuka Aykırılık Bağı.

TANDOĞAN, Haluk. "Türk Hukukunda Bankacının Hukuki Sorumluluğu, **Mukayeseli Banka Hukuku**, İhtisas Dönemi, C III, Bankacılıkta Sorumluluk, İstanbul 1973. Tandoğan, Bankacının Hukuki Sorumluluğu.

TANDOĞAN, Haluk. **Türk Mes'uliyet Hukuku**, Ankara 1961. Tandoğan, Mes'uliyet.

TANDOĞAN, Haluk, **Mukayeseli Hukuk ve Hususiyle Türk İsviçre Hukuku Bakımından Vekâletsiz İş Görme**, İstanbul 1957. Tandoğan, Vekâletsiz İş Görme.

TANER, Berna/POLAT, Lale. **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, İzmir 1992.

TANÖR, Reha. **Türk Sermaye Piyasası, 1.Cilt Taraflar**, İstanbul 1999. Tanör, cilt I.

TANÖR, Reha. **Türk Sermaye Piyasası, 2.Cilt Halka Arz**, Özel Basım, İstanbul 1999. Tanör, cilt 2.

TEETERS, Bruce. "Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act Of 1988: Just How Much Are Employers Going To Pay", **Cincinnati Law Review**, Vol: 59, 1991.

TEKİNALP, Ünal. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu, **İktisat ve Maliye Dergisi**, Cilt: 33, Sayı: 9, 1981. Tekinalp, İçerden Öğrenen.

TEKİNALP, Ünal. **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul 1982. Tekinalp, Sermaye Piyasası.

TEKİNAY, S. Sulhi/AKMAN. Sermet/BURCUOĞLU, Haluk/ ALTOP, Atilla. **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 7. Baskı, İstanbul 1993.

TERCAN, Erkan. "Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti ve Yurtdışı Uygulamaları", Erişim: 13.02.2006, <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/etercan.pdf>.

The Efficient Market Hypothesis The Random Walk Theory, Erişim: 08.02.2006. <http://www.investorhome.com/emh.htm>.



THEL, Steve. "Statutory Findings And Insider Trading Regulation," **50 Vand. Law Review**, 1997.

TREBISACCI, Raymond. "Securities Regulation, Damages, Disgorgment Measure of Damages Applied To Tippee Trading Violations of Rule 10b-5", **Seton Hall Law Review**, Vol: 12, 1982.

TUHR , A.V. (Çev. C. Edege).**Borçlar Hukuku**, Cilt II, İstanbul 1952.

TUNÇOMAĞ, Kenan. **Türk Borçlar Hukuku**, I. Cilt Genel Hükümler, İstanbul 1976.

TURANBOY, Asuman. **İnsider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)**, Ankara 1990.

Uncovering Insider Trading, Erişim: 06.12.2006,  
<http://www.investopedia.com/articles/02/061202.asp>.

ÜNAL, Oğuz Kürşad. **Aracı Kurumlar**, Ankara 1997.Ünal, Aracı Kurumlar.

ÜNAL, Oğuz Kürşad. "Sermaye Piyasasında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Haziran, Cilt 1, 1997.

ÜNAL, Oğuz Kürşad. **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı (Sermaye Piyasası Araçları Halka Arzı ve Satış, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Aracı Kurumlar Diğer Sermaye Piyasası Kurumları ile İlgili Mevzuat )**, Ankara 2005. Ünal, Sermaye Piyasası.

VARIŞ TEZCANLI Meral. **İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul 1996.

VOVES, Michael. "United States v. O'Hagan: Improperly Incorporating Common Law Fiduciary Obligations into 14e of The Securities Act", **Minnesota Law Review**, Vol 81: 1997.

WALLACE Patrick. "Who Is Subject To The Prohibition Against Insider Trading: A Comparative Study Of American, British And French Law", **Southwestern University Law Review**, Vol: 15, 1985.

WANG, William. "Stock Market Insider Trading: Victims, Violators And Remedies—Including An Analogy To Fraud In The Sale Of A Used Car With A Generic Defect," **Villanova Law Review**, Vol: 45, 2000.

WANG, William. "Trading On Material Nonpublic Information On Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed And Who Can Use Whom Under SEC Rule 10b-5", **Southern California Law Review**. Say 54, 1981.

WANG, W. K.. "Recent Developments in The Federal Law Regulation Stock Market Inside Trading". **Corporation Law Rev.** 1983.

WANN, S. M. "Securities Regulation Rule 10 b-5 Duty of Tippees to Disclose Information or Abstain From Trading Arises Only When Information Source Owe Shareholders And Fiduciary Duty", **Mississippi Law Journal**, 1983.

WARREN, Manning. "The Regulation Of Insider Trading In The European Community", **Washington And Lee Law Review**, Vol: 48, 1991.

WEISS, Elliott, "United States v. O'Hagan: Pragmatism Returns To The Law Of Insider Trading", **The Journal Of Corporation Law**, Vol: 23, Spring 1988

WILKINSON, Hugh. "The Affirmative Duty To Disclose After Chiarella And Dirks", **The Journal Of Corporation Law**, 1985.

WONG, Timothy. "United States v. O'Hagan SEC Prevails On Misappropriation Theory Yet May Now Face Heightened Standart Of Proof For Securities Insider Trading", **University Of San Francisco Law Review**, Vol: 32, 1998.

YANLI, Veliye. **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, 2005.

YASAMAN, Hamdi. **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul 1992

YAVUZ, Cevdet. **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, İstanbul 2002,

ZEMSER, Scott. "Insider Trading By Foreigners In United States Securities Markets A Pervasive Problem And Prosecutorial Nightmare", **Cordozo Law Review**, Vol: 11, 1990.

ZEVKLİLER, Aydın. **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, 8. Bası, Ankara 2004.