

**BİLGİYE DAVALI MANİPÜLASYONDA
MENFAAT ELDE ETME ŞARTININ YERİNDELİĞİ**

Prof. Dr. Çağlar MANAVGAT

BİLGİYE DAYALI MANİPÜLASYONDA MENFAAT ELDE ETME ŞARTININ YERİNDELİĞİ*

Prof. Dr. Çağlar MANAVGAT**

ÖZET

Manipülasyon, sermaye piyasasında yanlış fiyat oluşmasına ve buna bağlı olarak yatırımcının güveninin sarsılmasına yol açar. Bu olumsuz özelliği nedeniyle, sermaye piyasasında doğru fiyat oluşumunu olumsuz yönde etkileyen en önemli sorun olarak öne çıkar. Bilgiye dayalı manipülasyonda, kamuya açıklanan gerçeğe aykırı bilgi, fiyatın yanlış oluşmasına neden olur, arz ve talebi yanlış yönde etkiler. Piyasa odaklı bir yaklaşımla, yasaklanması gereken, gerçeğe aykırı bilginin kamuya açıklanmasıdır. Gerçeğe aykırı bilgi verenin, bu fiiliyle menfaat elde edip etmemesi, fiilin piyasada yarattığı olumsuz etkiyi değiştirmez.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 107.2 hükmünde 2015 yılında yapılan değişiklikle, menfaat elde edilmesi, bilgiye dayalı manipülasyonun maddi unsurları arasına alınmıştır. Bu makalede söz konusu değişikliğin sermaye piyasası hukuku bakımından analizi yapılmıştır. Çalışmada, önce temel sorun belirlenmiş, daha sonra bilgi dengesizliğinin fiyat oluşumuna etkisi kuramsal bakımdan ele alınmış; karşılaştırmalı hukukta bilgiye dayalı manipülasyona ilişkin düzenleme yaklaşımı incelenmiş; Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişikliğin gerekçeleri, yapılan değişiklikle, öngörülen hedef arasındaki bağlantı değerlendirilmiş ve ulaşılan sonuçlar açıklanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Bilgiye Dayalı Manipülasyon, Bilgi Dengesizliği, Yatırımcının Korunması.

ABSTRACT

Manipulation causes to incorrect price formation in the capital markets and thus to shaking the trust of the investor. Because of this negative feature, this is the most important problem affecting the right price formation in the capital markets

(*) Bu makale Dergi Editörlüğüne 01.06.2017 tarihinde gönderilmiş olup, 12.06.2017

tarihinde yayımlanması kabul edilmiştir.

(**) Bilkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim
Yazarı: cmanavgat@bilkent.edu.tr

adversely. In the information-based manipulation, the information disclosed to the public is untrue, causing the price to be erroneous, influencing the supply and demand in the wrong direction. With a market-oriented approach, it is the public disclosure of untruthful information that must be banned. The fact that the informer gained benefit by disclosing the untrue information to the public does not change the negative effect of the act on the market.

With the amendment made in the Capital Markets Law, article 107.2, in 2015, the gaining of benefits was added to the material elements of information-based manipulation. In this article, this amendment has been analyzed in terms of capital markets law. In the study, first the basic problem was determined, then the effect of information asymmetry on price formation was taken from the theoretical point of view; the regulation approach to information-based manipulation in comparative law was examined; the connection between the reasons for the amendments made in the Capital Markets Law, the amendment, and the foreseen target has been evaluated and the results achieved are explained.

Keywords: Information Based Manipulation, Information Asymmetry, Investor Protection.

I. SORUN

Manipülasyon, Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) m.107 hükmünde, "Piyasa Dolandırıcılığı" başlığı altında düzenlenmiştir¹. Anılan Madde'nin birinci fıkrasında işleme dayalı manipülasyon, ikinci fıkrada ise bilgiye dayalı manipülasyon fiilinin unsurları hükme bağlanmıştır.

SPKn 107.2 hükmünün 30.12.2012 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan metninde bilgiye dayalı manipülasyon fiilinin unsurları,

"Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi ver(mek), söylenti çıkar(mak), haber ver(mek), yorum yap(mak) veya rapor hazırla(mak) ya da bunları yay(mak)"

(1) SPKn'de kullanılan yasal kavram "piyasa dolandırıcılığı" olmasına rağmen, bu çalışmada, uluslararası literatürde yerleşmiş ve içeriği daha iyi yansıtan "manipülasyon" kavramı tercih edilmiştir. Söz konusu terimin nedenleri konusunda bk. Manavgat, Ç.: Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara 2008, s. 7-8.

şeklinde düzenlenmiştir². Bilginin, etkileme gücüne sahip nitelikli bilgi olması gerekir. Yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi vermenin ortak paydası, bilginin gerçeğe aykırı olmasıdır. Gerçeğe aykırı bilgi çeşitli yöntemlerle kamuya açıklanabilir.

SPKn 107.2 hükmünde 27.03.2015 tarih ve 6637 Sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle, fiilin yukarıda anılan unsurları aynen korunmakla beraber "ve bu suretle menfaat sağla(mak)" da bilgiye dayalı manipülasyonun unsurları arasına sokulmuştur.

Sermaye piyasası araçlarının fiyatı, arz ve talebe; arz ve talep de, birçoğunun yanı sıra ve en önemlisi bilgiye göre oluşmaktadır. Bilginin piyasayı doğrudan etkisi dikkate alındığında, gerçeğe aykırı bilginin, farklı yöntemlerle yayılmasının piyasaya, dolayısıyla yatırımcılara zarar vereceği kuşkusuzdur. Piyasayı olumsuz etkileyen gerçeğe aykırı bilgi verme fiilinin cezalandırılması için, fiilin ayrıca menfaat elde etmesinin aranmasının, SPKn'nun 1'inci maddesindeki "(...) yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması (...)" amacıyla ne ölçüde bağdaştığı, karşılaştırmalı hukuktaki tercihlere uygun olup olmadığı ve piyasaya olası etkileri, temel sorunları oluşturmaktadır.

SPKn 107 hükmü bir ceza normudur. Ancak Madde'deki düzenlemeyi sermaye piyasasında fiyat oluşumuna, fiyat oluşum mekanizmasına müdahale ve yatırımcının korunmasına kanun koyucunun yaklaşımını göstermek bakımından, sermaye piyasası hukuku çerçevesinde bir değerlendirme yapılması zorunludur. Bu çalışmada öncelikle gerçeğe aykırı bilgi açıklanmasını oluşturan bilgi dengesizliği (*information asymmetry*) ve bunun, fiyat oluşumuna olan etkisi incelenecektir. Bu kuramsal ağırlıklı değerlendirmede sonra, pozitif hukuktaki düzenleme yaklaşımı, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Avrupa Birliği (AB) hukuku ekseninde ele alınacaktır. Daha sonra sırasıyla, Türk hukukunda, menfaat elde etmenin, bilgiye dayalı manipülasyonun unsuru haline getirilmesine ilişkin kanun koyucunun gerekçesi ve bu gerekçenin yerindeliği değerlendirilecektir. Dört farklı açıdan yapılan değerlendirmelerde ulaşılan sonuçlar, Sonuç bölümünde bütünlük içinde sunulacaktır.

(2) Bilgiye dayalı manipülasyonun, 2012 öncesinde 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki düzenlemesi ve hukuki değerlendirilmesi için bk. Yanlı, V.: Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Bilgiye Dayalı Manipülasyon Suçları, BATİDER 2004, C. XXII, S. s. 23-44.

II. BİLGİ DENGESİZLİĞİNİN FİYAT OLUŞUMUNA ETKİSİ

Sermaye piyasasında fiyat, arz ve talebe; arz ve talep de, psikolojik ve dışsal etkenlerin yanı sıra esas itibarıyla bilgiye göre oluşur. Piyasada etkin bir fiyat oluşumu için bilginin tam ve zamanında kamuya açıklanması ve yatırımcılara, bilgiye eşit erişim olanlığının tanınması gerekir. Piyasa katılımcılarının bir kısmının, diğerlerine göre, yatırım kararını etkileyebilecek nitelikte daha fazla bilgiye sahip olması, bilgi dengesizliğini doğurur³. Esasen halka açık anonim ortaklıkların yaptığı yatırımlar, doğası gereği bilgi dengesizliğine yol açar. Yöneticiler, yatırımın sonuçlarını, varlıklar düzeyinde sürekli gözetim altında tutarak, sürece anında bilgi sahibi olurken; yatırımcılar, kamuyu aydınlatma çerçevesinde açıklanan toplu bilgiye dayalı olarak yatırım kararı verebilmektedir⁴. Kamuyu aydınlatmanın gerçeğe aykırı yapılması veya hiç yapılmaması, bilgi dengesizliğinin yatırımcılar üzerindeki olumsuz etkisini ni artırıcı rol oynayacaktır. Bilgi dengesizliğinin temel nedenlerinden birisi, kamuyu aydınlatma sürecindeki aksaklıklardır. Bu nedenle sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek nitelikteki bilginin hiç açıklanmaması ya da bilginin eksik veya gerçeğe aykırı biçimde açıklanması, bilgiye sahip olanlar ve olmayanlar arasında bilgi dengesizliğini oluşturur.

Bilgi dengesizliğinin en önemli olumsuz sonucu, fiyat oluşum mekanizmasını bozması, arz ve talep arasında dengesizlik yaratarak, piyasanın likidite özelliğini zayıflatmasıdır⁵. İhraççılarla ilgili olumlu ve olumsuz bilgilerin, bu

(3) Kavramın açıklanmasına ilişkin temel çalışma niteliğinde *Akerlof, G. A.: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics, V. 84, No. 3, 1970, s. 490 vd.*; bilgi dengesizliğinin arz ve talebe, borsadaki fiyat oluşumuna etkisi konusunda *Rodrigues, S./Galdi, F. C.: Investor Relations and Information Asymmetry, Revista Contabilidade & Finanças, V. 28, No: 74, 2017, s. 301.*

(4) *Aboody, D./Lev, B.: Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains, The Journal of Finance, V. LV, No: 6, 2000, s. 2749.*

(5) İkinci el araba satışında taraflar arasında, arabanın koşullarına ilişkin bilgi dengesizliğinden örneksenerak geliştirilen ve kötü koşullardaki arabaya atfen "*Lemons Theory*" olarak adlandırılan bu yaklaşımda, bir mal satışında satıcının sattığı malın olumlu ve olumsuz özelliklerini bilirken, alıcının bu bilgiye sahip olmaması halinde bilgi dengesizliğinin doğacağı ve bunun da yanlış fiyatlamaya yol açacağı yönünde *Akerlof, s. 489 vd.* Sermaye piyasasında bilgi dengesizliğinin daha da tehlikeli olduğu; zira kullanılmış arabanın somut olarak görülebileceği, deneme sürüşü yapılabileceği, mekanik incelemeden geçirilebileceği, benzer marka araçları kullananların deneyimlerinden yararlanılabileceği; buna karşılık sermaye

özelliklerini yansıtmak şekilde eşit koşullarla kamuya açıklanmaması halinde, yatırımcı bu iki farklı gruptaki bilgi arasında ayrım yapamayacak; bilgiyi tam ve doğru açıklayan ve açıklamayan ortaklıkların paylarının piyasada birlikte işlem görmesi ve eşit koşullarla fiyatlanması, bilgiyi açıklamayan ortaklıkların piyasaya girişini özendirirken, bilgiyi tam ve zamanında açıklayan ortaklıklar üzerinde caydırıcı etki yaratacaktır. Zira bilgi dengesizliğinin yaygın olduğu piyasalarda, yatırımcının, kamuya açıklanmış bilginin tam ve doğru olduğuna mananın zayıflaması, yatırımcının güvenini azaltacak, bu durum fiyatlarda düşmeye yol açacaktır. Böylece gerçeğe aykırı bilgi açıklayan ortaklıkların payları olması gerekenden yüksek değeri alırken; tam ve doğru kamuyu aydınlatma yapan ortaklıkların payları, yatırımcı güvensizliğinden kaynaklanan etkiyle düşük değeri alacak ve bu ortaklıkların sermaye piyasasına girişini caydırıcı etki yaratacaktır⁶. Bilgi dengesizliğinin, piyasanın likidite özelliğini zayıflatmasına bağlı olarak, sermayenin maliyetini artırıcı etkisi⁷, finansman olanaklarını da olumsuz etkileyecektir.

Payların halka arzı aşamasında bilgi dengesizliğinin ortaya çıkma olasılığı daha yüksektir. Ortaklığın büyük ortağı, ortaklık varlıklarının değeri konusunda, yatırımcılara kıyasla daha fazla bilgiye sahip olabilmekte ve bu durum, yatırımcılar aleyhine bilgi dengesizliği oluşturmaktadır. Bu sorun giderilmedikçe, ortaklık ana sözleşmesine konulacak hükümlerin etkinlikten uzak olacaktır. Yatırımcılar, ortaklık ana sözleşmesindeki hükümlerin, ortaklığın finansal durumuna etkilerini değerlendirebilir de, ortaklık malvarlığının değerine ilişkin olarak yeterli bilgiye sahip olmamaları halinde rakamsal olarak doğru bir değerlendirme yapamayacaklardır. Ortaya çıkan bu tablo, ortaklık

piyasasında paya yatırım yapılırken aynı olanakların kullanılmayacağı, bu nedenle sermaye piyasasında bilgi dengesizliğinin önlenmesinin önemli konusunda *Black, B. S.: The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, UCLA Law Review 2001, V. 48, s. 786 vd.*

(6) *Akerlof*'un "Lemons Theory"sinin, sermaye piyasalarına yansımının ve bilgi dengesizliğinin ortaya çıkardığı sonuçların değerlendirilmesi için *Black, s. 786-787; Healy, P. M./Palepu, K.: Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature, JAE Rochester Conference, 2000, www.ssm.com (Erişim: 29.12.2016), s. 3 vd.*

(7) *Lambert, R. A./Leuz, C./Verrecchia, R. E.: Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital, Review of Finance 2012, V. 16, s. 25 vd.*

paylarının yanlış fiyatlandırılmasına yol açacaktır⁸. Hiç kuşkusuz, halka arz sonrasındaki dönemde paylar borsada işlem görürken, gerçeğe aykırı bilgi açıklanması da bilgi dengesizliği oluşturacak; yatırımcının piyasaya olan güveninin azalmasına ya da kaybolmasına yol açacaktır.

Bilgi dengesizliğinin giderilebilmesinde, yapısal özelliklerin yanı sıra farklı kapsamda yasal düzenlemeler de işlevsel etkiyi haizdir. Aracı kuruluşların ve analiz uzmanlarının bilgiyi analiz ettikten sonra yatırımcılara aktarma işlevinin, aracı kuruluşların özellikle halka arzda fiyatın belirlenmesindeki düzenleyici rolünün yanı sıra finansal tabloların bağımsız denetimi, bilginin güvenilirliğini sağlayan muhasebe ve denetim standartları, düzenleyici otoritenin ve mahkemelerin yaklaşımı, bilgi dengesizliğinin önlenmesinde önem taşımaktadır⁹.

Konuyla yasal düzenlemeler açısından bakıldığında, zorunlu kamuyu aydınlatma düzenlemeleri, bilginin açıklanmasını; bilgi suistimali düzenlemeleri, henüz açıklanmamış bilginin, menfaat elde etmek amacıyla kullanılmasını engellemeyi; bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı düzenlemeleri, bilginin gerçeğe aykırı açıklanmasını önlemeyi amaçlamaktadır. Bilginin olumlu nitelikte olması, sermaye piyasası aracının fiyatını yükseltici etki yapacağı için, açıklanması yönünde itici bir güç yaratacaktır. Ancak bu olasılıkta, bilginin kamuya açıklanmadan önce menfaat elde etmek amacıyla kullanılması tehlikesi söz konusu olduğundan, anılan fiilin suç olarak tanımlandığı bilgi suistimali düzenlemeleri, bilgi dengesizliğinin doğmasını engelleyici işlev görür. Diğer yandan nitelikli bilginin sermaye piyasası aracının fiyatı üzerinde olumsuz etki yaratacak olması hâlinde, bu bilginin açıklanmama ya da açıklanmasının geciktirilmesi olasılığı yüksektir. Bu durumda da, zorunlu kamuyu aydınlatma ve bilgi suistimali düzenlemeleri, doğabilecek bilgi dengesizliğini engelleyebilecektir. Buna karşılık bilginin eksik, yanlış veya yanıltıcı, yani gerçeğe aykırı biçimde kamuya açıklanmasının önlenmesi, yasaklayıcı bir düzenlemenin varlığına bağlıdır. Olumlu bilginin kamuya açıklanması yönünde

(8) Halka arz aşamasındaki bilgi dengesizliğinin sonuçları ve ortaklık yönetimiyle bağlantısı konusunda bk. *Bebchuk*, L. A.: *Asymmetric Information and the Choice of Corporate Governance Arrangements*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 398, www.ssrn.com (Erişim: 29.12.2016), s. 2 vd.

(9) Bilgi dengesizliğinin önlenmesinde, yapısal özelliklerin rolü konusunda bk. *Black*, s. 789 vd.

ekonomik bakımdan da itici bir güç bulunmakla birlikte, bilginin gerçeğe aykırı biçimde açıklanmasının önlenmesi yasal düzenlemeyi gerektirir¹⁰. Kısıtli olarak yatırımcının yanıtılmasının yasaklanması, yasağa aykırılığın cezaî yaptırımı bağlanması, bilgi dengesizliğinin, yasal düzenlemeyle caydırılması bakımından gereklidir¹¹.

Konuyla SPK'n 107.2 hükmü açısından bakıldığında, bilgiye dayalı manipülasyonda menfaat elde etme koşulunun aranması, bilgi dengesizliğini önleyici bir işlev görmeyeceği gibi, bilgi dengesizliğinin oluşmasına elverişli bir ortam yaratacaktır. Gerçeğe aykırı bilginin kamuya açıklanmasına rağmen, bilgiyi açıklayanın menfaat elde etmemesi halinde cezaî sorumluluk doğurmayacak bu fiil, gerçek bilgiye sahip olanlarla, bu bilgiye ulaşamayan yatırımcılar arasında bilgi dengesizliğini doğuracaktır.

Gerçeğe aykırı bilgi açıklayarak, başkasına menfaat sağlanması da SPK'n 107.2 hükmüne göre cezaî sorumluluk doğurmadığından, bilgi dengesizliğini derinleştirecek şekilde gerçeğe aykırı bilgi açıklanmasına elverişli bir ortam oluşacaktır. Diğer yandan kişisel menfaatin dolaylı yoldan elde edilmesi hâlinde de cezaî sorumluluğun doğacağı sonucuna ulaşılması gerekir. Ancak bu yorum dahi, gerçeğe aykırı bilginin piyasada oluşturacağı olumsuz etki yerine, failin menfaat elde etmesine odaklanan SPK'n 107.2 hükmünün olumsuz sonuçlarını önlemeye yeterli değildir.

SPK'n hükmündeki bu düzenleme, sermaye piyasasında bilginin, fiyatın oluşmasındaki etkisiyle uyumlu olmadığı gibi; bilgi dengesizliğini önlemek için geliştirilen evrensel çözüm yöntemleri içinde yer alan, yatırımcının bilinçli olarak yanıtılmasının cezaî sorumluluk gerektiren bir fiil olarak düzenlenmesi tercihiyle de örtüşmemektedir. Gerçeğe aykırı bilgilendirmenin piyasada yaratacağı olumsuz sonuçla odaklanmadan, failin menfaat koşulunun aranması, piyasayı koruyucu bir düzenleme yaklaşımından uzaktır.

(10) *Hansen*, J. L.: *The New Proposal For a European Union Directive on Market Abuse*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 2002, V. 23, s. 248. Yazar gerçeğe aykırı bilginin açıklanmasının önlenilmesinin yasaklayıcı bir düzenlemeyi gerektirmesi nedeniyle, Hammurabi kanunlarında dahi bu yönde hükümler bulunduğu; bilgiyi açıklamaya zorlayan kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin ise modern hukuk sistemlerinde, özellikle tüketicinin korunması düzenlemelerinde ortaya çıktığı tespiti yapmıştır.

(11) *Black*, s. 797.

Akerlof'un kuramsal temelini ortaya koyduğu gibi, bilgi dengesizliğinin, yatırımcının piyasaya olan güvenini azaltması, piyasanın likidite özelliğini zayıflatması ve kurala uygun kamuyu aydınlatma yapan veya yapmaya hazır ihraççıların paylarının halka arzını caydırması, SPKn 107.2 hükmünde yapılan değişikliklerden sonra Türk sermaye piyasasının olumsuz gelişimine yol açacak bir tehlike oluşturmaktadır.

III. BİLGİYE DAYALI MANİPÜLASYONDA DÜZENLEME YAKLAŞIMI

Bilgiye dayalı manipülasyona ilişkin düzenleme yaklaşımını, piyasanın özellikleri belirler. Piyasanın, kurallarına uygun işleyebilmesi için bilginin, içeriği ve açıklama yöntemini düzenleyen kurallara uygun biçimde ve zamanında kamuya açıklanması gerekmektedir¹². Bilgi, finansal piyasalarda fiyatın oluşmasındaki temel etkidir. Davranışsal finans kuramının, finansal araçların fiyatının oluşmasındaki psikolojik etkenlerin varlığını kanıtlaması, bilginin fiyat üzerindeki tek belirleyici olduğu algısını değiştirmiştir. Ancak bilgi, fiyatın oluşumunda en önemli etken olma özelliğini korumaktadır¹³. O halde bilginin tam, doğru ve zamanında kamuya açıklanması, yatırımcının korunmasını ve piyasadaki fiyat oluşum mekanizmasının ekonomik temelleri üzerinde işlemlerini sağlamak bakımından birincil önemi haizdir.

Konuya pozitif hukuk açısından bakıldığında gerek ABD hukukunda gerek AB hukukunda, sermaye piyasası araçlarına ilişkin gerçeğe aykırı bilginin açıklanmasının, piyasaya olan olumsuz etkisi gözetilerek yasaklandığı görülmektedir.

ABD'de *Securities Exchange Act of 1934* (SEA) sec.10.b'de, sermaye piyasası araçlarının alım satımında manipülatif veya hileli araçlar kullanılması, bu konuda *Securities and Exchange Commission* (SEC) düzenlemelerine aykırı davranılması yasaklanmıştır. Söz konusu hükümde, sermaye piyasası araçlarının fiyatını manipüle edebilecek tüm araçların kullanılmasının engellenmesi amaçlanmaktadır¹⁴. Yapılan düzenleme, manipülatif işlemlerin piyasaya etkisi gözetilerek, sonuç odaklı bir yaklaşımı ifade etmektedir.

(12) *Barnes, P.*: Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse, Farnham, England 2009, s. 113.

(13) *Manavgat*, s. 83 vd.

(14) *Loss, L.*: Fundamentals of Securities Regulation, Boston 1983, s. 989.

SEA'nın anılan hükmünde, kamu yararının korunması veya yatırımcının korunması için gerekli düzenlemeleri yapma yetkisi SEC'ye tanınmış; bu yetki çerçevesinde düzenlenen SEC'nin 10b-5 kuralında, diğer hususların yanı sıra önemli konularda gerçeğe aykırı açıklama yapılması veya açıklanması gereken bilginin açıklanmaması manipülatif veya hileli fiil olarak tanımlanmıştır. Kanun hükmündeki önemlilik ölçütü, ortalama özeni gösteren yatırımcıya, sermaye piyasası aracı üzerinde işlem yapmadan önce verilmesi gereken bilgiyle değerlendirilerek¹⁵, nesnel ve öznel ölçütler bir arada kullanılmıştır.

AB hukukunda bilgiye dayalı manipülasyona ilişkin hükümler 16.04.2014 tarih ve 596/2014 no.lu düzenlemeye yer almıştır¹⁶. Anılan düzenlemenin, "*Market Manipulation*" başlıklı 12'nci maddesinin 1.c ve d hükümlerinde, bilgiye dayalı manipülasyon tanımlanmıştır. 12.1.c hükmünün göre, Madde'de sayılan diğer araçların yanı sıra finansal araçların arzı, talebi veya fiyatı konusunda yanlış veya yanıltıcı işaretler veren veya verebileceğinin, internet de dahil olmak üzere medya veya başka bir yolla yayılması bilgiye dayalı manipülasyon oluşturmaktadır. Fiilin manipülasyon oluşturma için, bilgiyi yayan kişi, bilginin yanlış veya yanıltıcı olduğunu bilmeli veya bilmesi gerekmektedir. Düzenlemenin 12.1.d hükmünde de, finansal araçların fiyatının belirlenmesinde kullanılan göstergenin hesaplanmasını manipül edecek yanlış veya yanıltıcı bilginin iletilmesi veya bu nitelikte verinin verilmesi, yanlışlık veya yanıltıcılık biliniyor ya da bilinmesi gerekiyorsa, bilgiye dayalı manipülasyon niteliği taşıyacaktır.

Görüldüğü gibi AB düzenlemesinde, bilgiye dayalı manipülasyon fiilinin oluşması için failin menfaat elde etmesi aranmamaktadır. Aksine yanlış veya yanıltıcı bilginin piyasaya olan etkisi dikkate alınarak tanımlama yoluna gidilmiştir. Ayrıca açıkladığı bilginin bu niteliğini bilen veya bilmesi gereken kişi, fail olabilmektedir. AB düzenlemesinde failin menfaat elde etmesini

(15) *Heller, H.*: Disclosure Requirements Under Federal Securities Regulation, Business Lawyer, V. 16, 1961, s. 303. Yanıltıcılığın tespitinde nesnel bir ölçü olarak ortalama yatırımcının esas alınmasıyla ilgili ayrıntılı değerlendirme için *Jacobs, A. S.*: What is a Misleading Statement or Omission Under Rule 10b-5?, Fordham Law Review, V. 42, I. 2, 1973, s. 245.

(16) Regulation No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and Repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/12/EC and 2004/72/EC, www.eur-lex.europa.eu (Erişim: 07.11.2016).

fiilin unsuru olarak aranmamasının nedeni, yanlış veya yanıltıcı bilginin yayılmasının, tek başına piyasaya zarar veren bir fiil olması ve failin malvarlığındaki olası değişikliğin, piyasaya verilen zarar üzerinde etkili olmamasıdır.

Nitekim 596/2014 no.lu düzenlemenin 47 no.lu açıklayıcı notunda, yanlış veya yanıltıcı bilgi yayılmasının, göreceli olarak kısa bir zaman dilimi içerisinde fiyat üzerinde önemli bir etki yaratabileceği ifade edilmiştir. Aynı notta, bilgiye dayalı manipülasyonun, yatırımcının, gerçeğe aykırı bilgiye dayalı olarak yatırım kararı vermesine yol açtığı için yatırımcıya zararlı olabileceği vurgulanmıştır. Diğer yandan bu fiilin, ihraççıları da zarara uğratabileceği; bilgiye dayalı manipülatif fiillerin bilgiye olan güveni azaltacağı, piyasaya olan güvenin azalmasının, ihraççıların finansal araç ihracı ya da aldığı kredileri güvenceye bağlama olanaklarını sınırlayacağı belirtilmiştir. Görüldüğü gibi AB düzenlemesinin temel felsefesinin açıklandığı notlar bölümünde, bilgiye dayalı manipülasyon, salt piyasaya ve özelleştirmek gerekirse, yatırımcılara ve ihraççılara olan olumsuz etkisiyle değerlendirilmiş; failin menfaat elde etmesinin, bilgiye dayalı manipülatif fiile etkisi tartışma konusu dahi yapılmamıştır. AB hukukunun bilgiye dayalı manipülasyona yaklaşımıyla ilgili olarak yapılan bu pozitif hukuk değerlendirmesi, 596/2014 no.lu düzenlemeye ve bu düzenlemenin temellerinin açıklandığı notlarda, yanlış ve yanıltıcı bilgiyi açıklayan yatırımcılara ve ihraççılara, bu bağlamda piyasaya verdiği zararın dikkate alındığı; piyasa menfaatlerinin korunması gereken menfaatler olarak belirlendiği ve failin menfaat elde etmesine herhangi bir önem atfedilmediği sonucuna ulaştırmaktadır.

IV. MENFAAT ELDE ETME KOŞULUNUN YASAL GEREKÇESİ

30.12.2012 tarihli 6362 sayılı SPK'n 107.2 hükmünün yürürlüğe girdiği tarihteki metninde, bilgiye dayalı manipülasyonun oluşması için menfaat koşulu aranmamıştı. Anılan hükümde 6637 sayılı Kanun'la yapılan değişiklikle, menfaat sağlamak bilgiye dayalı manipülasyonun unsuru hâline getirilmiştir.

Yapılan değişikliğin kanunlaşma sürecinde geçirdiği evreler, değişikliğin amacını tespit edebilmek için ilk başvurulması gereken kaynaktır. TBMM'ne sunulan Tasarı'nın 18'inci maddesiyle SPK'n 107.2 hükmünde değişiklik yapılmamasına ilişkin hükümde, "kendisine veya başkasına doğrudan ya da dolaylı menfaat temin etme(k)" bilgiye dayalı manipülasyonun koşulu olarak öngörülmüştür. Değişikliğin gerekçesinde, yürürlükte bulunan Madde

hükmünde fiilin varlığı için aranan "etkilemek amacının" somut olay bazında tespiti güç olduğundan, söz konusu unsurun, menfaat elde etmek amacıyla somutlaştırılmasının hedeflendiği ifade edilmiştir¹⁷.

Tasari'nun Plân ve Bütçe Komisyonu'nda yapılan görüşmeleri sırasında, menfaat elde etmenin suçun unsuru hâline getirilmesinin, suçun işlenmesi olasılığını artıracığı, söz konusu koşulun cezada ağırlaştırıcı bir neden olarak öngörülmesinin yerinde olacağı ileri sürülmüştür¹⁸. Teklif sahipleri ve Hükümet adına yapılan açıklamada, piyasa dolandırıcılığı hükmünün AB yönetimiyle doğrultusunda tadil edildiği, Kanun'un mevcut hâlinde suç unsurunu tespitinde yaşanan sıkıntılar nedeniyle ceza verilemediği, gerçeğe aykırı bilgi vermekle beraber menfaat elde etmeyenlerden tazminat istenmesinin saklı tutulduğu, SPK'n 104 hükmüne göre, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) "tazminat cezası" verme yetkisinin bulunduğu ifade edilmiştir¹⁹. Komisyon'un yaptığı görüşmeler sonucunda, unsurun, fiili gerçekleştirilen tarafından menfaat elde edilmesi şeklinde somutlaştırılması uygun görülerek, "başkasına veya dolaylı menfaat sağlamak", unsur tanımından çıkarılmış ve sadece fiili işlemin kendisine menfaat sağlaması gerekli kılınmıştır²⁰.

V. YASAL GEREKÇELERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Yasal gerekçelerden ilki, menfaat elde etme koşulunun, manevi unsur somutlaştırarak, tespitini kolaylaştıracağıdır. Ancak bu beklentiyle, Madde'ce yapılan değişiklik arasında uyumsuzluk vardır. Zira SPK'n 107.2 hükmünün öngörülen ve somutlaştırılması amaçlanan "Sermaye piyasası araçlarının yatırımlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacı (...) doğrudan piyasa koşullarını etkilemeye yönelik manevi unsur ifade eden, menfaat elde etmek, failin malvarlığına ilişkin maddi bir olgudur. Piyasa koşullarını etkilemek amacıyla manipülatif fiilin işlenmesinin yasaklanması

(17) TBMM, 24. Yasama Dönemi, 5. Yasama Yılı, S. Sayısı: 705, s. 10. www.tbmm.gov.tr (Erişim: 1.11.2016)

(18) TBMM, 24. Yasama Dönemi, 5. Yasama Yılı, S. Sayısı: 705, s. 31. www.tbmm.gov.tr (Erişim: 01.11.2016)

(19) TBMM, 24. Yasama Dönemi, 5. Yasama Yılı, S. Sayısı: 705, s. 33. www.tbmm.gov.tr (Erişim: 01.11.2016)

(20) TBMM, 24. Yasama Dönemi, 5. Yasama Yılı, S. Sayısı: 705, s. 36. www.tbmm.gov.tr (Erişim: 01.11.2016)

doğrudan piyasayı korumaya yönelik bir düzenleme yaklaşımı olmasına karşılık, failin menfaat elde etmesinin, piyasaya zarar veren bir özelliği yoktur. Bu nedenle menfaat elde edilmesi, piyasa koşullarını etkilemeye yönelik manevi unsurun tespiti kolaylaştırıcı bir işleve sahip değildir. Kaldı ki gerçeğe aykırı bilginin kamuya açıklanması ve piyasa fiyatının yanlış noktada oluşması, failin bu işlemden menfaat elde etmesine bağlı olmaksızın, piyasayı bozucu etki yaratacak, yatırımcıların yatırım kararlarını olumsuz etkileyecektir. O halde menfaat elde etme koşulunun, bilgiye dayalı manipülasyonun unsuru hâline getirilmesi, piyasa koşullarını etkilemeye yönelik manevi unsurun tespitini kolaylaştırmayacağı gibi; failin menfaat elde etmediği hallerde, piyasadaki fiyat oluşumuna olumsuz etkisi olacak gerçeğe aykırı bilgi açıklamalarının yapılabilmesine olanak tanıyacaktır. Dolayısıyla yapılan değişiklik, bu yönüyle, gerekçedeki amaca hizmet etmemektedir.

Yapılan değişikliğin ikinci gerekçesi AB mevzuatına uyum olarak belirlenmiştir. Oysa yukarıda değinildiği gibi, AB'nin 596/2014 no.lu düzenlemesinde ve bu düzenlemenin temellerinin açıklandığı notlarda, yanlış ve yanıltıcı bilgi açıklamanın yatırımcılara ve ihraççılara, bu bağlamda piyasaya verdiği zarar dikkate alınmış; piyasa menfaatleri, korunması gereken menfaatlere olarak belirlenmiş ve failin menfaat elde etmesine herhangi bir önem atfedilmemiştir. Gözletildiği gibi SPKn 107.2 hükmündeki değişikliğin gerekçesi olarak gösterilen AB hukukunda, bilgiye dayalı manipülasyon failinin unsurları arasında, failin menfaat elde etmesine yer verilmemiş ve failin, piyasaya, dolayısıyla yatırımcılara olan etkisi gözetilerek düzenleme yapılmıştır. Anılan nedenle SPKn 107.2 hükmünde yapılan değişiklik, AB mevzuatına uyum gerekçesiyle uyumlu değildir.

SONUÇ

Sermaye piyasasında fiyat, arz ve talebe, arz ve talep de, psikolojik ve dışsal etkenlerin yanı sıra esas itibarıyla bilgiye göre oluşur. Piyasada etkin bir fiyat oluşumu için bilginin tam ve zamanında kamuya açıklanması ve yatırımcılara, bilgiye eşit erişim olanağının tanınması gerekir. Sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek nitelikte gerçeğe aykırı bilgi açıklanması, açıklama yapanların diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olmasına yol açarak, bilgi dengesizliğine neden olur. Bunun en önemli sonucu fiyat oluşum mekanizmasının bozulması, piyasanın likidite özelliğinin zayıflamasıdır.

SPKn 107.2 hükmünde 2015 yılında 6637 sayılı Kanun'la yapılan değişiklikle, bilgiye dayalı manipülasyonda menfaat elde etme koşulunun aranması, bilgi dengesizliğinin oluşmasına elverişli bir ortam yaratacaktır. Piyasa odaklı bir yaklaşımda, gerçeğe aykırı bilgi açıklanmasının piyasada yaratacağı olumsuz etki dikkate alınmalıdır. Yaptırımlar, piyasada yanlış fiyat oluşumuna yol açan bu sonucu engellemeye odaklanmalıdır. Gerçeğe aykırı bilgi açıklayanın, bu suretle menfaat elde edip etmemesi, failin piyasada yarattığı olumsuz sonucu değiştirmez. Bu nedenle failin menfaat elde etmesinin, bilgiye dayalı manipülasyon failinin maddi unsurları arasına alınması, anılan failin piyasaya olan olumsuz etkisinin göz ardı edilmesi sonucunu doğurur. Karşılaştırmalı hukuk açısından bakıldığında, ABD ve AB hukukunda, piyasa odaklı bir yaklaşımla, failin piyasaya etkisi esas alınmış ve gerçeğe aykırı bilgi açıklanması, diğer koşullar da gerçeğe aykırı bilgiye dayalı manipülasyon olarak nitelenmiştir. SPKn 107.2 hükmünde yapılan değişiklikle, gerçeğe aykırı açıklama yapanın menfaat elde etmesinin, bilgiye dayalı manipülasyonun maddi unsurları arasına alınması, piyasa odaklı düzenleme anlayışından ayrılmayı ifade ettiği gibi, konuya ilişkin olarak karşılaştırmalı hukuktaki genel anlayışa da tersdir.