

İKİNCİ BÖLÜM
BANKACILIK VE SERMAYE PİYASASI HUKUKU

SECOND CHAPTER
BANKING AND CAPITAL MARKET LAW

İKİNCİ ALT BÖLÜM
SERMAYE PİYASASI HUKUKU

SECOND SECTION
CAPITAL MARKET LAW

§ 11. Piyasa Bozucu İşlemler

Market Abuse Practices

Fatih AYDOĞAN¹

¹ Doktor Öğretim Üyesi, İstanbul Üniversitesi, Hukuk Fakültesi, Ticaret Hukuku Anabilim Dalı,
İstanbul, Türkiye

e-posta: faydogan@istanbul.edu.tr

DOI: 10.26650/B/SS26.2020.015.25

Öz

AB’de piyasa bozucu eylemler 2003 yılında yürürlüğe konan Piyasa Bozucu Eylemler Yönergesi ile düzenlenmişti. 2014 senesinde Yönerge yürürlükten kaldırılarak yerine Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (Market Abuse Regulation – MAR) yürürlüğe konulmuştur. Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü ile düzenleme alanı tüm finansal işlemleri kapsayacak şekilde genişletilerek, finansal piyasalarda gözetim ve denetim bakımından bütünlüğün sağlanması ve nihaî olarak yatırımcının korunması hedeflenmiştir. Türk hukukunda konuyla ilgili temel kurallar SerPK’da yer almakta olup, 101 ilâ 108. maddeler büyük ölçüde piyasa bozucu eylemlerle ilgilidir. SPK tarafından çıkarılan Tebliğler ise bu hükümlerin tamamlayıcısıdır. Yönerge’deki temel esasların Tüzük’te de korunduğu dikkate alındığında, Yönerge ile uyum gözetilerek hazırlanan ülkemiz mevzuatının, Tüzük hükümleri ile de temelde uyumluluk gösterdiği söylenebilir. Piyasa bozucu işlemlere dair mevzuatımızın, suç olarak düzenlenen kısımlar dışında, Tebliğ değişiklikleri ile güncellenmesi mümkün olup gerekli uyumun sağlanması zor olmayacaktır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye piyasası, Piyasa bozucu işlemler, Sermaye piyasası araçları, Manipulasyon, Borsa

Abstract

Market abuses had been regulated by Directive 2002/06/EC on insider dealing and market manipulation (market abuse). The directive has been repealed by market abuse regulation of 2014/596. The scope of market abuse rules has been widened by regulation in order to safeguard the integrity of supervision and audit of financial markets and to protect investors. Regarding Turkish Law, Capital Market Law article 101 to 108 have been mainly allocated to the rules for market abuse. Also, directives are published by Capital Market Board to complete the provisions of Capital Market Law. Since basic rules in the EU Market Abuse Directive have been kept in regulation, we can safely state that Turkish rules on the topic are in harmony with the provisions of the regulation. Our legislation on market abuse practices can be easily updated.

Keywords: Capital market, Market abuse practices, Securities, Manipulation, Stock market

I. Mevzuat

A. AB Mevzuatı

Adı : Avrupa Parlamentosu ve Konseyin 16 Nisan 2014 tarih ve 596/2014 (AB) sayılı piyasa bozucu işlemlere ilişkin Avrupa Parlamentosu ve Konseyin 2003/6/AT sayılı Yönergesi ile 2003/124/AT, 2003/125/AT and 2004/72/AT sayılı Komisyon Yönergelerini yürürlükten kaldıran Tüzüğü (“Piyasa Bozucu İşlemler Tüzüğü”)

Kabul Tarihi : 16 Nisan 2014

Sayısı : 2014/596

Yayın Yeri : ABRG 12.6.2014, L 173, s. 1-61

B. Türk Mevzuatı

Adı : Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK), ayrıca bu Kanun’a dayalı olarak çıkarılan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Tebliğleri

Kabul Tarihi : 6 Aralık 2012

Sayısı : 6362

Yayın Yeri : RG 30.12.2012, 28513

II. Açıklamalar

A. Genel Açıklamalar

AB’de piyasa bozucu eylemler 2003 yılında yürürlüğe konan Avrupa Parlamentosu ve Konseyin 2003/6/AT sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Yönergesi (kısaca Market Abuse Directive/MAD) ile düzenlenmişti. Yönerge kapsamında düzenlenen başlıca konular -Türk öğretisindeki ifadesiyle- içerden öğrenenlerin ticareti, bilgiye ve işleme dayalı manipülasyon fiilleri ile şüpheli işlemlerdir.

Mevzuatımızda 6362 sayılı SerPK yürürlüğe girmeden önce, mülga SerPK’da içerden öğrenenlerin ticareti ile bilgiye ve işleme dayalı manipülasyon fiilleri suç olarak düzenlenmiş, şüpheli işlemlere ilişkinse herhangi bir düzenleme yapılmamıştı. 6362 sayılı Kanun hükümleri hazırlanırken, Kanun’un gerekçesinde de ifade edildiği gibi, AB mevzuatına uyum gözetilmiş, bu çerçevede Piyasa Bozucu Eylemler Yönergesi büyük ölçüde Kanun’a yansıtılmıştır. Bu bağlamda içerden

öğrenenlerin ticareti, bilgi suistimali adıyla; bilgiye ve işleme dayalı manipülasyon fiilleri de, piyasa dolandırıcılığı adıyla suç olarak düzenlenmiş, yine Yönerge kapsamındaki -suç oluşturacak düzeyde olmamakla birlikte- piyasanın düzenli işleyişini bozan fiiller idari yaptırıma konu fiiller olarak “piyasa bozucu eylemler” adıyla Kanun’da düzenlenmiştir. Öte yandan, piyasa bozucu eylemlere ilişkin kanuni düzenlemenin uygulama esaslarını belirlemek üzere SPK tarafından VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, yine bu Tebliğ’i tamamlayıcı olmak üzere V-101.1 sayılı Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği ile V-102.1 sayılı Bilgi Suistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı Suçları Hakkında Bildirim Yükümlülüğü Tebliği (kısaca Bildirim Yükümlülüğü Tebliği) yayınlanmıştır. Ayrıca yine konuyla bağlantılı VI-103.1 sayılı Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ yürürlüğe konmuştur. Bunlar dışında II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği, III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliğinde de bağlantılı hükümler mevcuttur. Söz konusu Tebliğlerde AB mevzuatına uyum amacı gözetilmiş, bu mevzuatta aranan gerekliliklerin yerine getirilmesi ön planda olmuştur.

Öte yandan, 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz, 2012 yılında yaşanan LIBOR skandalı, Yönerge hükümlerinin üye ülkeler tarafından iç hukuklarına aktarılmasında (transposition) farklılıkların görülmesi, finansal suçlar için öngörülen yaptırımların caydırıcı olmaması, spot ve tezgâhüstü piyasalarda işlem gören emtianın Yönerge kapsamında olmayışı ve gelişen teknoloji ile birlikte alternatif işlem platformlarından gerçekleştirilen işlemlerle bu piyasalarda da manipülatif işlemler yapılabilmesinin mümkün hâle gelmesi gibi sebeplere dayalı olarak Yönerge hükümlerinde değişikliğe gidilmesi ihtiyacı gündeme gelmiştir. Başlatılan çalışmalar sonucunda, 2014 senesinde Yönerge yürürlükten kaldırılarak yerine 2014/596 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (Market Abuse Regulation – MAR) yürürlüğe konulmuştur. Bunun yanında Tüzük kapsamına giren ihlallere uygulanacak yaptırımlar konusunda 2014/57/AB sayılı Piyasa Bozuculuğuna Karşı Yaptırımlar Yönergesi yürürlüğe konulmuştur.

Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü ile düzenleme alanı tüm finansal işlemleri kapsayacak şekilde genişletilerek, finansal piyasalarda gözetim ve denetim bakımından bütünlüğün sağlanması ve nihaî olarak yatırımcının korunması hedeflenmiş, aynı zamanda yatırımcı kuruluşlarının da faaliyet ve hizmetlerinde uymaları gereken esasları belirleyen MiFID düzenlemesinde yapılan güncelleme sebebiyle yürürlüğe konan MiFID II (2014/65/EU) ile uyum sağlanması da amaçlanmıştır.

Tüzük ile düzenleme yapılmasının sebebi de düzenleme konularının üye ülke iç hukuklarına aktarılmasındaki farklılıklara son verilmesi ve doğrudan uygulamanın sağlanmasıdır.

Tüzük'te, -Yönerge'de olduğu gibi- üst başlık olarak piyasa bozucu eylemler kapsamına giren bilgi suistimali, piyasa dolandırıcılığı, şüpheli işlemler ve çıkar çatışmaları düzenleme konusu edilmektedir.

Mevzuatımızdaki düzenlemeler (6362 sayılı Kanun'un ilgili hükümleri ve çıkarılan Tebliğler) mülga Yönerge (MAD) gözetilerek hazırlanmış olmasına rağmen Yönerge'yi ilga eden MAR hükümlerinin Kanun ve Tebliğ hükümlerimizde karşılığının olup olmadığı ve bu kapsamda uyumluluğun mevcut olup olmadığı değerlendirilmelidir.

B. AB Hukuku

Tüzük, Yönerge'ye nazaran uygulama alanı genişletilerek piyasa bozucu işlemlerin kapsamını yeni piyasalara ve işlem stratejilerine teşmil etmekte ve yeni yükümlülükler getirmektedir. Tüzük, gerçek ve tüzel kişilerin; borsada, çok taraflı işlem platformlarında (multilateral trading facilities- MTF) ve tezgâhüstü piyasalarda gerçekleştirdikleri tüm işlemlere uygulanır. Tüzük, türev piyasalardaki piyasa bozucu işlemlerle mücadeleyi de amaçlamaktadır. Tüzük'ün hazırlanmasında LIBOR skandalı itici etkenlerden biri olduğu için, Tüzük bu gibi referans değerlerin manipüle edilmesini de yasaklamaktadır.

Tüzük'te soruşturma ve yaptırıma uğramadan işlem yapılabilecek muafiyet alanları da belirlenmiş, bu alanlarda işlem yapabilmenin kural ve kriterleri de -Tüzük'ten ayrı olarak çıkarılan- düzenleyici teknik standartlar (Regulatory Technical Standarts-RTS) ile uygulamaya dönük teknik standartlarda (Implementing Technical Standarts-ITS) gösterilmiştir. Geri alma programları, fiyat istikrarını sağlamaya dönük işlemler ve yetkili kurumlar tarafından kabul gören piyasa uygulamaları gibi..

Tüzük, şüpheli işlemlerin kapsamını genişletmekte, piyasa işleticileri ve yatırım kuruluşlarının bilgi suistimali, manipülasyon ya da bunlara teşebbüsü içeren gerçekleşmemiş, değiştirilmiş ya da iptal edilmiş emirlerini bildirme yükümlülüğü getirmektedir.

Tüzük içsel bilginin kamuya açıklanmasının ertelenebilmesinin koşullarını da düzenlemiştir.

Tüzük'te içsel bilgiye sahip olanların listesi, Yönerge'den çok farklı olmakla beraber KOBİ büyüme piyasası (SME Growth market) için özel kurallar getirilmiştir.

Tüzük'te, Yönerge'den farklı olarak, yöneticilerin işlemlerinin kamuya açıklanması süresi 5 günden 3 güne düşürülmüş, öte yandan ara dönem ve yıllık finansal tabloların ilanından önceki 1 ay için de işlem yasağı öngörülmüştür.

Tüzük yatırım tavsiyelerinin kapsamını, yatırım tavsiyeleri ve stratejileri üreten herkesi kapsayacak şekilde genişletmiştir. Görevlerinin icabı olarak haber sunan gazeteciler için oluşturulan güvenli alanlar, kazanç elde etmek amacıyla hareket edilmesi ya da kasıtlı olarak piyasanın yanlış yönlendirilmesi hâllerinde sınırlandırılmıştır.

Tüzük, muhtemel ihlallere ilişkin bilgi sağlayan kişileri, kamuyu aydınlatmanın kısıtlanmasının ihlalinden soruşturulmaktan korumakta ve yetkili kurumlara bu hususta profesyonel gizliliği sağlama görevi yüklemektedir. Tüzük somut olayın özelliklerine göre, üçüncü ülke yetkili kurumları (örneğin bilgi suistimali ya da piyasa dolandırıcılığı yapıldığı şüphesi bulunan spot piyasaların düzenleyicileri ve bilgi akışı sağlama kabiliyeti sağlayabilecek kurumlar gibi) ile işbirliği ve bilgi alışverişi yapılmasını da öngörmektedir.

Tüzük, yetkili kurumların gözetim, denetim ve idari yaptırım uygulama yetkilerini güçlendirmektedir. Örneğin, onlara yerinde denetim ve inceleme yapabilmek ve malvarlığının dondurulması ya da müsadere edilmesini isteme yetkilerini tanımaktadır.

Denetimin engellenmesi, Tüzük'te, cezai müeyyide gerektiren bir durum olarak değerlendirilmektedir. Yetkili kurum ile işbirliği yapılmaması ya da istenen hususların reddedilmesi söz konusu hükümlerin ihlali olarak değerlendirilmiştir.

Tüzük idari yaptırımların derecesini tespit etme kriterleri ve yaptırım miktarı konusunda da yenilikler getirmektedir. Tüzük bu konuda üye devletlere bir aralık (marj) tanımaktadır. Buna göre, Tüzük parasal cezaları AB ülkelerinde tüzel kişiler için maksimum 1.000.000 ilâ 15.000.000 (Euro) arasında bir rakam ya da toplam cironun %15'i, gerçek kişiler için de 500.000 ilâ 5.000.000 Euro arasında bir rakam olarak belirlemektedir.

İdari önlemler ve yaptırımlar konusunda Tüzük hükümlerinin tamamlayıcısı, cezai yaptırımlara ilişkin 2014/57 sayılı Yönerge'dir (Market Abuse Directive/MAD 2). MAD 2 tüm üye devletlerin bilgi suistimaline ve piyasa dolandırıcılığına karşı yeknesak cezaları uygulamasını şart koşarak Tüzüğü tamamlamaktadır.

Piyasa işleticileri ve yatırım kuruluşlarınının 16. maddedeki bildirim ödevlerinin ötesinde, Tüzük ihlallerin raporlanması konusunda daha genel bir mekanizma kurmaktadır. 2015/2392 sayılı Komisyonun Uygulama Yönergesi, gerçek ya da potansiyel ihlalleri yetkili kuruma herkesin rapor edebileceği bir hukuk dışılığı ifşa rejimi (yabancı literatürde kabul gören deyimle whistleblowing) kurmaktadır. Yönerge, gizli bilgi ifşa edeni koruyucu prosedürleri tanımlamaktadır.

C. Türk Hukuku ile Karşılaştırma

Türk hukukunda konuyla ilgili temel kurallar SerPK'da yer almakta olup, 101 ilâ 108. maddeler büyük ölçüde piyasa bozucu eylemlerle ilgilidir. SPK tarafından çıkarılan Tebliğler ise bu hükümlerin tamamlayıcısıdır. Kurul tarafından doğrudan kanun hükümlerini tamamlamak üzere çıkarılmış Tebliğler bulunmaktadır. Ayrıca farklı konular hakkında çıkarılmış diğer Tebliğler içerisinde de bağlantılı hükümler yer almaktadır.

Doğrudan Kanun'un ilgili hükümlerinin uygulama esaslarını belirlemek üzere çıkarılan Tebliğler: i) Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, ii) Bilgi Suistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı Suçları Hakkında Bildirim Yükümlülüğü Tebliği, iii) Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği, ve iv) VI-103.1 sayılı Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliği'dir. Bunun dışında Özel Durumlar, Geri Alınan Paylar ve Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğlerde de konuya temas eden hükümler bulunmaktadır.

Gerek Kanun gerek Tebliğlerdeki hükümlerinin hazırlanışında meri AB mevzuatı dikkate alındığından, piyasa bozucu eylemler mevzuatımızın büyük ölçüde AB mevzuatı ile uyumlu olduğu söylenebilir. Fakat AB mevzuatı da durağan olmayıp güncellendiğinden (nitekim piyasa bozucu eylemlerle ilgili Yönerge'nin yürürlükten kaldırılıp Tüzük'ün yürürlüğe konması gibi), gelinen aşamada Tüzük hükümleri ile sermaye piyasası mevzuatımızdaki hükümleri karşılaştırmakta yarar vardır. Sonraki bölümde Tüzük'ün birebir her hükmünü değil, fakat önemli gördüğümüz düzenlemelerinin Türk hukukunda da olup olmadığını değerlendirdiğimiz genel bir karşılaştırma yapacağız.

1. Uygulama Alanı ve Kapsam

Tüzük, adındaki açıklamadan anlaşılacağı gibi (market abuse regulation) piyasa bozucu eylemleri düzenlemektedir. Esasen piyasa bozucu eylemler (market abuse) bir çatı kavram olup, bunun kapsamına içsel bilginin haksız kullanımı ile piyasayı manipüle edici işlemler girmektedir. Bu çerçevede, Tüzük'teki sistematik incelendiğinde, temel olarak içsel bilgi (insider information), içsel bilginin kamuya açıklanmadan önce bir kimse tarafından kendi veya üçüncü kişi yararına kullanılması (insider dealing – bilgi suistimali), içsel bilginin hukuka aykırı surette açıklanması (unlawful disclosure of inside information) ve piyasa dolandırıcılığı (market manipulation) ile kamuyu aydınlatmaya ilişkin kuralların düzenlendiği görülmektedir. Konu maddesinde (m. 1) Tüzük'ün bilgi suistimali, içsel bilginin hukuka aykırı surette açıklanması ve piyasa dolandırıcılığı hakkında; bunların engellenmesi, yatırımcıların korunması ve piyasalarda güvenin tesisi için alınacak önlemler konusunda ortak bir düzenleyici çerçeve sunduğu belirtilmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatımızda piyasa bozucu eylemler daha dar anlamda ele alınmış olup, Kanun'un 104. maddesinde verilen tanımla, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozan, fakat Kanun'un 106 ve 107. maddesinde tanımlanan suçlar kapsamına dâhil edilemeyen, bu itibarla sadece idari yaptırıma tabi kılınan eylem ve işlemler olarak tanımlanmıştır. Tüzük ile sermaye piyasa mevzuatımızdaki hükümleri karşılaştırırken bu farklılığa dikkat etmek gerekir.

Tüzük'ün 2. maddesinde, finansal araçların işlem gördüğü piyasaların ayrı ayrı zikredilerek, finansal enstrümanların işlem gördüğü tüm piyasaların kapsama dâhil edilmeye çalışıldığını gözlemliyoruz. Sermaye piyasası mevzuatımızda ise, Kanun'un kapsam maddesinde, çerçevenin geniş tutularak tüm sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, ihraççılar, halka arz edenler, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları, borsalar ile sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü diğer teşkilatlanmış piyasalar, piyasa işleticileri gibi hususların Kanun hükümlerine tabi olduğu hükme bağlanmıştır. Sermaye piyasası araçları ise yine tanımlar maddesinde menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları şeklinde tanımlanarak kapsamın geniş tutulduğunu gözlemliyoruz. SerPK m.106 ve 107'de suç tanımlarında, merkez kavramın yine "sermaye piyasası aracı" olduğunu görmekteyiz. Piyasa bozucu eylemlerin çerçevesi ise, 104. maddede "borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemler" olarak çizilmiştir.

Yine Kanun'un 66. maddesinde, borsalar dışında sermaye piyasası araçlarının alıcı ve satıcılarını bir araya getiren, alım ve satımına aracılık eden, bunlar için sistemler ve platformlar oluşturan ve bunları işleten alternatif işlem sistemlerinin, çok taraflı işlem platformlarının ve teşkilatlanmış diğer piyasaların kuruluşuna, yetkilendirilmesine, sermayelerine, bunlarda işlem görecekt sermaye piyasası araçlarına, rekabet şartlarına ve bu kuruluşların çalışma ilkelerine ilişkin usul ve esasların, Kurulca çıkarılacak yönetmeliklerle düzenleneceği, Kurulun, bunların gözetim ve denetim mercii olduğu hükme bağlanmıştır.

Sonuç olarak, mevzuat hükümlerimizin kapsam bakımından Tüzük ile uyumlu olduğu söylenebilir.

2. Bildirim Yükümlülüğü

Tüzük m. 4'te, piyasa işleticileri ve yatırım kuruluşlarına, şüpheli işlemleri yetkili kuruma bildirme yükümlülüğü getirilmiştir. Tüzük ile birlikte piyasa bozucu eylemlere ilişkin düzenlemelerin uygulama alanı, yeni piyasaları ve işlem

platformlarını kapsayacak şekilde genişletildiğinden, 4. maddedeki bildirim yükümlülüğü de bu çerçevede ele alınmıştır.

SerPK m. 102’de; bir işlemin Kanun’un 106 ve 107. maddelerinde sayılan suçları oluşturduğuna ilişkin herhangi bir bilgi veya şüpheyi gerektirecek bir hususun bulunması hâlinde, (öncelikle) yatırım kuruluşlarına, bunlar dışında Kurulca belirlenecek diğer sermaye piyasası kurumlarına, durumu, Kurula veya Kurulca belirlenecek diğer kurum ve kuruluşlara bildirme yükümlülüğü getirilmiştir. Yine Kanun hükmünü tamamlayıcı şekilde V-102.1 sayılı Bilgi Suistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı Suçları Hakkında Bildirim Yükümlülüğü Tebliği’nin 5. maddesinde, Kanun’un 102. maddesi kapsamında ve bu Tebliğ’in uygulanmasında şüpheli işlemlerle karşılaştıklarında bildirimde bulunması gerekenlerin yatırım kuruluşları olduğu hükme bağlanmış; bildirim ne şekilde yapılacağına ilişkin esaslar ise 6. maddede gösterilmiştir.

Kanun’un anılan hükmü ile birlikte Tebliğ’in 6. Maddesinin, mevzuatımızın Tüzük ile uyumlu olmasını sağladığı söylenebilir.

3. Muafiyetler

Tüzük m. 5 ve 6’da, Tüzük’ün uygulama alanından çıkarılan (muaf kılınan) işlem ve uygulamalar düzenlenmiştir. Bu bağlamda geri alım programları, fiyat istikrarını (stabilizasyon) sağlamak amacıyla gerçekleştirilen işlemler, para, döviz kuru, kamu borç yönetim politikalarının uygulanması muafiyet kapsamındadır. Benzer düzenleme SerPK m. 108’de de yer almakta olup, uyumluluk vardır.

4. İçsel Bilgi Tanımı

Tüzük’ün 7. maddesi içsel bilginin tanım ve unsurlarını düzenlemektedir. Tüzük’ün uygulama alanındaki genişlemeye bağlı olarak içsel bilgi tanımı da değiştirilmiştir. Bu anlamda spot emtia piyasaları ve türev piyasalarda fiyata etki eden hususlara diğer bentlerde yer verilmiştir.

Sermaye piyasası mevzuatımızda içsel bilgi, sade bir şekilde fakat geniş kapsamlı olarak tanımlanmıştır. Gerek Piyasa Bozucu İşlemler Tebliği’nde gerek Özel Durumlar Tebliği’nde içsel bilginin tanımı “Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeler” şeklinde verilmiştir. Görüldüğü üzere verilen tanımda iki unsur ön plana çıkmaktadır: i) bilginin henüz kamuya açıklanmamış olması, ii) bilginin sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olmasıdır. Mevzuatımızdaki içsel bilgi tanımının Tüzükle uyumlu olduğu söylenebilir. Tüzük’te

m.7/1-a bendindeki tanıma bakıldığında, “information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments; ifadeleri kullanılmıştır.

Sonuç olarak Tüzük’ün içsel bilgi tanımı ile mevzuatımız mukayese edildiğinde, Tüzükte bilginin “precise” olmasına, yani kesinliğine, bunun yanında fiyat üzerinde etkisinin önemli (significant) olmasına vurgu yapıldığı; bunun dışında spot emtia ile türev piyasaların tanıma bentlerle eklendiği, bu çerçevede Tüzükteki tanımın daha ayrıntı içerdiği söylenebilir.

5. Bilgi Suistimali

Tüzük’ün 8. maddesinde “insider dealing”, yani öğretide (daha önce) içerden öğrenenlerin ticareti olarak adlandırılan, yeni düzenlememizde (SerPK 106) “bilgi suistimali” olarak adlandırılan fiil düzenlenmektedir. İncelendiğinde Tüzük hükmü ile Kanunumuzdaki düzenlemenin temelde örtüşmekle birlikte bazı farklılıkların bulunduğu görülmektedir.

Tüzükteki düzenlemeye bakıldığında, bilgi suistimalinin, içsel bilgiye sahip olan bir kişinin bu bilgiyi kendisi ya da üçüncü bir kişi yararına kullanması olarak tanımlandığını görmekteyiz. Bizdeki düzenleme de bu şekilde olmakla birlikte, SerPK m. 106’da, bu kullanım sonucunda menfaat elde edilmesi şartına yer verilmiştir. Bu anlamda bir farklılık bulunduğu işaret edilebilir.

Gerçekleşmemiş, değiştirilmiş ya da iptal edilmiş emirlerin de bilgi suistimalinin kapsamına girmesi konusunda mevzuatımız Tüzük ile örtüşmektedir.

Tüzük’te, içsel bilginin başkasını yönlendirmek üzere kullanılması, böylece bilgi suistimalinin başka bir kişiyi yönlendirme suretiyle işlenmesi de düzenlenmektedir (m. 8/2). Bu düzenlemeye, mevzuatımızda yer verilmemiştir.

6. İçsel Bilginin Hukuka Aykırı Olarak Açıklanması

Tüzük’ün 10. maddesi içsel bilginin hukuka aykırı surette açıklanmasını düzenlemekte olup, henüz kamuya açıklanmamış içsel bilgiye sahip olan bir kişinin işi ve görevi dışında bu bilgiyi üçüncü bir kişiye açıklanmasının içsel bilginin hukuka aykırı surette açıklanmasını oluşturacağı belirtilmektedir.

Mevzuatımızda Piyasa Bozucu İşlemler Tebliği’nin 4/1 maddesinde, “mevzuata uygun şekilde kamuya gerekli açıklamalar yapılmadan önce içsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişilerin bu bilgilerin gizliliğini korumaları esas oldu-

ğu” hükme bağlanmıştır. Aynı maddenin ikinci fıkrasının (a) bendinde ise, içsel bilgi veya sürekli bilgileri, bu bilgiler mevzuata uygun şekilde kamuya açıklanmadan önce bu bilgilere sahip olan kişilerden doğrudan ya da dolaylı olarak alan kişiler tarafından ilgili sermaye piyasası aracında işlem yapılması durumunda; içsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişilerin bu bilgileri diğer kişilere vermeleri piyasa bozucu işlem sayılmıştır.

Bu çerçevede içsel bilginin hukuka aykırı surette açıklanmasının hukukumuzda da düzenlenmiş olduğunu söylemek mümkündür.

7. Piyasa Dolandırıcılığı

Tüzük işlem bazlı (alım veya satım yapma, emir verme, emir iptal etme, emir değiştirme veya hesap hareketleri vs yollarla) ve bilgi bazlı (yalan haber yayma vs yollarla) piyasanın manipüle edilmesini 12. maddede bir arada düzenlemiştir. Söz konusu fiiller mevzuatımızda suç olarak SerPK’nın 107/1 ve 2’de, piyasa dolandırıcılığı adıyla düzenlenmiştir. İncelendiğinde suç unsurlarının Tüzük ile uyumlu söylenebilir.

Tüzük’ün kabul edilmesindeki amillerden biri olan LIBOR skandalı nedeniyle, 12. maddede referans değerlere (benchmark) dayalı manipülasyon yapılmasının yasak olduğu özellikle belirtilmiştir. Mevzuatımızda bu yönde özel bir düzenleme olmamakla birlikte, Türkiye’de de benzer şekilde gerçekleştirilecek fiilin (bir referans değer hakkında manipülatif amaçlı yanıltıcı haber yayılması) SerPK m.107/2’deki düzenleme kapsamına girecektir. Özetle, sırf bununla ilgili özel bir düzenleme bulunmamasının eksiklik doğurması söz konusu değildir.

Tüzük’ün 1 no’lu ekinde manipülatif davranış kalıplarına ilişkin göstergeleri belirten bir rehber bulunmaktadır. Böyle bir rehber hukukumuzda da yer verilebilir.

8. Kabul Edilmiş Piyasa Uygulamaları

Mevzuatımızda doğrudan kabul edilmiş piyasa uygulamalarına gönderme yapan bir hüküm bulunmamakla beraber bu hususta borsanın kabul ettiği kurallar geçerli kabul edilmektedir.

9. Bilgi Suistimalinin ve İçsel Bilginin Hukuka Aykırı Surette Açıklanmasının Yasak Olması

Tüzük’ün 14. maddesi, özetle içsel bilgiye sahip olan kişinin bu bilgiyi kendi ya da üçüncü kişi yararına kullanması olarak özetleyebileceğimiz bilgi suistimali ile yine içsel bilgiye sahip olan kişinin bu bilgiyi görev ve sorumluluklarının

dışında başka bir kişiye açıklaması olarak özetleyebileceğimiz içsel bilginin hukuka aykırı açıklanmasını yasaklamaktadır.

Mevzuatımızda Tüzük'teki hükme benzer şekilde ayrı bir yasaklama hükmüne yer verilmeyip doğrudan bu fiillerin işlenmesi hâlinde doğacak sonuçlara yer verilmiştir; içsel bilginin hukuka aykırı surette açıklanmasının piyasa bozucu eylem sayılacağı belirtilmiştir (bkz. Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği m.4). Bu kapsamda eylem, SerPK m. 104 uyarınca idari yaptırıma tabi olacaktır.

Bilgi suistimali ise mevzuatımızda suç kapsamında cezai yaptırıma bağlanmıştır (SerPK 106).

10. Manipülasyonun Yasak Olması

Tüzük'ün 15. maddesinde, 14. maddeye benzer şekilde, manipülasyonun yasak olduğu belirtilmiştir.

Mevzuatımızda manipülasyon, piyasa dolandırıcılığı adıyla suç olarak düzenlenmiş ve hapisle birlikte adli para cezası yaptırımına bağlanmıştır (SerPK m. 107/1). Bununla birlikte, suç düzeyine gelmeyen fakat piyasanın işleyişini bozan işlemler ise piyasa bozucu işlem kapsamında idari para cezası yaptırımına bağlanmıştır (SerPK m. 104).

11. Piyasa Bozucu Eylemlerin Tespiti ve Engellenmesi

Tüzük m. 16; piyasa işleticileri, yatırım kuruluşları ve profesyonel olarak işlemleri aranje eden ve gerçekleştiren kişilere; piyasa bozucu eylemlerin tespiti ve engellenmesi için etkili kurallar, sistemler ve prosedürler kurma ve bunları sürdürme yükümlülüğü yüklemektedir. Maddede aynı zamanda, 4. maddeyle benzer şekilde, bilgi suistimali, piyasa dolandırıcılığı veya bunlara teşebbüs edilmesini oluşturan emir ve gerçekleşen işlemlerin, yetkili kuruma gecikmeksizin bildirilmesi yükümlülüğü öngörülmüştür.

Yatırım kuruluşlarının bildirim yükümlülüklerine Tüzük'ün 4. maddesine ilişkin değerlendirmemizde temas etmiş, V-102.1 sayılı Bildirim Yükümlülüğü Tebliği'nin 6. maddesinde söz konusu esasların düzenlendiğini izah etmiştik.

Bunun dışında borsaların ve işlem platformlarının etkin bir gözetim sistemi kurma ödevleri ile ilgili olarak; SerPK m. 66 ve 67'de, Kurulun söz konusu piyasa ve platformların gözetim ve denetim mercii olduğu, bunların çalışma esas ve ilkelerinin (bu bağlamda uyarı mekanizmalarının da) Kurulca çıkarılacak ya da onaylanacak yönetmeliklerle düzenleneceği hükme bağlanmıştır.

12. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Tüzük'ün 17. maddesi içsel bilginin ihraççı tarafından kamuya açıklanmasını düzenlemektedir. Buna göre ihraççı kendisiyle doğrudan ilgili içsel bilgiyi mümkün olan en kısa zamanda kamuya duyurur.

Hukukumuzda da bu esas geçerli olup, SerPK'nın "Kamunun aydınlatılmasında özel durumlar" başlıklı 15. maddesinde, "Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır" hükmü yer almaktadır. Aynı şekilde II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin 5/1 maddesi, "İçsel bilgiler ve bu bilgilere ilişkin daha önce kamuya açıklanan hususlardaki değişiklikler ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde ihraççılar tarafından açıklama yapılır" hükmünü havidir. Aynı Tebliğin 9. maddesinde de ihraççılar hakkında sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek öneme sahip, basın-yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla ilk kez kamuya duyurulan veya daha önce kamuya duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber veya söylentilerin varlığı hâlinde; bunların doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda ihraççı tarafından açıklama yapılması gerektiği hükme bağlanmıştır.

Yine Tüzük'ün aynı maddesinde içsel bilginin açıklanmasının hangi şartlarda ertelenebileceği hükme bağlanmış olup, Özel Durumlar Tebliği m. 6'da bu hususa yer verilmiştir. Uyumluluk söz konusudur.

Yine açıklamaların kapsam ve özelliklerini düzenleyen Tebliğ m. 24'ün, Tüzük ile temelde uyumlu olduğundan söz edilebilir.

13. İçsel Bilgilere Sahip Olanların Listesi

Tüzük m. 18'de, ihraççı tarafından içsel bilgilere erişimi olanların bir listesinin hazırlanması, listenin güncel vaziyette tutulması ve talep hâlinde yetkili kuruma sunulması yükümlülüğüne yer verilmiştir. Benzer düzenleme Özel Durumlar Tebliği m. 7 de yer almakta olup, Tüzük ile temelde uyumludur. Şu kadar ki, Tüzükte, diğer hükümlerde olduğu gibi, çok taraflı işlem platformları ve piyasa işleticileri ile ilgili ilave bazı hususlar öngörülmekte olup, bunlar Tebliğe yansıtılmış değildir.

14. Yöneticilerin İşlemleri

Tüzük m. 19'da, yönetimde sorumluluğu bulunan kişiler ile bunlarla yakın ilişki içindeki kişilerin; ihraççının çıkardığı sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerinin toplam miktarı, bir takvim yılı içinde 5.000 Euro'yu (üye devlet yet-

kili kurumlarına bu miktarı 20.000 Euro'ya kadar çıkarma yetkisi tanınmıştır) geçtiği takdirde, derhâl ve en geç 3 işgünü içinde, ihraççıya ve yetkili kuruma bildirmeleri yükümlülüğü getirilmektedir. Ayrıca, yine ara dönem ve yıllık finansal tabloların kamuya açıklandığı tarihe nazaran son 30 otuz gün içinde, ihraççının idari sorumluluğu olan yöneticilerinin, ihraççının sermaye piyasası araçlarında işlem yapamayacakları hükme bağlanmıştır.

Hukukumuzdaki muadil düzenleme, Özel Durumlar Tebliğimizin 11. maddesinde yer almakta olup, tüzük hükmü ile bazı farklılıklar olmakla birlikte temelde uyumludur. Farklılık teşkil eden hususlara ilişkin olarak; Tebliğ düzenlemesinde açıklama yapma yükümlülüğü sadece idari sorumluluğu olan yöneticileri değil, ana ortağı da kapsamaktadır. Yöneticiler tarafından işlem yapılamayacak dönem de farklıdır. Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği m.4/3'te bu dönem, finansal tabloların hazırlandığı hesap döneminin bitimini izleyen günden kamuya duyurulmasına kadar geçen zaman aralığı olarak belirlenmiştir. Bir diğer farklılık bildirimde tâbi işlemler için yılda ulaşılması gereken tutar mevzuatımızda 250.000 TL olarak belirlenmiştir. Nihayet ülkemiz düzenlemesinde işlemlerin ihraççı ve yetkili kuruma değil, kamuya duyurulması esası benimsenmiştir.

15. Yatırım Tavsiyeleri ve İstatistikler

Tüzük'ün 20. maddesi, yatırım tavsiyeleri ya da bir yatırım stratejisini öneren bilgi üreten ya da yayan kişilerin, bilginin objektif bir şekilde sunulması için gerekli özeni göstermesi gereğini ve bilginin içerdiği finansal araçla ilgili kendi çıkarını ya da çıkar çatışmasını açıklaması gerektiğini düzenleme konusu etmiştir.

Finansal piyasalar üzerinde önemli bir etki oluşturabilecek istatistiki ve öngörülere dayalı bilgiler paylaşan kamu kurumları, bunları objektif ve şeffaf bir şekilde yaymalıdır.

Mevzuatımızda Tüzük'ün bu hükmünü karşılayan hükümler şu şekildedir: Öncelikle, Piyasa Bozucu Eylemler Tebliğinin 6. maddesinde, iletişim ve haberleşme yoluyla işlenen piyasa bozucu eylemler düzenlenmiştir. Hükme göre, sermaye piyasası araçlarının fiyatları, değerleri veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte veya bunlara etki edebilecek piyasa göstergelerine ilişkin olarak yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi verilmesi, söylenti çıkarılması, haber verilmesi, özel durum açıklaması yapılması, yorum yapılması veya rapor hazırlanması, bu fiilleri gerçekleştirenler tarafından söz konusu fiillerin gerçekleştirilmesinden önce veya sonra ilgili sermaye piyasası aracında her türlü emir verilmesi ve/veya işlem yapılması hâlinde piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilir. Bu noktada Kanun'un 106. maddesinin ne zaman, Tebliğ hükmünün hangi şartlarda uygulama alanı bulacağı sorusu akla gelebilir. Hatırlanacağı gibi, bilgi suistimali

suçunun oluşması için menfaat şartı getirilmiştir. Bu itibarla somut olayda özellikle menfaate ilişkin bir tespit bulunamadığında, ayrıca içsel bilginin kullanımına dair tespitler de söz konusu değilse, Tebliğ hükmü işletilmektedir.

Öte yandan, Kanunumuzun 38. maddesinde, sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması (c bendi), sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunulması (a bendi) yatırım hizmetleri altında yan hizmetler sınıfında değerlendirilmiştir.

SPK'nın III-371.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Tebliği'nde yan hizmetlerin sunulmasında uyulacak esaslar 71 vd. maddelerde düzenlenmiş, 71 ve 73. maddelerde sermaye piyasalarında danışmanlık hizmeti sunulması ile genel yatırım tavsiyesinde bulunmanın tabi olduğu kurallar belirtilmiş, bilhassa genel yatırım tavsiyesi sunmadan uyulacak esaslar konusunda yatırım danışmanlığı hizmetinin tabi olduğu ilke ve esasları düzenleyen 48. maddenin ilgili bentleri ile, finansal ilişki ve çıkar çatışmaları ile ilgili olarak 50. maddeye atıf yapılmıştır. 50. madde incelendiğinde, yetkili kuruluşlar yatırım danışmanlığı faaliyeti sırasında sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkilemesi muhtemel nitelikteki tüm ilişki ve koşulları, özellikle yorum ve tavsiyenin ilgili olduğu sermaye piyasası aracına ilişkin önemli finansal çıkarlarını veya ihraççı ile olan önemli çıkar çatışmalarını müşteriye açıklamakla yükümlü olduğu belirtilmektedir.

Görüldüğü üzere mevzuatımız Tüzük hükümlerinde öngörülen gereklilikleri karşılar durumdadır.

Tüzük'ün diğer maddeleri yetkili kurumlara verilen yetkiler ve ESMA ile ilgili hükümler olup, sermaye piyasası mevzuatımızda Kurula piyasanın denetimi ve gözetimi ile ilgili tek yetkili kurum olarak ilgili yetkiler tanınmış olup, yetki bakımından bir eksiklik söz konusu değildir. ESMA ile ilgili düzenlemeler şu aşamada ülkemiz açısından zaten uygulanabilir değildir.

III. Değerlendirme ve Öneriler

Tüzük'ün amacı piyasaların entegrasyonu ve yatırımcıların korunmasıdır. Belirtilen amaca uygun olarak, Tüzük, Yönerge'deki genel düzenlemeyi güncellemede ve güçlendirmekte, piyasa bozucu eylemlerle ilgili yükümlülük ve yasakları yeni piyasalara ve uygulamalara teşmil etmektedir. Tüzük hükümleri incelendiğinde, Yönerge'ye nazaran ayrıntılı hükümler içerdiği söylenebilir. Özellikle gelişen teknolojiye bağlı olarak finansal piyasalardaki gelişmeler sonucu ortaya çıkan yeni finansal araçların ve işlem platformlarının Tüzüğe yansıtıldığı görülmektedir.

Yönerge'deki temel esasların Tüzük'te de korunduğu dikkate alındığında, Yönerge ile uyum gözetilerek hazırlanan ülkemiz mevzuatının, Tüzük hükümleri ile de temelde uyumluluk gösterdiği söylenebilir. Tüzük'ün geneline yansıyan yeni finansal araç ve işlem kanallarının tüm ilgili hükümlere işlenmesi yaklaşımının, SerPK m. 66'da Kurula tanınan yetkinin kullanılması yoluyla mevzuatımıza yansıtılabileceğini ifade edelim. Anılan maddede, organize piyasalar dışındaki piyasalar ve işlem platformları ve buralarda işlem görecektir araçlar bakımından gerekli düzenleme, gözetim ve denetim yetkilerinin Kurulda olduğu hükme bağlanmaktadır. Ancak gerekli görülürse bir mevzuat yenileme çalışmasında OTFs ve karbon emisyonları gibi yeni araç ve işlem kanalları mevzuatımıza dâhil edilebilir.

Yeni işlem kanalları ve platformlarında, işlemler, internet üzerinden gerçekleştirildiği için internet ve diğer telekomünikasyon trafiğini takip ve denetim amacıyla gerekli yetkilerin Kurula tanınmasında fayda bulunmaktadır.

Tüzük'te, yasaklanan piyasa bozucu eylemler sayılmakta hemen akabinde de "bunlara teşebbüs edilmesi" ifadesi kullanılmaktadır. Mevzuatımız açısından değerlendirilmelidir.

Gizli bilgiyi ifşa edenlerin korunması hususunda eksikliklerimiz olduğu söylenebilir. Bildirim Yükümlülüğü Tebliği'nin m. 5, 6 ve 7. maddeleri gizli bilgiyi ifşa edenlerden ziyade yatırım kuruluşunun bildirimde bulunmasına ilişkin hükümleri sevk etmektedir. Tebliğ m. 8'deki, bildirimde bulunanların korunmasına dair hükümlerin de yetersiz olduğu, ayrıca bilgi ifşasını teşvik edici olmadığı görülmektedir. Özellikle ihraççı ve yatırım kuruluşu çalışanlarının teşvik edilmesi ve gereğinde korunması gerekir. MAD 2 Uygulama Yönergesi hükümlerinden yararlanılabilir.

Son olarak, piyasa bozucu işlemlere dair mevzuatımızın, suç olarak düzenlenen kısımlar dışında, Tebliğ değişiklikleri ile güncellenmesinin mümkün olduğunu, dolayısıyla gerekli uyumun sağlanmasının zor olmayacağını ilave edelim.