



İDARE HANGİ KOŞULLARDA YATIRIMCININ KORUNMAYA İHTİYACI OLMADIĞINA KARAR VEREBİLİR?

Payları borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uymaları gerekmektedir. Bunun da temelinde kurumsallaşmanın ülkenin kalkınmasında oynayacağı olumlu rol yatmaktadır. Ancak kurumsal yönetimin sadece şirketlerin uymak durumunda kaldıkları bir yol, kurallar bütünü olarak algılanması ve kabul edilmesi özellikle finansal piyasaların işleyişinde çeşitli sorunlar yaratabilecektir.

Son zamanlarda Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından sermaye piyasalarının işleyişine yönelik olarak üç önemli karar alındı. Kararlardan ilki “piyasa bozucu eylemler”e geçici bir istisna ve ikincisi de bu kararı kaldıran karar idi.

SPK birinci olarak "... 13 Temmuz 2018 tarihli toplantısında, VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 4/3 maddesi ve söz konusu Tebliğ hükmünün uygulanması hakkındaki 28 Mayıs 2014 tarihli ve 16/514 sayılı Kurul Kararına ilişkin olarak, kurulumuz kararı tarihi olan 13 Temmuz 2018 (Cuma) tarihinden 31 Ağustos 2018 tarihine kadar Borsa İstanbul AŞ. pay piyasalarında gerçekleştirilecek pay alımlarının VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 4. maddesinin üçüncü fıkrası kapsamında değerlendirilmemesine karar" vermiştir. Bu karar sosyal medyadaki yoğun tartışma ve eleştiriler sonucunda SPK tarafından "Kurul kararının kamuya açıklanmasının ardından oluşan spekülasyonlar ve yaratılan olumsuz algının; mezkûr Kurul Kararı ile piyasaya sağlanması umulan faydaların ortaya çıkmasına mani olacağı değerlendirildiğinden, Kurul Karar Organı'nın 15.07.2018 (Pazar) tarihli toplantısında, söz konusu karar kaldırılmıştır" şeklinde bir açıklama ile iptal edilmiştir.

Söz konusu üçüncüsü karar ise bir “zorunlu pay alım teklifinden” muafiyet talebinin onaylanmasıydı. Gerek piyasa bozucu eylemlere ilişkin gerekse zorunlu pay alımlarına ilişkin düzenlemelerin temelinde ise yatırımcının korunması ilkesi yatmaktadır. Ancak ilgili kararlardan yatırımcının çıkarlarının korunmasını gerektirecek bir durumun olmadığı değerlendirilmesine varıldığı ortaya çıkmaktadır.

İdarenin yatırımcının haklarını korunmasının hangi hallerde gereksiz hangi hallerde gerekli olduğu tartışması doğmaktadır. Biz de aşağıdaki çalışmamızda söz konusu olayları hem ekonomik hem de hukuki çerçevede yatırımcının korunması perspektifinden değerlendirmeye çalıştık.

Yazıda öncelikle kurumsallaşma, finansal piyasalardaki bilgi sorunsalı ve bu sorunsalın yarattığı düzenleme kavramı ve yatırımcının korunması olgusu ele alınacaktır. Ardından da yatırımcının korunması açısından önem kazanan iki olay, zorunlu pay alım teklifi ile piyasa bozucu davranışlar ele alınacak, üçüncü olarak suç ve cezalar ve nihayet suç ve cezalar ile piyasa bozucu eylemlerin sonuçları değerlendirilmeye çalışılacaktır.

1. Yatırımcının Korunması: Kurumsallaşma, Bilgi Sorunsalı ve Düzenleme

Bütün dünyadaki sermaye piyasasını düzenleyen kanunların ve düzenleyici kurumların varlık nedeni yatırımcının korunması olmuştur. Korumanın altında yatan temel felsefe ise; yatırımcının yatırım yaparken karşı karşıya kaldığı risklerin azaltılması ve böylece tasarruflarını fon ihtiyacı içindeki girişimcilerin kullanımına sunarak sermaye birikimine katkı yapmasının sağlanmasıdır.

Koruma idarenin yatırımcının yerine geçerek yatırım kararı vermesi değil aksine kapitalizmin temel ilkesi diyebileceğimiz “Kâr kiminse zarar da onundur” yaklaşımının hayat bulmasıdır. Ama bunun içinde yatırımcının yatırım kararlarını verirken yeterli bilgiye sahip olmasının ve istismar edilmesinin önlenmesi gerekmektedir. Aksi halde verilecek her türlü karar sapmalı olabilecek ve yatırımcının çıkarlarının korunmasına ulaşamayacaktır. Söz konusu yatırım ortamının sağlanması da kurumsallaşma, bilgi sorunlarının çözümü ve düzenleme ve denetimlerden geçmektedir.

1.1. Kurumsallaşma

Basit bir şekilde işleyen karmaşık olmayan ve belirsizliklerin olmadığı toplumlar görece gelenek ve göreneklere göre yönetilebilir, işlemlerini ve sözleşmelerini uygulatabilir. Herkesin ne yaptığının bilindiği toplumlarda teamüller, atadan dededen gelen kurallar yeterli olabilir. Fakat karmaşılaşan toplumlarda, ticaretin kasabadan çıkıp uzak coğrafyalara yöneldiği, ticarete konu olan mal ve hizmetlerin karmaşılaşığı ve tekrardan uzaklaştığı durumlarda belirsizlikleri ortadan kaldıran sözleşmeler ve sözleşmelerin yaptırılması/uygulatılması yani kurumsal yapı olmazsa olmaz hale gelmektedir.

Düzgün işleyen, insanlara güven veren kurumlar girişimcilerin diğer ekonomik birimlerle kolay ve güvenle sözleşme yapmalarına, dolayısıyla yatırım yapmalarına, üretim artışına gitmelerine ve ekonomik performansı iyileştirmelerine yol vermekte ve onların kazançlarına sahip olmalarını (mülkiyet hakkı ve miras bırakabilmeleri) desteklemekte ve onları geleceğe yönelik karar vermeye (örneğin yatırım yapma, ticaret yapma) teşvik etmektedir.

Bu çerçevede kurumsallaşma, toplumun her alanında oyunun kurallarının önceden belirlenerek herkese eşit ve adil bir şekilde uygulanması ve karar verenlerin kararların hesabını verebilir olmasıdır. Kuralların açık, net olması o kuralların öngörülebilirliklerini, hesap verilebilirliklerini ve güvenilirliğini artırmaktadır. SPK tarafından şirketlere önerilen “Kurumsal Yönetim İlkeleri”nin temelinde de bu ilke vardır.

Kurumsal yönetim ilkeleri aşağıdaki dört temel ilke üzerine inşa edilmiştir:

- i. Bütün Ortaklara Eşit Yaklaşım/Adillik,
- ii. Hesap Verilebilirlik,
- iii. Şeffaflık İlkesi,
- iv. Sorumluluk İlkesi.

Bağımsız düzenleyici otoriteler de o ekonomi içinde faaliyet gösteren birer kurumdur. Onların da benzeri kurallara uyması düzenlenen piyasalarda öngörülebilirlik ve kurallara uyumu destekleyecektir.

1.2. Bilgi Sorunsalı: Güven

Finansal piyasaları mal piyasalarından ayırt eden bir özelliği finansal araçların hepsinin geleceğe yönelik bir hakkı temsil etmesinden dolayı “bilgi sorunsalının” çok yoğun bir şekilde varlığıdır. Bilgi sorunsalının varlığı, yatırımcıların finansal araçlara yatırım yapmalarından önce veya sonra yanlış yönlendirilmelerine yol açabilmektedir. Yanlış veya eksik bilgiye dayalı yatırımlar neticesinde ise bilgiye dayanarak verilmesi gereken her kararda olduğu gibi yatırım kararları yanlış veya sapmalı olabilmektedir.

Kapitalizmin belki de en önemli özelliği her girişimcinin, karar vericinin kendi kararının pozitif veya negatif sonuçlarını sahiplenmesidir. Bir başka deyişle kararının kâr veya zararını kendisinin taşımasıdır. Kâr karar verenin, ama zarar başkalarının (pay sahipleri, borç verenler) olduğunda ise verilen kararların çok büyük riskler taşıyabileceği açıktır.

Alıcıyla satıcının eşit bilgiye sahip olmadığı durumlarda ortaya çıkan çarpık bilgi ve onun yarattığı bilgi sorunu iki şekilde ortaya çıkar:

1. Yatırımcının yatırım kararından (işleminden) önce ortaya çıkması halinde, yatırımcı tam ve doğru bilgiye sahip olması halinde vereceği kararın tam tersi karar verebilecektir ki bu duruma tersi seçim denir. Piyasa dolandırıcılığının (manipülasyonların) önemli bir kısmı bu alanda yapılır.
2. Yatırımcının yatırım kararı ve eyleminden sonra ortaya çıkan ve yatırımcının yatırdığı fonların onun beklentisinin ötesinden kullanılması halinde ortaya çıkan istismar riski denilen, yatırımcının fonlarını kullananlar tarafından istismar edilmesi (ahlaki risk) halidir. Bilgi suistimalinin (İçeriden öğrenenlerin ticareti) veya güvenin kötüye kullanımında olduğu gibi yatırımcının istismarı esas olarak bu alanlarda yapılmaktadır

Finansal piyasaların geleceğe yönelik işlemleri kapsamı, tasarruf sahiplerinin de tam bilgiye sahip olmaması nedeniyle yanlış kararlar vermeleri çok büyük olasılıktır ve bu durumun ortaya çıkması da tasarruf sahibinin piyasalara, fon talep edenlere, piyasa kurumlarına ve düzenleyici kurumlara olan güvenini sarsacaktır. Güveni sarsılan tasarruf sahiplerinin güveninin oluşturulması ise çok zaman alacak bir durumdur.

Osmanlı'dan beri Türk sermaye piyasalarında çok sayıda “güveni sarsıcı eylem” yaşanmış, etkileri ise uzun zamanda ortadan kaldırılamamıştır. Yatırımcının güvenini sarsan bazı örnekler şunlardır:

1. Sadrazam Mehmet Nedim Paşa ve John Paşa Olayı (1857)
2. Hürriyet ve İstikraz Tahvili (1960)
3. Tasarruf Bonosu (1967)
4. Hastaş Olayı (1967)
5. Banker Krizi (1982)
6. Keriz Silkeleme (1980'lerin sonu)
7. Repo Krizi (1994)
8. Yeşil Sermaye (İzinsiz Halka Arzlar-1990'ların sonu 2000'lerin başı)

Güveni sarsan olayların ortak noktaları manipülasyon (bilgi dolandırıcılığı), istismar etme, içeriden öğrenenlerin (güvenin kötüye kullanılması) ticaretidir.

1.3. Düzenleme ve Yatırımcının Korunması

Güvenin oluşturulması ve piyasaların düzenli ve istikrarlı işleyişinin bozulmamasına özel önem gösterilmektedir. Piyasaların düzen, güven ve istikrar içinde çalışmasının önemli noktalarından birisi kurallar oluşturulması, bu kuralların adil bir şekilde uygulanmasıdır. Düzenlemeler ile piyasalarda faaliyet gösterecek kurum ve kuruluşların hangi kurallara göre faaliyet gösterecekleri çok önceden belirlenmekte, böylece belirsizlikler ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır. Kurallara uymayanlar ise cezalandırılmakta ve oyun dışına çıkarılmaktadır. Böylece piyasaların “güven ve istikrar” içinde çalışmasının ortamı yaratılmaya çalışılmaktadır.

Düzenlemeler ise yasalar ve yasalara bağlı olarak tebliğ gibi alt düzenlemeleri yapma ve aynı çerçevede oyunun kurallarını belirleme ve denetleme gücüne sahip SPK gibi bağımsız düzenleyici otoriteler tarafından yerine getirilmektedir.

SPK'nın “yatırımcının menfaatlerinin korunması” fonksiyonunda öne çıkan unsur büyük -nitelikli- yatırımcıların kararları için gerekli bilgiyi edinebilecekleri, bunun için yeterli uzman çalıştırabilecekleri ve gerektiğinde de haklarını korumak için avukat tutup mahkemelerde haklarını arayabileceklerinden hareketle kendilerini nasıl olsa koruyabilecekleri, ama küçük yatırımcının ise bu yetenekten uzak olması veya yeterince bilgi ve tecrübeye ulaşamaması nedeniyle korunması gerektirir.

Tartıştığımız çerçevede yatırımcının hak ve menfaatlerinin korunmasını beş başlık altında özetleyebiliriz. Birincisi piyasalardaki bütün kurum ve kuruluşların uyacakları kuralların ve standartların önceden belirlenmesidir. İkinci başlık ise yatırımcının kendi kararını doğru ve sapmasız verebilmesi için ona gerekli bilginin tam ve zamanında verilmesinin sağlanmasıdır. Üçüncüsü ise kurallara ve standartlara uyumun kontrol edilmesi ve denetlenmesidir. Dördüncü başlık ise adil işleyen piyasaların sağlanması ve nihayet Beşinci unsur bu düzene uymayanların, kurallara aykırı davrananların varlığı halinde düzenleyici otoritelerin harekete geçmesidir.

Kurallara uymayarak başkalarının aleyhine kazanç elde edenlerin cezalandırılmamaları halinde de tasarruf sahiplerinin piyasaya olan güvenlerini kaybettikleri ve dolayısıyla da

piyasalara gelmekten imtina edecekleri, bu nedenle de sermaye birikimi ve fonların ihtiyacı olanlara aktarılması mekanizması ciddi ölçüde darbe alacağından kapitalizmin can damarı olan finansal sistem sarsılacaktır. İşte o nedenle sistem, bütün kapitalist dünyada olduğu gibi çok ciddi yaptırımlara bağlanmıştır.

SerPK (Sermaye Piyasası Kanunu)'na göre hukuka aykırı eylemlerden bazıları idari para cezası gerektirirken bazıları da suç olarak değerlendirilmekte ve hapis cezasına ve ağırlaştırılmış para cezası ile cezalandırılmaktadır. Zorunlu pay alım teklifleri ve piyasa bozucu eylemler de bu yaklaşım içinde ele alınmış ve düzenlenmiştir.

2. Zorunlu Pay Alım (Tender Offer) Teklifi

Şirketler ekonomik hayatın içinde başka şirketlerle birleşebilir, onları satın alabilir veya başkalarının satın alınabilirler. Satın alma ve ele geçirmeler, ele geçirilmek istenen şirketin halka açık olması halinde “yatırımcının korunması açısından” sermaye piyasalarına yönelik düzenleme ve düzenleyici kurumların ilgi alanına girmektedir¹. Konu eski SerPK'da sadece SPK'ya düzenleme yetkisi verilerek ele alınırken, 6362 sayılı yeni yasada, yasa koyucu tarafından özel önem atfedilerek iki bağımsız madde ile düzenlenmiştir.

Bu durumda ana ilke “Herhangi bir kişi veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından, hedef ortaklığın sermayesini temsil eden paylarının kısmen veya tamamen iktisap edilmesi suretiyle yönetim kontrolünün elde edilmesi halinde, hedef ortaklığın sermayesini temsil eden diğer paylarını elinde bulunduran tüm pay sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde pay alım teklifi yapılması”nın zorunlu olmasıdır. Dolayısıyla konuya ilişkin bütün düzenlemelerin ve kararların bu temel ilkedен sapmaması gerekmektedir.

Yönetim kontrolü elde edilmesi halinde diğer ortaklara zorunlu pay alım teklifi getirilmesinin temelinde küçük ortakların korunması yatar. Madem, yeni girişimciler şirketin yönetimini devr alıyorlar, bu durumda eski ortaklara, sahip oldukları paylarını yönetimi ele geçirenlere satma veya satmama hakkı tanımak gerekmektedir. Çünkü onlar devredenler yönetim çoğunluğuna sahip olduklarında şirkete ortak olmuşlardır. Ortaya çıkan durum karar sürecine katılmadıkları yeni bir durumdur ve onlara bu nedenle pay alım teklifi ile gidilmesi gerekmektedir. Bu teklif yönetim kontrolünü alanlar açısından zorunlu, diğer ortaklar açısından ise seçimlidir.

Yönetim kontrolünü, Kanun “ Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak” tanımlamıştır. Nitekim, yönetim kontrolünün değişmesi ile sonuçlanmayan veya ortaklara önceden alım teklifi yapılmış olması hallerinde “pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü” doğmayacağı Tebliğ'de (Madde 14)² belirtilmiştir.

¹ Piyasalardaki rekabetin korunması da Rekabet Kurumunun ilgi alanına girmektedir.

² Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1); 23/1/2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmî Gazete

Yasa, zorunlu pay alım teklifine çok önem verirken, muafiyetleri belirleme yetkisini de SPK'ya bırakmıştır. SPK da Tebliğ (madde 18) ile başvuru halinde muafiyet tanınacak koşulları belirlemiştir:

- a. Hedef şirketin finansal güçlük içinde olması ve böylece (yönetimin yeni yatırımcıya devredilmesi ile) ortaklığın finansal yapısının güçlenecek olması,
- b. Halka açık ortaklık paylarının herhangi bir genel kurul toplantısında kullanılmamış olması veya ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmaması şartıyla, halka açık ortaklık sermayesinde sahip olunan paylardan pay alım teklifi yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın elden çıkarılması veya Kurulca uygun görülecek bir sürede elden çıkarılacağı yazılı olarak taahhüt edilmesi.
- c. Halka açık ortaklığın ana ortaklığındaki yönetim kontrolü değişikliğinin, halka açık ortaklıktaki yönetim kontrolünün elde edilmesi amacını taşıması,
- d. Özelleştirme kapsamındaki halka açık ortaklıklarda kamu paylarının satışı.
- e. Halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde, birleşme işleminin gerçekleşmesinden önce bu işlemin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ait payların geri alınması şartıyla, birleşme amaçlı ortaklığın devralan sıfatıyla taraf olduğu birleşme işleminden kaynaklanan yönetim kontrolü değişikliği.
- f. Banka kredilerinin geri ödenmemesi³ durumunda bankaya kredinin teminatı olarak verilmiş payların bankanın mülkiyetine geçmesi, bu payların bankanın da kurucu olduğu özel amaçlı işletmeye devredilmesi ile bu payların mülkiyetinin bankaya veya özel amaçlı işletmeye geçmesinden sonra üçüncü kişilerce bankadan veya özel amaçlı işletmeden satın alınması.
- g. Pay sahipliğinin niteliğini belirleyen bir mevzuat hükmünün yerine getirilmesi amacıyla payların devredilmesi⁴.

Muafiyet talepleri için, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasını izleyen altı iş günü içinde teklif yapmakla yükümlü olanlar tarafından Kurula başvuru yapılması gerekmektedir. Kurulca yapılacak incelemeler ve talep edilecek bilgi ve belgelerin değerlendirilmesi sonucunda muafiyet koşullarının gerçekleştiği sonucuna varılırsa, ilgililer pay alım teklifi yapma yükümlülüğünden muaf tutulabilir.

2018 başından beri yönetim kontrolünü ele geçiren toplam beş zorunlu pay alım teklifi yapılmış ve SPK bu teklifleri onaylamıştır. Ancak, "Payları Borsa İstanbul'da işlem gören Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.'nin (Hürriyet) sermayesinin yaklaşık %77,67'sine tekabül eden payların Demirören Medya Yatırımları Ticaret A.Ş. (Demirören Medya) tarafından satın alınması nedeniyle Hürriyet'in diğer ortaklarına ait payları satın almak üzere Demirören Medya'nın zorunlu pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünden muafiyet talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir"⁵.

³ 30442 sayılı ve 5/6/2018 tarihli Resmî Gazete'de yapılan eklemeye getirilen bu değişiklik şirketlerin ödeme güclüğü içinde düştüğünde bankaların şirketin pay senetlerini elinden çıkarmak durumunda kaldığında zorunlu pay alım teklifinin sorun olmaması için yapılmıştır.

⁴ Aynı Resmî Gazete'de yapılan değişiklik. Bu bent ile darbe teşebbüsü ve terör eylemleri nedeniyle ortaklık pay sahipliğinin niteliğinde oluşan değişikliklerin kapsandığı düşünülmektedir.

⁵ SPK, Haftalık Bülten, 16/08/2018.

Ne muafiyet başvurusuna ilişkin kamuya yapılan açıklamalarda, ne de SPK'nın muafiyet tanıyan yazısında muafiyetin yukarıdaki koşullardan hangisine dayanarak talep edildiği veya verildiği belirtilmemiştir. Bu kararlar yatırımcının hak ve menfaatlerine zarar gelmediği değerlendirilmiş ve zorunlu pay alım teklifinden muafiyet tanınmıştır. Ancak, ortaya önemli bir bulanıklık, herşeyin açık seçik görülemediği bir durum çıkmış ve konu tartışılabilirliğini yitirmiştir.

Halbuki bu konuda yönetim kontrolüne sahip olmayan pay sahiplerinin yerine geçilmiş ve onlara paylarını yeni kontrol gücüne sahip olanlara satma veya satmama kararını verme hakkı tanınmamıştır.

3. Piyasa Bozucu Eylemler

“Makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemler, **bir suç oluşturmadığı takdirde**, piyasa bozucu nitelikte eylem sayılır” (Madde 104). Bu madde piyasa bozucu eylemlerin tanımlanmasında ise SPK'ya çok önemli bir yetki vermiştir. Bu yetki aşağıda da görüleceği gibi sınırları net olarak çizilememiştir. Hatta, SPK'ya SerPK'nın bazı suç ve cezalarında hakim yerine geçme imkânı tanımıştır.

Bu “... eylemleri gerçekleştiren kişilere Kurul tarafından yirmi bin Türk Lirasından beş yüz bin Türk Lirasına kadar idari para cezası” verilecektir. Bu eylem neticesinde menfaat temin edilmiş olması hâlinde verilecek idari para cezası miktarı bu menfaatin iki katından az olamayacaktır.

Kurul ise söz konusu piyasa bozucu eylemleri tebliğle belirlemiştir⁶. Buna göre, piyasa bozucu eylemler dört başlık altında düzenlemiştir:

- i. İçsel Bilgi Veya Sürekli Bilgilere İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler
- ii. Emir Veya İşlemlere İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler
- iii. İletişim Veya Haberleşme Yoluyla İşlenen Piyasa Bozucu Eylemler
- iv. Diğer piyasa bozucu eylemler

SPK'nın ilgili kararlarıyla tartışmaya konu olan eylemler yukarıda sayılanlardan birinci grup içinde yer almakta ve bilgi suistimaline, ikinci grup eylemler ise daha çok piyasa dolandırıcılığına karşılık gelmektedir. İki piyasa bozucu eylem, piyasaların en önemli suçları olan bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı ile olan ilişkisi yüzünden sadece bu ikisi aşağıda değerlendirilmiştir.

3.1. İçsel Bilgi Veya Sürekli Bilgilere İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler

Sermaye piyasası aracını ihraç eden şirketlerin, potansiyel veya cari yatırımcılarının kararlarını “tam ve doğru bilgiye” sahip olarak vermesi, kararlarının sağlıklı olmasını ve

⁶ Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği (VI-104.1) ve VI-104.1.a Tebliğleri; 21/1/2014 tarihli ve 28889 ve 18.02.2017 ve 29983 Sayılı Resmî Gazeteler

sonuçlarını da doğal olarak kendisinin taşıması gerektiğinden hareketle birilerinin yatırımcının bu bilgilere sahip olmadan, ondan önce ilgili bilgileri kullanması yatırımcının yanıltılmasını ve dolayısıyla o bilgiye sahip olmayanların zarar etmesini getirecektir. Konu içeriden öğrenenlerin ticareti olarak bilinen konuyla yakından ilgilidir.

Konuyu ilişkin iki kavram ele alınmalıdır. **İçsel bilgi**, şirketlerin ihraç ettikleri sermaye piyasası aracının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış olan tüm bilgileri ifade ederken, **sürekli bilgi** de içsel bilgi dışında kalan

- Şirketin sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler
- Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi
- Genel kurul ve sermaye artırımına ilişkin bilgilerin açıklanması
- Şirketin toplam oy hakları hesaplanması ve sermaye tutarındaki değişiklikler
- İlave bilgiler (ortaklıkların farklı gruptaki paylarına ve işlem gören diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin değişiklikler)
- Ortaklık haklarının kullanımına ilişkin bilgiler
- Borçlanma araçlarına ilişkin bilgilerdir.

Bu tür bilgilerin yatırımcılar tarafından sahip olunmadan önce bilinenler veya onların söyledikleri tarafından kullanılması sahip olmayanların yanıltılmasına, eksik bilgiye sahip olmalarından dolayı kendi zararlarına işlem yapmalarına yol açabilecektir.

“Bilgiye dayalı” piyasa bozucu eylemlerin birincisi SPK’nın tartışmalı ilke kararının konusu olan dört türde ele alınmıştır. Birincisi ve ana ilke, mevzuata uygun şekilde kamuya gerekli açıklamalar yapılmadan önce içsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişilerin bu bilgilerin gizliliğini korumalarıdır. Aksi halde piyasalarda eşit rekabet, adil bilgi paylaşımı veya “kamunun tam ve doğru bilgiye” eş anlı ulaşması ilkeleri temelinden bozulacaktır. Diğer bilgiye dayalı piyasa bozucu eylemler olarak ise aşağıdaki eylemler sayılmıştır:

- i. İçsel 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;
 - a. İçsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişilerin bu bilgileri diğer kişilere vermeleri,
 - b. İçsel bilgi veya sürekli bilgileri bu bilgilere sahip olan kişilerden doğrudan ya da dolaylı olarak alan kişilerin ilgili sermaye piyasası aracında işlem yapmaları,
- ii. İhraççılar tarafından düzenlenen finansal tablo ve raporlar ile bağımsız denetim raporlarının hazırlandığı hesap döneminin bitimini izleyen günden söz konusu tablo ve raporların mevzuata uygun şekilde kamuya duyurulmasına kadar geçen süre içerisinde, *içsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişilerin veya söz konusu kişilerin eşleri, çocukları ya da aynı evde yaşadıkları kişilerin* ilgili sermaye piyasası araçlarında işlem yapmaları ve
- iii. İçsel bilgi veya sürekli bilgilerin kesinleşmesinden mevzuata uygun şekilde kamuya duyurulmasına kadar geçen süre içerisinde, içsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişilerin veya söz konusu kişilerin eşleri, çocukları ya da aynı evde yaşadıkları kişilerin ilgili sermaye piyasası araçlarında işlem yapmaları.

SPK’nın tartışmalara konu olan ilk kararı yukarıdaki (ii) bendinde sayılan durumların “piyasa bozucu eylem” sayılmamasıdır.

3.2. Emir Veya İşlemlere İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler

Piyasa bozucu eylemlerden ikincisi ise daha çok ikinci el piyasaları ilgilendirmektedir. Bu çerçevede de eski ifadeyle manipülasyon, 2012 kanun değişikliğiyle beraber getirilen yeni tanımlamayla da piyasa dolandırıcılığıyla ilgilidir.

Sermaye piyasalarının işleyişi veya sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirlenmesine yönelik olarak: Tek başına ya da birlikte hareket eden kişiler tarafından borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda gerçekleştirilen, sermaye piyasası araçlarının fiyatları, fiyat değişimleri, işlem hacimleri, işlem miktarları, işlem oranları, emir miktarları, emir oranları, emir iptal miktarları, emir iptal oranları veya emir gerçekleşme oranları gibi sermaye piyasalarının işleyişi veya sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirlenmesiyle ilgili veriler dikkate alındığında önemli veya etkili kabul edilebilecek nitelikte;

- a. Alım veya satım yapılması, hesap hareketi gerçekleştirilmesi, emir verilmesi, emir iptali veya emir değiştirilmesi,
- b. Farklı fiyat kademelerine emir iletilmesi,
- c. Bir dakikadan daha az zaman dilimlerinde piyasadaki en iyi alım fiyatına eşit veya piyasadaki en iyi alım fiyatından daha düşük fiyatlı satım emri ya da piyasadaki en iyi satım fiyatına eşit veya piyasadaki en iyi satım fiyatından daha yüksek fiyatlı alım emri iletmek şeklinde yön değiştiren emirler verilmesi,
- d. Kendinden kendine veya karşılıklı işlemler gerçekleştirilmesi,
- e. Açılış veya kapanış fiyatlarını etkilemeye yönelik işlemler yapılması,
- f. Gün sonu veya vade sonu uzlaşma fiyatlarını etkilemeye yönelik işlemler gerçekleştirilmesi,
- g. Fiyat yükseltici, fiyat düşürücü veya fiyatı sabit tutmaya yönelik işlemler yapılması,
- h. Vadeli işlem ve opsiyon piyasasında bir sicile bağlı tüm hesaplar için ya da piyasa bazında belirlenen pozisyon limitlerinin geçilmesi,
- i. Vadeli işlem ve opsiyon piyasasında, ilgili dayanak varlık piyasasında gerçekleştirilen işlemlerle aynı yönlü işlemler gerçekleştirilmesi ve

benzeri işlemler yapılması suretiyle borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozan ya da sermaye piyasası araçlarının fiyatları, fiyat değişimleri, arz ve talepleri hakkında yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandıran veya adil ve dürüst işlem yapılmasını, piyasanın rekabetçi bir ortamda işleyişini ya da fiyatın doğru ve dürüst bir şekilde oluşmasını zorlaştıran ya da engelleyen fiil ve davranışlar piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilmektedir.

4. Suç ve Cezalar

SerPK "...sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için" düzenlemeler ve düzenlemelerin çerçevesini belirlerken yasaya aykırı eylemleri de tedbirlerle engellemeye ve suç niteliğinde olanları da cezalandırmaya yönelik hükümler (tedbirler ve cezalar) getirmiştir⁷. Tartışma konusunun dışında kalması nedeniyle tedbirlere ve yukarıda bahsettiğimiz iki suç dışındaki suç kavramları burada ele alınmayacaktır.

⁷ Soydemir ve A.Akyüz 2016:232 vd.

Sermaye piyasası suçları, kamunun düzenleyicilik rolünün en önemli göstergelerinden birisidir. Piyasanın güven ve istikrar içinde çalışmasını temin edecek yasalara aykırı hareketler ile yatırımcıların zarara uğratılması hâllerinde o işlemleri yapanların cezalandırılmasıdır. Amaçlanan tasarruf sahiplerinin “güven içinde” fonlarını, bu fonları kullanmak isteyenlere aktarmasının sağlanmasıdır. Çünkü “güven”in kaybı halinde insanlar paralarını başkalarının kullanımına sunmamaktadır veya çok yüksek bedel istemektedirler. Bu çerçevede, SerPK’ya yeterince yaptırım gücü kazandırılması amacıyla, altı suç tanımlaması yapılmıştır. Cezalar altı aydan beş yıla kadar uzayacak ve bazı hallerde de artırılabilir şekilde düzenlenmiştir.

4.1.Bilgi Suistimali

Eski tanımlamayla içeriden öğrenenlerin ticareti olarak bilinen ve doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz **kamuya duyurulmamış/açıklanmamış bilgilere** dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri veren veya verdiği emri değiştiren veya iptal eden ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin eden;

- İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarının yöneticileri,
- İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler,
- İş, meslek ve görevlerinin (SPK ve Borsa Personeli ve Yöneticileri de bu kapsamda yer alır) icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler,
- Bu bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden kişiler,
- Sahip oldukları bilginin, bu fıkrafta belirtilen nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler,

İki yıldan beş yıla kadar hapis veya adli para cezası ile cezalandırılırlar. Ancak bu suçtan dolayı adli para cezasına hükmedilmesi hâlinde verilecek ceza elde edilen menfaatin iki katından az olamaz.

4.2.Piyasa Dolandırıcılığı

Eski tanımlamalarda manipülasyon olarak bilinen piyasa dolandırıcılığı suçuna göre eylemi yapanlar ve söylenti ve yorum yaparak bu fiilin zeminini hazırlayanlar aynı cezaya tabi tutulmuşlardır.

Bu çerçevede;

- Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak⁸ amacıyla alım veya satım yapanlar, emir verenler, emir iptal edenler, emir değiştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler ve

⁸ Özellikle 1980li yılların ikinci yarısında daha kaba yöntemlerle ve bugün ise daha sofistike olarak uygulanan “keriz silkeleme” yöntemi çok yaygın piyasa dolandırıcılığıdır (manipülayondur). “Her türlü

• Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi veren, söylenti çıkaran, haber veren, yorum yapan veya rapor hazırlayan ya da bunları yayanlar ki yıldan beş yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılırlar.

Ancak, birinci durumda suçtan dolayı verilecek olan adli para cezası, beş bin günle on bin gün arasında olabileceken, ikinci halde bu ceza beş bin günle sınırlandırılmıştır. Yine birinci halde verilmesi gereken adli para cezası, suçun işlenmesi ile elde edilen menfaatten az olamayacaktır. Kanun, bu suç kapsamında fiil sahiplerine bazı kolaylıklar ve çıkış yolu tanımıştır.

Buna göre birinci halde tanımlanan suçu işleyen kişi pişmanlık göstererek, beş yüz bin Türk Lirası'ndan az olmamak üzere elde ettiği veya elde edilmesine sebep olduğu menfaatin iki katı miktarı kadar parayı, hazineye;

a) Henüz soruşturma başlamadan önce ödediği takdirde hakkında cezaya hükmolunmayacak,

b) Soruşturma evresinde ödediği takdirde verilecek ceza yarısı oranında indirilecek veya

c) Kovuşturma evresinde hüküm verilinceye kadar ödediği takdirde ise verilecek ceza üçte biri oranında indirilecektir.

Hazineye bir miktar ceza ödeyerek sulh olunması piyasa dolandırıcılığından zarar görenlerin haklarını koruyucu bir anlam içermemekte, hazineye gelir yaratmaktadır.

5. Piyasa Bozucu Eylemlerle Suç ve Cezalar Arasındaki Belirsizlik

Piyasa bozucu eylemler arasında sayılan “bilgiye dayalı” ve “emir ve işlemlere ilişkin” piyasa bozucu eylemler SerPK’da tanımlanan “bilgi suiistimali” ve “piyasa dolandırıcılığı” suç tanımlamalarıyla iç içe geçmektedir. Bir kişi kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak işlem yaptığı durumlarda bu bilgiye sahip olmayanların zararına kazanç elde edebilecek veya oluşması muhtemel bir zarardan korunacaktır. İkinci durumda da “emir veya işlemlere ilişkin” piyasa bozucu eylemlere girildiğinde bunlar aynı zamanda manipülasyon suçu olarak tanımlanan piyasa dolandırıcılığı tanımlaması içine girebilecektir.

bilgiyle donanmış ve borsa tecrübesi en fazla olan kurtlar, borsaya ne zaman gireceğini, hangi kâğıdı alacağını gayet iyi biliyor. Ne zaman satacağını gayet iyi hesaplıyorlar. Banka, aracı kurum, Tahtakale kaynaklı ve bunun yanında büyük para sahiplerinin yer aldığı profesyoneller grubu süratle borsaya giriyorlar. Fiyatları yukarı çıkarıyorlar. Bunu tek tek yapabildikleri gibi kendi aralarında gruplaşmalara giderek birden çok tahtada gerçekleştirebiliyorlar.

Önce biraz alım yaparak tahtayı harekete geçiriyorlar ve dikkat çekiyorlar. Sonra bir dedikodu yayıyorlar, açıkçası bir tüyo veriyorlar... Böylece tahtayı moda haline getiriyorlar. Artık kurtlar sofrası kurulmuştur. Kazanç ihtiyacı içindeki insanları inandırmak da kolay. Kuzuların yoğun bir şekilde alıma geçmesiyle birlikte kurtlar malı çakıp çıkıyorlar. Önce gel gel edip sonra tokatlama şeklinde uygulanan bu spekülasyon hareketi borsacılık dilinde “keriz silkelemek” deniyor (Yıldırım A. 1995: 239). Keriz silkelemekle ilgili çeşitli yaşanmış olayları Nasrullah Ayan ile Görüşme, Soydemir S. ve A.Akyüz 2016 () içinde ve Ayan N. 2017’de izleyebilirsiniz.

Öte yandan, kripto paraların fiyat oynamasında da benzeri bir eylemin varlığı ve hatta çeşitli kapalı Whatsapp gruplarında “şu kripto paraya giriyoruz” veya “şundan çıkıyoruz” gibi silkelemelerin yapıldığı ifade edilmektedir.

Örneğin, “Kamuya açıklanmayan” bilginin kullanılarak işlem yapılması hem bilgi suiistimalinin hem de piyasa bozucu eylemin gerekçesini oluşturmaktadır. Benzeri şekilde “sermaye piyasalarının işleyişi veya sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirlenmesine yönelik olarak alım satım yapılması” da piyasa dolandırıcılığının ve piyasa bozucu eylemin gerekçesini oluşturabilmektedir.

Her iki durumda da aynı eylemlerin failleri ya “piyasa bozucu” eylem olarak değerlendirilip idari para cezası ile, ya da eylemleri suç olarak değerlendirilip hapis ve ağır para cezası ile cezalandırılacaklardır. Bu iç içe geçmiş durumların sonuçları ise verilecek kararlara göre çok büyük farklılık gösterecektir. O nedenle ayırımın net yapılması, insan iradesi dışına taşınması önemlidir. Aksi halde kararı verecekler büyük baskı gelecektir.

Bu çalışmanın yazımı aşamasında, aynı eylemin faillerinin hangi koşullarda suç işledikleri veya hangi koşullarda piyasa bozucu eyleme girdikleri konusundaki değerlendirmeye ilişkin yazılı bir dokümana ulaşamadım. Bu konuda işlemin büyüklüğü veya suçun manevi unsurlarının kanıtlanamaması gibi hareket noktaları eylemin piyasa bozucu mu olacağı yoksa suç mu oluşturacağı konusunda ipuçları verebilecektir. Ancak, bu konuda da herhangi bir yazılı ve kamuya açık belge bulunamamıştır. Bu durum SPK’yı hem savcı hem de hâkim konumuna getirmektedir.

Düzenlemelerin⁹ amacı, “oyunun” kurallarının belirlenmesi, bilgi sorunlarının ortadan kaldırılması, belirsizliklerin ortadan kaldırılması, güvenin sağlanması ve ardından da doğal olarak “oyunun kurallarına” uyanların teşvikinin ve uymayanların, piyasaların güvenliğini bozanların “oyun alanın” dışına çıkarılması ve cezalandırılması, sistemin güvenilirliğinin sağlanmasını amaçlamaktadır. Düzenlemelerin bir diğer amacı da düzenleyenlerin eylem ve kararlarını bağlaması ve değişiklikler yapılmasının belirli kurallara göre yapılmasını getirdiği için de ekonomik yapılarda katılımcılığı ve piyasalardaki öngörülebilirliği artırmasıdır.

6.Sonuç

Sermaye piyasaları fon talep eden şirketleri, aracıları, kolektif yatırım kurumları, borsaları, derecelendirme ve bağımsız denetim kurumları ve düzenleyici otoriteleri ile bir bütündür. Bu bütünün iyi çalışması, beklenen amaçlara ulaşması bütünüyle kurumsallaşmasına bağlıdır. Kurumsallaşma ise insanların tasarruflarını güven içinde şirketlerin kullanımına sunabilecekleri bir ekosistem oluşturmaktadır. Kurumların şeffaflıktan ve adil davranışlardan uzaklaşması ekosistemin giderek yok olmasını getirebilecektir.

İdare yatırımcının yerine geçip karar vererek bütün sorumluluğu kendi üstüne almak yerine yatırımcıya yeterli bilginin tam, doğru ve zamanında verilerek karar hakkını yatırımcıya tanınmasında, önceden belirlenmiş ve ilan edilmiş kuralların bütün taraflara eşit olarak uygulanmasını temin etmek durumundadır. Aksi durum bir yandan kararların sağlıklılığını diğer yandan da idarenin güvenilirliğinin tartışma konusu yapılmasına yol açabilecektir.

⁹ Düzenlemeler arasında bir hiyerarşi bulunmaktadır. Konumuz açısından en üstte Anayasa, kanun, kararname, tebliğ ve ilke kararları gelmektedir. Hiyerarşi olarak bir üstte olan düzenleme alttakini değiştirebilirken, alttakinin üst sıradakini düzeltmesi genel düzenleme mantığı ile uyumsuzdur.

Kaynaklar

Ayan N. 2017: Borsa Kralı; Sorun Yayınları, İstanbul

Gürses U.2018: Kurumlar Çökünce Ne Oluyor;

<https://ugurgurses.wordpress.com/2018/08/19/kurumlar-cokunce-ne-oluyor/>

North C.D.2010: Kurumlar, Kurumsal Değişim ve Ekonomik Performans; Güven G.Ç (çev). Sabancı Üniversitesi Yayınları 2.Baskı.

Soydemir S. ve A.Akyüz 2016: Sermaye Piyasası ve Borsa; İkinci Baskı, Scala Yayıncılık, İstanbul

Yıldırım A.1995: Tophane’de Büyük Oyun, Borsanın 10 Yıllık Fırtınalı Öyküsü; Güncel Yayıncılık, İstanbul