

# İçeriden Öğrenilen Bilgi ve İçeriden Öğrenen Kavramlarının Ceza Hukuku Açısından İncelenmesi

Araştırma

**Cem ŞENOL\***

\*Arş. Gör., Erzurum Atatürk Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Ceza ve Ceza Muhakemesi ABD.

(Res. Asst. Erzurum Atatürk University Faculty of Law, Department of Criminal and Criminal Procedure Law)

(E-Posta: cmsenol@atauni.edu.tr)

---

## ÖZET

İçeriden öğrenenin ticareti suçu, SerPK'nın 47/A-1 maddesinde düzenlenmiştir. Bu suçun temel iki ögesi içeriden öğrenilen bilgi ve içeriden öğrenen kişidir. Anılan unsurlar sırasıyla suçun maddi konusunu ve failini oluşturmaktadır. Bu çalışmanın amacı, söz konusu iki unsuru, ceza hukuku prensipleri çerçevesinde ele almaktır. Bu amaç doğrultusunda çalışma da öncelikle içeriden öğrenilen bilgi daha sonra da içeriden öğrenenler ve işlem yasakları üzerinde durulmuştur. İçeriden öğrenenler incelenirken ise özellikle birincil öğrenenler ve bunlara yönelik işlem yasakları üzerinde durulmuştur. Bu çerçevede çalışma karşılaştırmalı hukuk dikkate alınarak yapılmış, konuya ilişkin hem Kara Avrupası hem de Anglo - Amerikan hukukundaki durum hakkında bilgi verilmiştir. Yine çalışma sırasında yeri geldikçe ilgili unsurların anlam ve kapsamının değerlendirilmesinde ceza hukuku prensiplerinden de yararlanılmıştır.

## Anahtar Kelimeler

İçeriden öğrenen, bilgi, sermaye piyasası, AB, Sermaye Piyasası Kanunu

---

## ABSTRACT

### THE ANALYSIS OF INSIDE INFORMATION AND INSIDER IN TERMS OF CRIMINAL LAW

The crime of insider trading is regulated under the 47/A-1 article of the Capital Market Law. The two main elements of this crime is the information attained from inside of an organization, and the insider person who attained it. These two elements respectively constitute the material element and the committer of the crime. The purpose of this study is to discuss these two elements within the scope of the principles of criminal law. In line with this purpose, at first the inside information, then the informed insiders and the transaction prohibitions were discussed within the course of the study. Particularly primary informed insiders and the transaction prohibitions that apply to them were elaborated during the examination of the informed insiders. In this context the study was conducted by considering comparative law, and information on the cases in both Continental Europe and Anglo - American Laws were provided. Also, criminal law principles were utilized in evaluation the meaning and scope of the relative concepts as the occasion arose within the study.

## Keywords

Insider, information, capital market, EU, Capital Market Law

## Giriş

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A maddesinin 1. fıkrasında öğrenenin ticareti suçu düzenlenmiştir<sup>1</sup>. Bu suçun maddi konusu içeriden öğrenilen bilgi, faili ise, bu bilgiyi doğrudan veya dolaylı olarak öğrenerek maddi menfaat amacıyla kullanan kişilerdir.

Suçun maddi konusunu oluşturan içeriden öğrenilen bilginin en temel özelliği, kamuya açıklanmadan önce öğrenerek yatırım kararlarında kullanılması durumunda, kullanan kişilere diğer yatırımcılar karşısında avantaj sağlaması, böylelikle yatırımcılar arasındaki fırsat eşitliğini bozması ve sermaye piyasalarına duyulan güveni zedelemesidir. Zira anılan durumda söz konusu bilgiye sahip olan yatırımcı, diğerlerinin aksine yatırım yaptığı sermaye piyasası aracı hakkında net bir bilgiye sahip olduğundan, belirsizlikten kaynaklanan risklerden önemli ölçüde korunmuş olmaktadır. Bu nedenle kanun koyucular, sermaye piyasalarında yatırımcılar arasındaki haksız rekabeti önlemek ve yatırımcıların sermaye piyasalarına güvenlerini temin etmek için, sermaye piyasalarında içeriden öğrenilen bilgiye dayanılarak işlem yapılmasını suç olarak düzenlemişlerdir.

Kanun koyucular, anılan suç ve buna ilişkin ticari ve idari nitelikteki diğer hususları düzenleyen bilgiyi ilk elden, doğrudan kaynağından öğrenenler ile dolaylı yollardan öğrenenler arasında bazı ayrımlar yapmış, bu iki grubun sorumluluklarının kapsamını farklı şekillerde belirlemişlerdir. Bu ayrım içerisinde bilgiyi doğrudan öğrenenler birincil öğrenenler, dolaylı olarak öğrenenler ise ikincil öğrenen olarak anılmaktadır.

1 30.07.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun (SerPK) 08.02.2008 tarih 26781 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan 5728/372 sayılı Kanunla değişik 47/A-1. maddesi şu şekildedir: "Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek, içeriden öğrenenlerin ticaretidir. Bu fiili işleyen 11 inci madde kapsamındaki ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler,... iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılır."

İçeriden öğrenenin ticareti suçu bağlamında içeriden öğrenilen bilgi suçun maddi konusu, içeriden öğrenen kişi (insider) ise suçun failini oluşturmaktadır. Bilgiyi edinen kişi ve edindiği içsel bilgi, bu suçun incelenmesi açısından en esaslı iki unsuru oluşturmaktadır. Bu durum söz konusu hususların ayrıntılı olarak incelenmesi ihtiyacını doğurmaktadır. Bu nedenle çalışmamızda içeriden öğrenenin ticareti suçunun esasını oluşturan bu iki kavram, özellikle ceza hukukunun temel ilkeleri esas alınarak incelenecektir.

## 1. İçeriden Öğrenilen Bilgi

### 1.1. Genel Olarak

İçeriden öğrenenin ticareti suçunun fiil unsurunu içeriden öğrenilen bilginin kullanılması, maddi konusunu ise içeriden öğrenilen bilgi oluşturmaktadır<sup>2</sup>. Ancak hiç kuşkusuz bir sermaye piyasası aracına ilişkin her türlü bilgi, anılan suçun konusunu oluşturmamaktadır. Söz konusu suça vücut verecek bilgi, belli özelliklere sahip bir bilgidir. Bu nedenle hangi tür bilgilerin anılan suçun oluşumuna sebebiyet verecek nitelikte olduğunun belirlenmesi konunun açıklanması açısından önem arz etmektedir.

Bir sermaye piyasası aracı ile ilgili bilginin içeriden öğrenenin ticaretinin konusu olabilmesi için

2 EVİK, Ali Hakan/ EVİK, Vesile Sonay, "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu", İÜHF M C LXIII, S.1-2, s.42; TACİR, Hamide, "Sermaye Piyasasında İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu", Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2006/2, İstanbul 2006, s.99. Öğretide suçun maddi konusunu içeriden öğrenilen bilgi olduğu belirtilse de kanaatimizce içeriden öğrenilen bilgi her durumda suçun maddi konusunu oluşturmamakta, kimi durumlarda tipiklikte yer alan fiile ilişkin bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Zira suçun maddi konusu hareketin üzerinde icra edildiği kişi veya şeydir. Söz konusu suçun hareket unsuru, içeriden öğrenilen bilginin kullanılmasıdır. Söz konusu suç serbest hareketli bir suç olduğundan kullanma fiilinin anlamı konusunda öğretide farklı görüşler bulunmaktadır. Bir görüşe göre, bilginin kullanılmasından kasıt bilgiye dayalı olarak sermaye piyasalarında işlem yapılmasıdır. Diğer bir görüş ise, bilginin başkalarına aktarılmasının da söz konusu suça vücut vereceği kanaatindedir. Bilginin kullanılmasının sermaye piyasalarında işlem yapmak şeklinde ortaya çıktığı durumlarda suçun maddi konusu bilgiye dayanılarak üzerinde işlem yapılan menkul kıymet olmaktadır. Bu durumda bilgi maddi konu değil, tipiklikte yer alan fiile ilişkin bir unsurdur. Ancak bilginin aktarılması da kullanmak kapsamında kabul edilirse, kullanmanın bu şekli açısından bilgi, suçun maddi konusunu oluşturacaktır. Dolayısıyla bu suçta fiil unsurunu oluşturan "bilginin kullanılması"nın kapsamına göre suçun maddi konusu, bilgiye dayanılarak üzerinde işlem yapılan menkul kıymet veya bilginin kendisi olabilmektedir. Bu çalışmada ilgili yerlerde konuya ilişkin açıklamalar yapılırken, bilginin hem maddi konu hem de tipiklikte yer alan fiile ilişkin bir unsur olabildiği göz önüne alınmıştır.

bazı özelliklere sahip olması gerekir. Öncelikle bir bilginin bu kapsamda değerlendirilebilmesi için, piyasada işlem gören bir sermaye piyasası aracı veya bu aracın ihraççısı ile ilgili olması gerekir. Yine ancak belirli kişilerin hâkimiyetinde olup henüz kamuya açıklanmamış olan bilgiler yatırımcılar arasında eşitsizliğe yol açabileceği için, bu bilginin henüz kamuya açıklanmamış; yani içerideki bir bilgi olması gerekir. Bilginin içeriden öğrenilen bilgi sayılması için gereken diğer şartlar ise, spekülatif değil kesin nitelikte ve kamuya açıklanmadığımda sermaye piyasası aracının fiyatı etkileyecek olmasıdır<sup>3</sup>. Dolayısıyla içeriden öğrenenin ticareti suçunun maddi konusunu oluşturan içeriden öğrenilen bilgi, sermaye piyasası araçları ile ilgili olan, söz konusu aracın fiyatının artması ya da azalmasına neden olacak, henüz kamuya açıklanmamış kesin bilgidir.

## 1.2. İçeriden Öğrenilen Bilginin Unsurları

### 1.2.1. Sermaye Piyasası Araçları veya İhraççıyla İlgili Olma

Bir bilginin içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilebilmesi için ya bir sermaye piyasası aracı (financial instruments) ya da bu aracın ihraççı veya ihraççıları ile ilgili olması gerekmektedir<sup>4</sup>.

Sermaye piyasası araçlarının neler olduğu, Avrupa Birliği Parlamentosu ve Konseyi'nin içeriden öğrenenin ticareti ve piyasa manipülasyonuna ilişkin 28 Ocak 2003 tarih 2003/6 sayılı Direktifinin<sup>5</sup> 1. maddesinin 3. fıkrasında açıklamıştır<sup>6</sup>. Buna göre finansal araçlar;

3 MÜLLER, Welf/RÖDDER, Thomas (Hrsbg.), **Beck'sches Handbuch der AG**, München 2009., prg. 204; ALBELOOSHI, Abdulsalam, **The Regulation of Insider Dealing: An Applied and Comparative Legal Study towards Reform in the UAE**, University of Exeter 2008, s.230 vd; TURANBOY, Asuman, **İnsider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)**, Ankara 1990, s.39 vd; HACİMAHMUTOĞLU, Sibel, **"AT Düzenlemeleri Işığında İçeriden Öğrenilen Bilgi" Kavramının Değerlendirilmesi**, Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara 2003, s. 161 vd.

4 Avrupa Birliği'nin 28 Ocak 2003 tarih 2003/6 sayılı Direktif'inin 1. maddesi.

5 Bundan sonra Direktif olarak anılacaktır.

6 AB hukukunda konuya ilişkin bir önceki düzenlemeyi oluşturan 89/592/EEC'de "finansal araçlar" yerine "menkul kıymet" kavramı kullanılmıştı. Ancak menkul kıymet ifadesinin kavramı açıklamakta yetersiz kaldığı düşünüldüğü için 2003/6 nolu direktifte finansal araçlar terimi kullanılmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. HACİMAHMUTOĞLU, **2003**, s.170. Amerikan hukukunda da bilginin konusunu menkul kıymetler ve finansal araçlar oluşturmaktadır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. HAZEN, Thomas Lee/RATNER, David L., **Securities Regulation In A Nutshell**, 2006, s.25.

- 10 Mayıs 1993 tarihli menkul kıymetler alanında yatırım hizmetleri üzerine 93/22/EEC Konsey Yönergesi'nde tanımlandığı gibi devredilebilir menkul kıymetler,
- müşterek yatırım teşebbüslerinde birimler,
- para-piyasa araçları,
- denk nakdi mutabakat araçları da dahil vadeli finansal sözleşmeler,
- vadeli faiz oranı akitleri,
- faiz oranı, nakit ve yatırım takasları,
- denk nakdi mutabakat araçları dahil bu kategorilere giren herhangi bir aracın satın alma ya da elden çıkarılma seçenekleri anlamına gelir. Bu kategori bilhassa nakit ve faiz oranları seçeneklerini,
- metalardaki türevleri,
- bir Üye Devlet'teki düzenlenmiş bir piyasada alım-satımı kabul edilmiş ya da böyle bir piyasada alım-satımının kabulü için bir talepte bulunulmuş sair araçları kapsar.

Dolayısıyla bu araçlara ilişkin bilgiler, diğer unsurlarını da taşıması durumunda içeriden öğrenenin ticaretinin konusunu oluşturabilecektir. Hemen belirtelim ki; sınırlayıcı nitelikteki bu tip bir sayım kanunumuzda bulunmamaktadır. Ancak hiç kuşkusuz bu durum hukukumuz açısından anılan unsurlara ilişkin bilginin suçun maddi konusunun kapsamına girmediği anlamına gelmemektedir. Zira kanunumuzun bilginin kaynağına ilişkin sınırlamaya yapmayan düzenlemesinin anılan hususları da kapsadığı açıktır.

İçeriden öğrenilen bilginin ikinci grubu, ihraççı veya ihraççılara ilişkin bilgilerdir. Bu nedenle ihraççı kavramının da açıklanması yararlı olacaktır. Türk sermaye piyasası hukukunda ihraççı; sermaye piyasası araçlarını halka arz eden anonim ortaklıklar, kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeleri ifade etmektedir<sup>7</sup>. Bu nedenle sayılan kurum ve kuruluşlarla ilgili bilgiler de içeriden öğrenenin ticaretinin maddi konusunu oluştururlar.

İhraççılara ilişkin bilgi öğretide genellikle ikiye ayrılarak incelenmektedir: Şirket/ortaklık bilgisi (corporate information) ve piyasa bilgisi (market

7 HACİMAHMUTOĞLU, **2003**, s.172. İngiliz hukukunda ihraççıların kimler olduğu 1993 tarihli Criminal Justice Act (CJA)'nın 60. maddesinin 2. ve 3. maddelerinde sayılmıştır. Bu sayımda, bizim hukukumuzdan farklı olarak, ülke merkez bankalarının da ihraççıları arasında sayılmış olması dikkat çekmektedir.

information)<sup>8</sup>. Buna göre ihraççının mali durumu veya malvarlığı üzerindeki etkisi nedeniyle sermaye piyasası aracının fiyatı üzerinde etkili olacak bilgi, ihraççının kendi içinden kaynaklanan bir bilgi ise, şirket bilgisi olarak adlandırılmaktadır. Ancak bilgi ihraççının kendi içinden kaynaklanmıyorsa piyasa bilgisi olarak adlandırılmaktadır<sup>9</sup>. Sınırları tam olarak belli olmayan ve somut olayda belirlenmesi zorluklar yaratacak böylesi bir ayırımın, suçun maddi konusunun tespiti açısından pratik bir yararının bulunmadığını ifade etmek gerekir. Nitekim kanun koyucular da konuya ilişkin düzenlemelerde bu nitelikte ayrımlara yer vermemektedirler.

Kanaatimizce suçun maddi konusunun kapsamının belirlenmesi "ilgili" olmanın anlamının açıklanması ile mümkündür. Bu nedenle maddi konunun belirlenmesi açısından bilginin sermaye piyasası araçları ve/veya ihraççıları ile "ilgili" olması ile neyin kastedildiğinin açıklanması yol gösterici olacaktır. SerPK'nın 47/A-1 maddesinde suç düzenlenirken bilginin ilgili olabileceği hususlara ilişkin herhangi bir tahdidi sayım yapılmamış, bu konu aracın değerini etkileme ölçütüne bağlanarak düzenlenmiştir. Bu nedenle hukukumuz açısından sermaye piyasası aracı ve/veya ihraççısı ile ilgili bilgi kavramını, herhangi bir teorik sınırlamaya tabi tutmadan, fiyata etkililiğin temel kıstas olduğu bir yaklaşım çerçevesinde değerlendirmenin doğru olacağını düşünmekteyiz<sup>10</sup>.

Bu teorik tespit doğrultusunda, sermaye piyasası aracı ve/veya ihraççısı ile doğrudan ya da dolaylı olarak ilgili olan ve sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek her türlü bilginin ilgili bilgi olduğu açıktır. Bu bağlamda fiyatına etki edebilecek birleşme ve satın alma haberleri, şirketin mali yapısına ilişkin veriler, müşteri siparişleri, şirketin satış ve maliyet unsurlarına ilişkin veriler, şirketin temettü politikasına ilişkin haberler gibi bilgilerin sermaye piyasası aracı ve/veya ihraççısı ile ilgili

bilgi olduğuna kuşku bulunmamaktadır<sup>11</sup>. Aynı şekilde sadece ortaklığa ilişkin değil, ortaklığın iş ve müşteri çevresine ve rakiplerine ilişkin bilgilerinde ihraççılarla ilgili bilgi olduğu belirtilmektedir<sup>12</sup>. Yine bizce bir ihraççıya ilişkin açılan davalarda verilen kararlar da bu kapsamda sayılmalıdır.

Ancak bu konuda sermaye piyasası aracı ya da ihraççı ile ilgili olmayan; ancak faiz, kur, borçlanma politikası gibi devletin sermaye piyasalarını etkileyebilen ekonomi politikalarına ilişkin bilgilerin içeriden öğrenilen bilgi kapsamında değerlendirilip değerlendirilmeyeceği, diğer bir söyleyişle ilgili bilgi olup olmadığı tartışmalıdır. Devletin devlasyon yapacağına ya da ihraççı şirketin faaliyet gösterdiği alanda teşvik uygulamasına geçeceğine ya da ithalat yasağı getireceğine ilişkin bilgiler bu duruma örnek olarak verilebilir. Öğretide bu soruya genellikle olumlu yanıt verildiğini belirtmek gerekir<sup>13</sup>. Sermaye piyasası kanunumuz açısından bu konuda açıkça dışlayıcı bir hüküm bulunmadığı için, fiyata etkili olabilecek nitelikteki anılan bilgilerin içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilmesi doğru olacaktır.

Kanaatimizce sadece devletin piyasaları etkileyebilecek ekonomi politikalarına ilişkin bilgilerin değil, belirli bir veya birden fazla sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek başta güvenlik ve dış politika olmak üzere herhangi bir alandaki bilgi de içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilmelidir<sup>14</sup>. Zira bir bilginin içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilmesinde önem taşıyan husus, bilginin kaynağını oluşturan işlemin kimin

11 TURANBOY, 1990, s.52 vd; MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg. 207.

12 TURANBOY, 1990, s.52; ALBELOOSHI, 2008, s.238.

13 HANNIGAN, Brenda, **Insider Dealing**, London 1994, s.62; CAFRITZ, Eric/GENICOT, Olivier, "**EU Market Abuse Rules Memorandum**", <http://www.friedfrank.com/index.cfm?pageID=25&itemID=1966> (E.T:08.03.2012), s.6. HACİMAHMUTOĞLU (s.174), Birleşik Krallık gibi bazı ülkelerin mevzuatında devletin ekonomi politikalarına ilişkin bilgilerin içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilmediğini ve kavramın kapsamının bu şekilde sınırlandırıldığını nakletmektedir. Ancak CJA'nın 56. maddesinde düzenlenen içeriden öğrenilen bilgi kavramının açıklamasını yapan 60. maddede sadece şirkete ilişkin bilgilerin değil, şirketin iş olanaklarını etkileme olasılığı bulunan bilgilerinde içeriden öğrenilen bilgi kapsamında olduğu belirtilmiştir. Dolayısıyla İngiliz Hukukunda da hem şirket bilgilerinin hem piyasa bilgilerinin hem de, şirketin ekonomik durumunu etkileyecek olmak kaydıyla devletin ekonomik politikaları dâhil her türlü bilginin içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edildiğini söylemek bizce daha doğru olacaktır. Aynı yönde ALBELOOSHI, 2008, s. 238.

14 Aynı yönde EVİK/EVİK, 2005, s.45.

8 TURANBOY, 1990, s.51-53; BAINBRIDGE, Stephen M., "**An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU ?**" UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-5, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=654703](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=654703) (E.T. 10.04.2012), s.8.

9 HACİMAHMUTOĞLU, 2003, s.172; BAKKALCI, Şebnem Meral, **İçeriden Öğrenilen Ticareti ve Sorumluluğu**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir 2007, s.79, 80.

10 Aynı görüşte, MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg.207.

tarafından yapıldığı değil, diğer unsurları da taşıması kaydıyla sermaye piyasası aracı veya ihraççısı ile ilgili olmasıdır. Bu nedenle örneğin; devletin petrol şirketinin önemli bir petrol veya doğal gaz rezervi bulduğuna ilişkin bilgi ya da devletin ithal ettiği enerji kaynaklarının fiyatlarında değişmeye yol açacak bir antlaşma veya silahlı çatışma bilgisi, başta enerji sektörüne ilişkin finansal araçlar olmak üzere fiyatını etkileyebileceği bütün finansal araçlar açısından ilgili bilgi olarak kabul edilmelidir<sup>15</sup>. Dolayısıyla bu bilgilerde içeriden öğrenenin ticareti suçunun maddi konusunu oluşturabilecektir. Ancak bu gibi durumlarda bilginin içsel olup olmadığı değerlendirilirken, kamuya açık bir bilgi olup olmadığı üzerinde titizlikle durulmalıdır.

Konuyu özetlersek, Türk Hukukunda içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu düzenleyen SerPK'nın 47/A-1 maddesinde suçun oluşmasına neden olacak içeriden öğrenilen bilginin konusuna ilişkin herhangi bir sınırlama yapılmamıştır. Bu nedenle bir bilgi, kaynağı ne olursa olsun sermaye piyasası aracının fiyatını etkiliyorsa ilgili bilgidir ve içeriden öğrenenin ticareti suçunun konusunu oluşturabilir.

### 1.2.2. Kamuya Açıklanmamış Olma

Bir bilginin içsel bir bilgi olarak kabul edilebilmesi için bulunması gereken unsurlardan bir diğeri de "henüz kamuya açıklanmamış" olmasıdır<sup>16,17</sup>. İçsel bilginin bu unsuru, sermaye piyasalarında halka açık anonim ortaklıkların yatırımcısının korunması açısından benimsenen en önemli ilke olan kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün bir sonucudur<sup>18</sup>. Zira ancak kamuya açıklanmamış bir bilgi, yatırımcılar arasında fırsat eşitliğini bozacağı

için içsel bilgi olarak kabul edilebilir ya da diğer bir söyleyişle kamu tarafından bilinen bir bilgi, yatırımcıların karar alırken yararlanabildiği bir bilgiye dönüştüğünden dolayı içeride öğrenilen bilgi olarak nitelendirilemez<sup>19</sup>. Dolayısıyla bu unsur açısından konunun iki boyutu bulunmaktadır. İlk olarak, sermaye piyasası aracına ilişkin bilgiler açısından bilginin ne zaman kamuya açıklanmış sayılacağı ve ikinci olarak fiyata etkili olabilecek ilgili bir bilginin hangi durumlarda kamuya açık sayılacağıdır.

Bu nedenle içeriden öğrenilen bilginin kamuya açıklanmamış olma özelliği ile alakalı olarak üzerinde durulması gereken ilk husus, sermaye piyasası aracı veya ihraççısına ilişkin bir bilginin ne zaman kamuya açıklanmış sayılacağı oluşturmaktadır. Bu konuda bir görüş, bilginin yatırımcılar veya piyasa katılımcılarını bilgilendirmek amacıyla kamuya duyurulmak üzere yetkili makama verildiği anda kamuya açıklanmış bilgi haline geldiğini kabul etmektedir. İkinci görüş ise, bilginin kamuya açıklanmış bilgi olması için yetkili makamlara iletilmesinin yeterli olmadığını, bilginin kamunun kullanımına da sunulmuş olması gerektiğini öne sürmektedir<sup>20</sup>.

İki görüş arasındaki farkı bir örnek üzerinden açıklarsak; borsada işlem gören F takımının bir oyuncusunu yüksek bir bonservis bedeli karşılığında bir başka takıma sattığını düşünelim. Bu durumda birinci görüşün kabulü halinde bu bilgi, satış anlaşmasının İMKB'ye bildirildiği; ikinci görüşün kabulü halinde ise, İMKB tarafından borsa bülteninde yayınlandığı tarihte kamuya açıklanmış bilgi haline gelecektir. Kanaatimizce içeriden öğrenilenin ticareti suçunun düzenleniş amacının herhangi bir yatırımcının diğer yatırımcıların elinde olmayan bir bilgiye dayanarak işlem yapmak suretiyle haksız çıkar sağlamasını engellemek olduğu göz önüne alındığında, bilginin kamuya açıklandığı an olarak, bilginin kamunun erişebileceği bilgi kaynakları ile kullanıma sunulduğu anın alınması daha doğru olacaktır<sup>21</sup>. Dolayısıyla bir bilginin kamuya açıklanmış sayılması için yetkili makamlara verilmesi yeterli olmayıp, bilgi iletişimi araçları ile kamunun kullanımına da sunulmuş

15 Bu konuda bkz. CAFRITZ/GENICOT, **Memorandum**, s.6; TURANBOY, **1990**, s.47. Bu konuda temel tartışma bilginin sadece belli bir araç veya ihraççı ile ilgili olmasının zorunlu olup olmadığı, yoksa tüm sektörü ilgilendiren örneğin sektöre yönelik yeni vergi getirileceğine ilişkin bir bilginin de içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilip edilmeyeceğidir. Genel eğilim fiyat etkisinin dikkate alınarak konuya yaklaşılması ve tüm bir sektörü ilgilendiren bir bilginin de içsel bilgi olarak kabulü yönündedir. ALBELOOSHI, **2008**, s.239.

16 SPK 47/A; 2003/6 nolu Direktif madde 1/1. WpHG m.13/1.

17 Bu unsur Direktifte "has not been made public", İngiliz hukukunda (FSMA/CJA) "is not generally available/ has not been made public", Amerikan hukukunda "nonpublic information", Alman hukukunda ise (WpHG) "nicht öffentlich bekannt" olarak adlandırılmaktadır.

18 Kamuyu aydınlatma prensibi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. TURANBOY, **1990**, s.7.

19 HACİMAHMUTOĞLU, **2003**, s.161; TURANBOY, **1990**, s.63. EBENROTH, Thomas Carsten/BOUJONG, Karlheinz/JOOST, Detlev/STHROHN, Lutz, **Handelgesetzbuch**, 2009, prg. VI83, VI84.

20 HACİMAHMUTOĞLU, **2003**, s. 163.

21 Aynı yönde; HACİMAHMUTOĞLU, **2003**, s. 163.

olması gerekir. Ancak bunun için herkesin kullanımına sunulmuş olması gerekmez, piyasaya katılan yatırımcıların öğrenebileceği bir platformda açıklanmış olması yeterlidir<sup>22</sup>.

Belirtmek gerekir ki; konuya ilişkin olarak ne Direktifte ne de SerPK'nın 47/A-1 maddesinde bilginin ne zaman kamuya açıklanmış sayılacağına ilişkin açık bir düzenleme bulunmamaktadır. SerPK'da, sadece bazı maddelerinde gerek sermaye piyasası araçlarının kayda alınması gerekse de kamunun aydınlatılmasına ilişkin bazı hükümlere yer verilmiştir<sup>23</sup>. Bir bilginin kamuya açıklanmasına usulüne ilişkin düzenlemeler ise, asıl olarak kurumun tebliğleri ile yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kurumu'nun 30.05.2009 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan konuya ilişkin tebliğinde<sup>24</sup>, kamuyu bilgilendirme yükümlülüğünün yerine getirilmiş sayılması için, bilgilerin elektronik imza ile Kamuyu Aydınlatma Platformuna gönderilmesi şart koşulmuştur. Bu nedenle hukukumuz açısından, en azından şirket bilgileri bakımından, kamuya açıklanmış olma zorunluluğunun belirtilen an itibariyle yerine getirildiğinin kabulü doğru olacaktır.

Karşılaştırmalı hukuka baktığımızda ise, Amerikan hukukunda bilginin kamuya açıklanmasının "açıkla ya da kaçın (disclose or abstain)" kuralı çerçevesinde ele alındığı görülmektedir<sup>25</sup>. Buna göre, bir sermaye piyasası aracı veya ihraççısına ilişkin bilgiye sahip olanlar, bilgiyi açıklamaya kadar işlem yapmaktan kaçınmakla yükümlüdürler<sup>26</sup>. İngiliz Hukukunda ise, bilginin kamuya

açık bir bilgi olduğunun kabul edildiği durumlar kanunlarda örnek olarak sayılmıştır<sup>27</sup>. Buna göre bilgi;

- Bir iletişim vasıtası ya da piyasa kurallarının belirlediği yöntemle yatırımcıları ve profesyonel danışmanları bilgilendirmek için açıklanmışsa,
- Kamunun incelemesine açık kayıtlarda (örneğin bilanço gibi) yer alıyorsa,
- Kamuya açıklanmış başka bir bilgidен kişisel çaba ve uzmanlık ile çıkarılabiliyorsa,
- Paralı olarak ulaşılabile bile, internet ya da kamunun ulaşabileceği yayınlarda yer alıyorsa,
- Gizlilik, mülkiyet gibi haklarını ihlal etmeden bireyler tarafından gözlem yoluyla elde edilebiliyorsa<sup>28</sup>,
- Başka bir bilgidен analiz ya da yorum yoluyla elde edilebiliyorsa,
- Birleşik Krallık dışında yayınlanmış ise,

kamuya açıklanmış bilgi olduğu kabul edilmektedir. Bu konuda son olarak içeriden öğrenenin kamuya açıklanmamış bir bilgiyi açıkladığını

yükümlülüğünün sadece şirket ile güven ilişkisi içerisinde bulunan tipperlar açısından geçerli olduğu belirtilmiş, tippeelerin böyle bir yükümlülüğü bulunmadığı belirtilmiştir. Buna göre bir tippee'nin sorumluluğu tipper'dan türemektedir ve tippee'nin sorumlu tutulması için, tipper'ın güven ilişkisini ihlal ettiğini bilmesi veya bilebilme imkânı olmalıdır. Daha sonraki tarihlerde ise, konu, misappropriation teorisi çerçevesinde ele alınmaya başlanmıştır. Ancak bu konuya ilişkin görüş ayrılıklarının henüz sona ermediği emsal nitelikteki son karar olan O'Hagan kararının neden olduğu tartışmalarda da görülmüştür. Bu konuda son olarak şunu da belirtelim ki; Kara Avrupası hukuku ile Amerikan hukukunda içeriden öğrenenin ticaretinin hukuksal temeli ve korumayı amaçladığı yararlar bazı açılardan farklılık göstermektedir. Hatta bu farklılık Amerika'nın farklı federe devletleri arasında da bulunmaktadır. Bu nedenle inceleme yapılırken şartlar ve kapsam açısından farklılıklar bulunduğu dikkate alınmalıdır. Konuya ilişkin bilgi için bkz. ALBELOOSHI, 2008, s. 143 vd.; BAINBRIDGE, **Insider Trading**, s.55 vd.; TURANBOY, 1990, s.60 vd.; QUINN, Randall W., "**The Misappropriation Theory of Insider Trading in The Supreme Court**", **A (Brief) Response to the (Many) Critics of United States v. O'Hagan**", *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol 8, Issue 3, 2003,s.865 vd.; ENGLE, Eric, "**Insider Trading in U.S. and E.U. Law : A Comprasion**", *European Business Law Review*, Vol. 26, 2010, s.10.

27 CJA madde 58. Ayrıca bkz. Slaughter and May, **EU/UK Market Abuse Regime - Overview**, 2011, <http://www.slaughterandmay.com/what-we-do/publications-and-seminars/publications/client-publications-and-articles/t/the-euuk-market-abuse-regime---overview.aspx>. (E.T:05.03.2012), s.18.

28 Bu konuda verilen ilginç bir örnek; kişinin seyahat ederken bir fabrikanın yandığını görmesi suretiyle edindiği bilginin kamuya açıklanmış bir bilgi olduğudur.

22 ERBS, George/KOHLHAAS, Max (Hrsbg.), **Strafrechtliche Nebengesetze**, München 2011,WpHG, prg. 9; EBENROTH-BOUJONG-JOOST-STROHN-GRUNDMANN, 2009, prg. VI83. Amerikan hukukunda bilginin kamuya açıklanmasından sonra içeriden öğrenen kişinin işlem yapmadan önce bilginin fiyatlara yansıtılabileceği bir süre kadar beklemesi gerektiği de belirtilmektedir. Bu konuda bkz. TURANBOY, 1990, s.63; BAINBRIDGE, **Overview**, s.7. Yazar, bilginin kamuya açıklanması en azından önemli yatırım haber sitelerinde görünene kadar beklenmesi gerektiği görüşündedir.

23 Söz konusu hükümler için bkz.SPK 1, 5-7, 16, 16/A.

24 30.05.2009 tarih ve Seri:VIII, 61 nolu tebliğ madde 4 ve 5.

25 BAINBRIDGE, Stephen M., **Securities Law: Insider Trading**, New York 1999, s.55 vd; BAKKALCI, 2007, s.83.

26 BAINBRIDGE, **Insider Trading**, s.55 vd; TURANBOY, 1990, s.63. Amerikan hukukunda açıkla ya da işlem yapma kuralının temelleri ilk olarak 1961 tarihli Cady Roberts & Co davasında ortaya çıkmış, 1968 tarihli Texas Gulf Sulfur davasında da hükme dayanak yapılmıştır. Bu kararlarda kural, eşit işlem ilkesine dayandırılmış ve bilgiyi dolaylı öğrenen tippeelerinde söz konusu yükümlülük altında bulunduğu belirtilmiştir. Ancak önce 1980 tarihli Chiarella sonra da 1983 tarihli Dirks kararında ise, açıklama yapma

zannederek işlem yapması durumunda, suçun maddi unsurlarında hataya<sup>29</sup> ilişkin TCK'nın 30/1. maddesi hükmü, bilginin kamuya açıklanması gereken bir bilgi olduğu konusunda değerlendirme hatası yaparak işlem yapması durumunda ise TCK 30/4 gereği haksızlık yanılığının<sup>30</sup> söz konusu olabileceğinin belirtelim.

### 1.2.3. Bilginin Kesin Olması

Bir bilginin içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilmesi için, kesin (a precise nature) bir bilgi olması gerektiği belirtilmektedir<sup>31</sup>. Bu konuda öncelikle SerPK'nın içeriden öğrenenin ticareti suçunu düzenleyen 47/A-1 maddesinde içeriden öğrenilen bilginin fiyata etkili olma ve kamuya açıklanmamış olma özelliklerinden bahsedilmesine rağmen, kesin olma unsurundan bahsedilmediğini belirtmek gerekir. Dolayısıyla hukukumuzda içeriden öğrenenin ticareti suçu bakımından söz konusu unsurun varlığı tartışmaya açıktır<sup>32</sup>. Ancak gerek Direktifte<sup>33</sup> gerekse de karşılaştırmalı hukukta<sup>34</sup> bir

bilginin içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilebilmesi için kesin (precise information) olması gerektiği unsur olarak açıkça zikredilmektedir.

Kanaatimizce içeriden öğrenenin ticareti suçuna konu olacak bir ilgili bilginin kesin olması, mameleki yarar amacıyla işlenen bu suçun tipikliğinin bir gereğidir. Zira bir bilginin, kendisine sahip olan yatırımcıya diğer yatırımcılar karşısında avantaj sağlaması için rasyonel bir yatırımcının yatırım kararı üzerinde belirleyici olacak şekilde güvenilir ve kesin olması gerekir<sup>35</sup>. Çünkü bir yatırımcıya diğer yatırımcılar karşısında avantaj sağlayacak bilgi, ancak ve ancak yatırım risklerini ortadan kaldıracak kesinliğe ve güvenilirliğe sahip bir bilgi olabilir. Aksi durumda ortada sermaye piyasalarının doğal bir unsuru olan spekülasyonun varlığı söz konusudur ki; bu tür bir bilginin de yatırımcıya diğer yatırımcılar karşısında bir avantaj sağlamasından, dolayısıyla da içeriden öğrenenin ticareti suçunun konusunu oluşturmasından bahsedilemez<sup>36</sup>.

Dolayısıyla SerPK 47/A-1'de bilginin kesin olmasından bahsedilmese de, maddenin lafzında yer almayan söz konusu unsurun maddeye dâhil olduğunun kabulü doğru olacaktır. Ancak böylesi bir kabulün konuyu tek başına çözmek için yeterli olmayacağını da belirtmek gerekir. Zira kanunda yer almayan bu unsur için karşılaştırmalı hukukta yer verilen ve kapsam açısından farklı olan belirli (specific), somut (konkrete) ve kesin (precise) kavramlarından hangisinin esas alınacağı sorununun da çözülmesi gerekir<sup>37</sup>. Bu konuda kanaatimizce suçların ve cezaların kanuniliği ilkesi gereğince içeriden öğrenilen bilginin unsuru olarak, farklı ülke hukuk sistemlerinde yer verilen bu kavramlardan hiçbirisi yargı organları tarafından SerPK 47/A-1'de düzenlenen içeriden öğrenenin ticareti suçunun uygulamasında bir diğerine tercih edilemez. Bu nedenle de somut bir davada, yargı

29 Suçun maddi unsurlarında hataya ilişkin olarak bkz. ARTUK, Mehmet Emin/GÖKÇEN, Ahmet/YENİDÜNYA, A. Caner, **Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2011, s.552.

30 Haksızlık yanılığına ilişkin olarak bkz. ARTUK/GÖKÇEN/YENİDÜNYA, s.560; ÖZTÜRK, Bahri/ERDEM, Mustafa Ruhan, **Uygulamalı Ceza Hukuku ve Güvenlik Tedbirleri Hukuku**, Ankara 2011, s.277; ÖZBEK, Veli Özer/ KANBUR, Nihat/BACAŞSIZ, Pınar/DOĞAN, Koray/TEPE, İlker, **Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2010, s.417.

31 2003/6 nolu Direktif madde 1/1; İSFEN, Osman, **"Sermaye Piyasalarının Suistimale Karşı Korunmasında Avrupa Hukuku Standartları"**, Ergun Özsunay'a Armağan, İstanbul 2004, s.500; Slaughter ve May, **2011**, s.17.

32 Yeni hazırlanan SerPK taslağında da anılan unsuru yer verilmemiştir.

33 Yönerge, m. 1. Yönerge kavramın karşılığı olarak "precise nature" ifadesini kullanmaktadır.

34 İngiliz hukukunda (CJA 1993 Part V 56/1) bilginin bu unsuru "specific or precise" olarak ifade edilmektedir. Ancak 2000 tarihinde kabul edilen "Financial Services and Market Act" yasasının içeriden öğrenilen bilgiyi tanımlayan 118c maddesinde, AB yönergesi paralelinde "precise nature" kavramı kullanılmıştır. Amerikan hukukunda kavram, "material information" olarak anılmaktadır. Ancak bu kavram, bilginin kesinliğini (specific or precise) hem de fiyata etkililiğini birlikte ifade eden bir kavram durumundadır. Alman hukukunda ise (WpHG, m.13/1) "konkrete information" olarak anılmaktadır. Alman hukukundaki durum için bkz. MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, **2009**, prg.205; ERBS/KOHLHASE/WEHOWSKY,WpHG, **2011**, prg.4. Amerikan hukukundaki material information kavramı için bkz. TURANBOY, **1990**, s.48; CUNLIFFE, Sophie Anne, **"Materiality in Insider Trading"**, [www.otago.ac.nz/law/ojlr/.../Cunliffe.pdf](http://www.otago.ac.nz/law/ojlr/.../Cunliffe.pdf) (E.T:07.04.2012), s.21 vd. İngiliz hukukundaki farklı kullanımlar ve mevcut durum için bkz. ALBELOOSH, **2008**, s.235 vd.

35 CUNLIFFE, **Materiality**, s.5, 6; BAKKALCI, **2007**, s.84.

36 ALBELOOSHI, **2008**, s.237; EBENROTH/BOUJONG/JOOST/STROHN/GRUNDMANN, **2009**, prg.VI82; MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, **2009**, prg.205.

37 Söz konusu kavramların farklarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. HACİMAHMUTOĞLU, **2003**, s.167, 168; HANNIGAN, Joerg, **"Insider Trading: An Economic and Legal Problem"**, *Gonzaga Journal of International Law*, Vol.1, 1997-1998, s.28; Örneğin Alman hukukunda salt söylentiye dayanmayan ancak kesinlik sınırına ulaşmadan ileride %50'nin üzerinde bir ihtimalle gerçekleşebilecek durumların kesinlik sınırına ulaşmasa bile "konkrete information" olarak nitelendirilebileceği belirtilmektedir. MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, **2009**, prg.205.

organları, içeriden öğrenilen bilgiye ilişkin olarak söz konusu unsurun gerçekleşip gerçekleşmediğinin tespitinde söz konusu suçun “*mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek*” şeklinde görülebilecek bir zarar suçu olarak düzenlenmiş olmasını dikkate almalıdır.

Buna göre bir bilgi yatırımcıyı, başka makul bir sebep olmaksızın işlem yapmaya yöneltmiş ve bunun sonucunda mameleki bir yarar sağlanmasına veya zararı bertaraf etmesine imkân vermişse kesin bir bilgi olduğu kabul edilmelidir. Zira kanun koyucu bu unsuru, herhangi bir daraltıcı ifade ile sınırlamadığına göre, yargı organları da daraltıcı bir yaklaşım içerisinde olmamalıdır. Bu bağlamda bilginin içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilmesi için mutlaka gerçek olması gibi oldukça daraltıcı ve suçla korunmak istenen yararlarla bağdaşmayacak bir vasa sahip olmasının aranması ise tamamen hatalı bir yaklaşım olacaktır. Çünkü bir sermaye piyasası aracına ilişkin bilginin yatırımcının kar elde etmesi ya da zarar etmesini engellemesi için mutlaka gerçek olması gerekmez; fiyat üzerinde etki doğurabilecek bir maddi içeriğe sahip olması, kesinlik için yeterlidir<sup>38</sup>. Diğer bir ifadeyle kesinlik, gerçeklik kadar katı bir kavram değildir ve bu nedenle yatırım kararını etkileyecek maddi olgulara dayanan bir bilginin varlığı yeterlidir<sup>39</sup>. Ancak bir bilginin gerçek olarak nitelendirilebilmesi için gerekenin aksine kesin olarak nitelendirilebilmesi için yatırım kararının alındığı anda mevcut olması gerekmez, sadece mevcut olan değil, gelecekte meydana geleceği somut bulgularla anlaşılan bilgilerde kesin bilginin kapsamına girer<sup>40</sup>. Dolayısıyla bu konuda yapılabilecek en basit tanımlama ile kesinlikten kastın, bilginin fiyat etkisini anlamayı mümkün kılacak belirlenebilir bir maddi içeriğe sahip olması olduğu söylenebilir.

Bilginin içeriden öğrenilen bilgi olarak nitelendirilmesi için belli bir varlığının olması, yani ortada bilgi olarak nitelendirilebilecek verilerin var olması gerekir. Zira suç açısından failin kastı

kapsamında bilmesi gereken şeylerden birisi de bilgi niteliğindeki bu verilerdir<sup>41</sup>. Bu bağlamda öncelikle belirtilmelidir ki; öğretilerde de ifade edildiği gibi içeriden öğrenenin ticaretine konu olabilecek kesin bilgi söylentiye dayanmayan bilgidir<sup>42</sup>. Dolayısıyla bilginin söylenti, varsayım, görüş açıklaması, tahmin, ima ve beklentiye dayanmayan bu yönleri ile spekülasyondan ayrılan ve kişiye ilgili olduğu sermaye piyasası aracı üzerinde güvenilir işlem yapma imkânı sağlayan bilgi olması gerektiği açıktır<sup>43</sup>. Bu nedenle olguya dayalı olmayıp saf tahmin ve söylentilere dayanan bilgi içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilemez; bilginin objektif olgusal gerçeklere dayanması gerekir. Bu durum kesin bilginin, içeriden öğrenilen bilgiyi spekülatif bilgiden ayırmak için kullanılan bir unsur olmasının gereğidir<sup>44</sup>. Yine bilginin başka bilgilerden çıkarım yoluyla elde edilmemiş, bağımsız bir varlığa sahip olması gerektiği de bilginin kesinliğine ilişkin olarak ifade edilen bir başka husustur<sup>45</sup>.

Dolayısıyla konuya ilişkin olarak dikkat edilmesi gereken temel nokta, içeriden öğrenilen bilgiye ilişkin bu unsurun, anılan bilgiyi herhangi bir bilgiden ayırmakta kullanılan bir unsur olduğu ve her türlü bilginin suçun konusunu oluşturmasına yönelik yatırımcılara güvence oluşturduğudur. Çünkü sermaye piyasalarında yatırımcının güveninin korunması kadar yatırımcının güven içerisinde yatırım yapabileceği bir ortam yarlamak da önemlidir. Bu nedenle anılan unsurun serbest olan spekülatif bilginin kullanımını yasaklamayan; ancak yatırımcılar arasında haksız rekabete neden olabilecek olguya dayalı bilgilerin kullanımını engellemeye yönelik olduğu, bilginin gerçekleşmiş olması gibi bir zaruret bulunmadığını ifade etmek doğru olacaktır<sup>46</sup>.

41 Failin bilginin varlığı konusunda hataya düşmesi de söz konusu olabilir. Failin kastının ortadan kalkmasına neden olacak bu gibi hallerde TCK'nın suçun maddi unsurlarında hataya ilişkin 30. maddesinin 1. fıkrası uygulama alanı bulacaktır. Bu konuda bkz. ARTUK/GÖKCEN/YENİDÜNYA, 2011, s.552; ÖZGENÇ, İzzet, **Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2009, s.405.

42 HACİMAHMUTOĞLU, 2003, s.166; TURANBOY, 1990, s.56.

43 HACİMAHMUTOĞLU, 2003, s.166; TURANBOY, 1990, s.56.

44 HANNIGAN, 1997-1998, s.28, ALBELOOSHI, 2008, s.237; EBENROTH/BOUJONG/JOOST/STROHN/ GRUNDMANN, 2009, prg. VI 82.

45 Söz konusu husus Ryan/Triguboff kararında Avustralya mahkemeler tarafından belirtilmiştir. Karar için bkz. HACİMAHMUTOĞLU, 2003, s.168.

46 TURANBOY, 1990, s.45. Nitekim İngiltere'de Arif Muhammed/

38 Nitekim 2003/6 sayılı Direktifte “gerçek” yerine “kesin bilgi” tabirinin kabul edilmesinin nedeninin finansal araçların fiyatları üzerinde etkili olabilecek ancak henüz gerçekleşmemiş gelişmelerin içeriden öğrenilen bilginin kapsamı dışında kalmasını önlemek olduğu belirtilmektedir. HACİMAHMUTOĞLU, 2003, s.167.

39 ERBS/KOHLHAAS/WEHOWSKY, 2011, prg.4; MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg.205.

40 ERBS/KOHLHAAS/WEHOWSKY, 2011, prg.4; MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg.205.



Bilginin kesinlik unsuruna ilişkin olarak karşılaştırmalı hukukta, ülkemiz uygulaması açısından da faydalı olacak bazı somut tanımlamaların yapıldığı görülmektedir. Örneğin; Direktifte, bir bilginin kesin bir bilgi olarak nitelendirilebilmesi için olay ya da durumun oluşumundan çıkan ya da akla uygun düşünüldüğünde çıkabilecek olan sonuçlar içeren bir bilgi olmasının yeterli olduğu ifade edilmektedir<sup>47</sup>. İngiliz Hukukunda konuyu düzenleyen FSMA'da bir bilginin kesin olarak nitelendirilmesi için iki hususun varlığını aranmaktadır<sup>48</sup>. Buna göre;

- Koşullar bilginin varlığını gösteriyorsa ya da koşullar çerçevesinde gerçekleşeceğini beklemek makul ve mantıklıysa,
- ve ayrıca söz konusu bilgi yatırımlar ve ilgili yatırımların fiyatı üzerinde bu olay ya da koşulların olası etkisinin anlaşılmasını mümkün kılacak belirlilikteyse, bilgi kesin bilgi olarak nitelendirilir.

Dolayısıyla İngiliz hukukunda yapılan bu tanımlamada da, kesinliğin bilginin fiyat etkisini anlamayı mümkün kılacak maddi bir içeriğe sahip olması şeklinde tanımlandığını söyleyebiliriz.

Konuya ilişkin olarak yürütülecek bir ceza yarılmasında ortaya çıkabilecek bir problem bilginin kesin ya da gerçek ya da belirli bir bilgi olduğunun tespitinde yapılacak değerlendirmenin ex post ya da ex ante olarak mı yapılacağıdır<sup>49</sup>. Bu nedenle anılan hususun da üzerinde durulması yararlı olacaktır. Kanaatimizce SerPK 47/A-1'de düzenlenen suç, ancak kasten işlenebilecek bir suç olduğu için, suçun maddi konusunu oluşturan bilgiye ilişkin hususların fiilin icrasına başladığı anda failin kastının kapsamında olması gere-

kir<sup>50</sup>. Bu nedenle bilginin niteliğinin tespitinde bilginin öğrenildiği ve yatırım kararının verildiği andaki koşullar dikkate alınmalı, yani değerlendirme ex ante olarak yapılmalıdır<sup>51</sup>.

Yine konuya ilişkin olarak üzerinde durulması gereken diğer bir husus da, bilginin niteliğine ilişkin değerlendirme yapılırken sadece failin dikkate alınacağı subjektif bir değerlendirme mi yapılacağı ya da ortalama, makul bir yatırımcıyı esas alan objektif bir değerlendirmeye tabi tutulacağıdır.

Kanaatimizce konu değerlendirilirken objektif ve subjektif unsurların bir arada değerlendirilmesi daha uygun olacaktır. Zira bir bilginin kesin olması gerekliliğinin objektif bir değerlendirmenin varlığını gerektirdiği, objektif olarak ortada kesin bir bilginin bulunmadığı durumlarda işlenemez suçun söz konusu olacağı açıktır<sup>52,53</sup>. Çünkü bu suç açısından içeriden öğrenilen bilgi, kimi durumlarda suçun maddi konusu kimi durumlarda ise fiile ilişkin bir unsur durumundadır. Suçun icrası açısından varlığı zaruri olan bu aracın elverişli olduğunun kabul edilebilmesi için kesin olması ve fiyata etkili olması gerekir.

Belirtmek gerekir ki; içeriden öğrenilen bilginin ilk iki unsuru olan bilginin kaynağına ve kamuya açıklanmasına ilişkin hususlar bilgide bulunması gereken ve kastının kapsamında failce bilinmesi gerekli unsurlar olsalar da bilginin varlığı ya da kullanılabilirliği/elverişliliği üzerinde doğrudan etkiye sahip değildir. Kesinlik ve fiyata etkili olma ise suçun icrasına ilişkin olarak bilginin varlığı veya elverişliliği açısından gerekli unsurlardır. İşte bu nedenle bu unsurların objektif olarak var olmaması ya da elverişsiz olması durumunda bu bilgiye dayanarak suç işlenemeyeceğinden dolayı işlenemez suç söz konusu olur. Diğer bir ifade

FSA davasında Mahkeme, bir bağımsız finansal denetim şirketinde müdür olan Arif Muhammed'in denetimini yaptığı firmanın bir birimini satacağını öğrenmesi üzerine hisse senetlerini alıp satılan sonra satması olayında, davalının her ne kadar hisse alımı yaptığı sırada anlaşmanın gerçekleşeceğini bilmese ve detaylarından haberi olmasa da, satış sürecinin devam ettiğine dair bilgisinin olmasını, bilginin kesin olarak nitelendirilmesi için yeterli saymıştır. Dava hakkında bilgi için bkz. ALBELOOSHI, 2008, s.237.

47 CAFRITZ/GENICOT, *Memorandum*, s.4.

48 FSMA madde 118C/5.

49 Değerlendirmenin ex ante yapılması olay anındaki şartlara göre, ex post yapılması ise olayın sonrasındaki şartlara göre değerlendirilmesini ifade eder. Bu konuda bkz. KOCA, Mahmut/ÜZÜLMEZ, İlhan, *Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler*, Ankara 2010, s. 265. Ayrıca hareketin elverişliliği açısından değerlendirmenin ex ante olarak yapılması gerektiği konusunda bkz. SÖZÜER, Adem, *Suç Teşebbüs*, İstanbul 1994, s.187.

50 ZAFER, Hamide, *Ceza Hukuku Genel Hükümler*, İstanbul 2011, s.212; ARTUK/GÖKÇEN/YENİDÜNYA, 2011, s.337; ÖZGENÇ, 2009, s.229.

51 Aynı görüşte MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg.208.

52 İşlenemez suç konusunda bkz. ALACAKAPTAN, Uğur, *İşlenemez Suç*, Ankara, s.61 vd.; SÖZÜER, Adem, *Suç Teşebbüs*, İstanbul 1994, s.187; SOYASLAN, Doğan, *Ceza Hukuku Genel Hükümler*, Ankara 2005, s.301 vd. ZAFER, 2011, s.369; ARTUK/GÖKÇEN/YENİDÜNYA, 2011, s.616; HAKERİ, Hakan, *Ceza Hukuku Genel Hükümler*, Ankara 2011, s.431; İPEKÇİOĞLU, Pervin Aksoy, *Türk Ceza Hukukunda Suç Teşebbüs*, Ankara 2009, s.93

53 Elverişlilik incelemesinin objektif olarak yapılması gerekliliği konusunda bkz. SÖZÜER, 1994, s.186, 187; Objektif ve subjektif görüşlerin birlikte kullanılması gerekliliği görüşünde HAKERİ, 2011, s.397.

ile bu durumda yatırımcı bu bilgiye dayanarak yatırım işlemi yapmış olsa bile suçun işlenmiş olması mümkün değildir. Zira TCK'nın 35. maddesinde, elverişsiz (elverişli olmayan) teşebbüs, mefruz suç olarak da adlandırılan<sup>54</sup> bu gibi hallerde failin cezalandırılmasına ilişkin bir düzenleme yapılmadığından faile ceza verilmesi mümkün değildir. Yine işlenemez suç hareketin elverişli olmaması yanında maddi konunun yokluğu halinde de söz konusu olduğundan<sup>55</sup> yukarıda yaptığımız açıklamalar içeriden öğrenilen bilginin suçun maddi konusunu oluşturduğunun kabul edilmesi hali için de geçerli olmaktadır.

Sonuç olarak suçun maddi konusunun veya hareketin elverişliliğinin objektif varlığı, suçun objektif isnadiyeti açısından zaruri olduğundan, bilginin söz konusu özelliğine ilişkin objektif bir değerlendirme yapılması kanaatimizce zaruridir.

Bunun yanında bizce araştırma yapılırken sadece objektif bir inceleme ile yetinilmemelidir. Bu çerçevede fail açısından bilginin yatırım yapılabilir kesinlikte bir bilgi olup olmadığına yönelik bir değerlendirme, failin subjektif özellikleri göz önüne alınmadan yapılamayacağından, değerlendirme yapılırken mutlaka failin subjektif özelliklerinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Zira doğaldır ki; uzman bir yatırımcı için kesin nitelikte olan bir bilgi tecrübesiz ve deneyimsiz bir yatırımcı için, kesin nitelikte olmayabilir<sup>56</sup>. Somut olayda failin kastının, özellikle bilme unsurunun gerçekleşip gerçekleşmediğinin tespiti açısından ise, failin subjektif özelliklerinin de dikkate alınması zaruridir. Bu nedenlerle bilginin kesinliği değerlendirilirken kanaatimizce bilginin değerlendirilmesi ve

anamlı sonuçlar çıkarılması, kişinin şahsi özelliklerinden ayrılamayacağından ve bilginin niteliklerine ilişkin objektif bir incelemede elverişlilik açısından gerekli olduğundan hem objektif hem de subjektif değerlendirme yapılması daha doğru olacaktır.

Bu noktada, bir bilginin kesin bir bilgi olup olmadığı incelenirken güvenilirliğinin incelenmesinin gerekeceğini de belirtmek gerekir. Zira bir bilginin kesin veya gerçek olması güvenilirliğinden ayrı olarak düşünülemez<sup>57</sup>. Bir bilginin güvenilirliği ise elde edildiği kaynağın güvenilir olması ve/veya maddi olgulara dayanıyor olması durumunda kesin bir bilgi olarak nitelendirilebilecektir. Bu nedenle de bir bilginin içeriden öğrenilen ticareti suçunun konusunu oluşturup oluşturmadığının tespitinde elde edilen bilginin hangi kaynaktan öğrenildiği de önem taşır<sup>58</sup>. Söz konusu bilgi ile doğrudan temas edilerek öğrenildiği durumlarda, bilginin kesin ve belirli bir bilgi olduğuna şüphe bulunmamaktadır. Örneğin; bir enerji şirketinin bulduğu büyük miktarda rezervin sondaj işlerini yürüten teknik personelin durumu böyledir. Bilginin dolaylı öğrenilmesi halinde ise güvenilirliğin tespitinde, bilginin öğrenildiği kişi ile öğrenenin şahsi ilişkisi, bilgiyi aktaran kişinin bilgiyi doğrudan kaynağından öğrenip öğrenmediği veya bilginin ne şekilde öğrenildiği ile maddi bulgulara dayanıp dayanmadığı gibi hususlar önem kazancaktır<sup>59</sup>.

#### 1.2.4. Fiyata Etkili Olma

Bir bilginin içeriden öğrenenin ticaretinin konusunu oluşturabilmesi için, bir menfaat sağlamak amacıyla kullanılabilmesi, böylelikle kişiye mameleki bir yarar sağlaması veya zarara uğramasına engel olması gerekmektedir. Böylesi bir sonuçta ise ancak ve ancak söz konusu sermaye piyasası aracının piyasa fiyatı üzerinde etkili olabilecek bir bilgi ile ulaşılabilir. SerPK 47/A-1'de, bilginin bu özelliği "*sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek*" bilgi şeklinde ifade edilmiştir. Dolayısıyla anılan suç bağlamında içeriden öğrenilen bilginin dördüncü ve son unsuru menkul kıymetin fiyatı üzerine etkili olmasıdır<sup>60</sup>. Öğretide bu

54 SOYASLAN, 2005, s.301 vd.; HAFIZOĞULLARI/ÖZEN, 2011, s.340.

55 ZAFER, 2011, s.369; SOYASLAN, s. 301; HAFIZOĞULLARI, Zeki/ÖZEN, Muharrem, **Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2011, s.340; İPEKÇİOĞLU, 2009, s.93.

56 Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/Grundmann'ın da belirttiği üzere (prg. VI83), sermaye piyasalarında sadece içeriden öğrenenin uzman yatırımcıya karşı değil uzman yatırımcının da bireysel yatırımcıya karşı üstünlüğü bulunmaktadır. Bilginin kamuya açıklığı fırsat eşitliğini bozabilecek bu üstünlüğü eşitliğe çevirmektedir. Durum böyle olunca bilginin kesinliğinin aranmasının yeterli görülmesi ve gerçek olmasının aranmadığı bir sistemde bilginin kesinlik ve fiyata etkililiğinin değerlendirilmesinde uzman yatırımcının maddi ve bireysel yatırımcıya karşı bir üstünlüğünün bulunacağı açıktır. Bizce bu nedenle objektif değerlendirmenin yanında subjektif değerlendirme yapılması zaruridir. Yine suçun manevi unsuru bağlamında subjektif isnadiyetin gerçekleşmesi gerekliliği de böylesi bir değerlendirmeyi gerekli kılmaktadır.

57 CUNLIFFE, **Materiality**, s.6.

58 TURANBOY, 1990, s.55.

59 TURANBOY, 1990, s.56; CUNLIFFE, **Materiality**, s.6-8.

60 ALBELOOSHI, 2008, s.241; TEZCANLI, Meral Varış, **İçeriden**

unsurun içeriden öğrenilen bilginin varlığına ilişkin sınırlayıcı bir kriter ortaya koyduğu ve bir bilginin içeriden öğrenilen bilgi olup olmadığının tespitinde belirleyici role sahip olduğu belirtilmektedir<sup>61</sup>

Bilginin fiyata etkili olması, hukukumuzda olduğu gibi karşılaştırmalı hukukta da kabul edilmiş bir ilkedir. Kavram Direktifte, kamuya açıklanmış olsaydı fiyatlar üzerinde önemli etkiye sahip olacak bilgi (significant effect on the price) olarak ifade edilmiştir<sup>62</sup>. Anılan unsurun İngiliz hukukunda da aynı şekilde ifade edildiği görülmektedir<sup>63</sup>. Alman hukukunda da bu unsuru ifade için benzer bir anlamı olan "eignung zur erheblichen preisbeeinflussung" kavramı kullanılmaktadır<sup>64</sup>. Unsur Amerikan hukukunda ise, "material information" olarak adlandırılmaktadır<sup>65</sup>. Karşılaştırmalı hukukta yer verilen bu kavramlarda ortak olan husus, bilginin fiyat üzerinde değişiklik yaratıcı bir etkiye sahip olmasının yanında bu değişikliğin "önemli" olarak nitelendirilebilecek bir etki olması gerektirir. Ancak önemlilik etkisinin hukukumuzda aranması bir öge olmadığını belirtmek gerekir<sup>66</sup>.

Öncelikle belirtmek gerekir ki; bilginin fiyata etkili olması, içeriden öğrenilen bilginin ispatı açısından en fazla zorluk yaratan unsurdur. Zira içeriden öğrenilen bir bilgi kamuya açıklanmadığı için, menkul kıymetlerin fiyatları üzerindeki gerçek etkisini henüz göstermemekte ve bu durum bilginin fiyat etkisini tespit etmeyi oldukça zorlaştırmaktadır<sup>67</sup>. Bu nedenle öğretide ve mahkeme kararlarında söz konusu unsura yönelik bazı ölçüt ve kriterler geliştirilmeye çalışılmıştır.

Bu konuda ilk olarak Amerikan Yüksek Mahkemesinin Shapiro kararında da değindiği gibi,

**Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul 1996, s.12.

61 HACİMAHMUTOĞLU, 2003, s.174.

62 Direktif m. 1.

63 CJA, m.56/1-d.

64 WpHG, m.13

65 HAZEN/RATNER, 2006, s.168; BAINBRIDGE, **Insider Trading**, s.34. Ancak material information kavramı bilginin fiyata etkililiğinin yanı sıra kesinliğini de ifade etmektedir. Material information kavramının ayrıntılı incelemesi için bkz. CUNLIFFE, **Materiality**, s.21 vd. ALBELOOSHI, 2008, s.235 vd.

66 Yeni SerPK taslağında suçun oluşması için maddi menfaat elde edilmesi yerine bizce hatalı olarak menfaat elde edilmesi yeterli görülmüştür. Böylesi bir durum suçun uygulama alanını oldukça genişletecektir.

67 HACİMAHMUTOĞLU, 2003, s.175.

bilginin fiyata etkili olması bağlamında, her olayın kendi şartları içerisinde değerlendirilmesi gerektiği belirtilmektedir<sup>68</sup>. Yine belirtilen bir başka husus, bilginin fiyatlara gerçekten etki etmiş olmasının gerekmediği, etki etme yeteneğinde olmasının yeterli olduğudur<sup>69</sup>. Buna göre fiyata etki etme yeteneği bulunan bir bilgi, gerçeğe dönüşmediği için veya başka bir sebeple sermaye piyasası aracının üzerinde fiyat etkisi göstermese bile içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilecektir.

Fiyat etkisinin ispatına ilişkin olarak üzerinde durulan bir diğer husus ise, bilginin fiyata etkili olmasında bilginin kamuya açıklanmasının ardından menkul kıymetin fiyatında yaşanacak yüzdesel değişim oranının anılan değerlendirmede dikkate alınıp alınmayacağı olmuştur. Her menkul kıymetin fiyat değişkenliğinin kendine özgü koşullar sonucunda oluştuğu kabul edildiğinden bu soruya genellikle olumsuz yanıt verilmekte, bu nedenle de bilginin fiyat üzerinde meydana getirdiği yüzdesel değişim, bilginin fiyata etkili olup olmadığını ispat açısından tek başına önem taşımadığı ifade edilmektedir<sup>70</sup>. Örneğin ABD'de SEC/Bausch&Lomb davasında davaya bakan mahkeme, içeriden öğrenilen bilginin kamuya açıklanması üzerine, ilgili ortaklığın hisse fiyatında 113/4'lük düşüş meydana gelmesine rağmen, fiyatlara ilişkin bu durumun geçmişte de sıkça görüldüğü gerekçesiyle fiyat etkisi olarak kabul etmemiştir<sup>71</sup>.

Ancak konuya ilişkin temel nokta, bilginin fiyata etkililiğinin değerlendirilmesinde ölçüt olarak kimin ve hangi zaman diliminin esas alınacağı ayrıca böyle bir değerlendirmenin objektif

68 MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg.208; BAKKALCI, 2007, s.78.

69 HANNIGAN, 1997-1998, s.28; MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg.208.

70 HANNIGAN, 1997-1998, s.28 ve orada bahsedilen Alman Federal Menkul Kıymet denetim kurulunun açıklaması. Sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebileceği için göz önünde bulundurulması gereken diğer hususlar olarak, piyasanın hacmi, arz, talep, araçlar arası fiyat ilişkileri gösterilmektedir. Bu konuda bkz. CAFRITZ/GENICOT, **Memorandum**, s.5.

71 HACİMAHMUTOĞLU, 2003, s. 175. Bu konuda Comission/Texas Gulf Sulfur davasında Mahkeme bilginin fiyata etkililiğini değerlendirirken piyasa beklentilerine uygun olağan bilgilerin içeriden öğrenenin ticareti bağlamında bir fiyat etkisi yaratmayacağı, fiyat etkisinin kaynağının bilginin olağandışı olması durumunda söz konusu olacağını belirtmiştir. Karar için bkz. TURANBOY, 1990, s.49. Kanaatimizce bu ölçüt tüm olaylarda olmasa da uyumsuzluk konusu çoğu olayda bilginin fiyat etkisini ölçmekte kullanılabilecek niteliktedir.

ölçütlere göre mi yoksa subjektif ölçütlere göre mi yapılacağıdır. Bu çerçevede karşılaştırılabilir hukukta bir menkul kıymetin sermaye piyasasındaki oluşumu ve bir bilginin bunun üzerindeki fiyat etkisi kişilerin düşüncelerinden bağımsız olduğundan, değerlendirme yapılırken objektif bir değerlendirme yapılması gerektiği belirtilmektedir<sup>72</sup>. Yine fiyata etkililik değerlendirilmesi yapılırken ölçüt olarak makul bir yatırımcının ( reasonable investor) esas alınması gerektiği öne sürülmektedir<sup>73</sup>. Buna göre fiyata önemli etkisi olan bilgi; makul bir yatırımcının, menkul kıymet yatırımı yaparken, alım ya da satım kararı vermesinde dikkate aldığı bilgidir<sup>74</sup>. Dolayısıyla bir bilginin fiyata etkililiğinde önemli olan, söz konusu bilginin yatırımcının yatırım kararı almasında etkili olmasıdır. Bu hususun ispatında dikkate alınacak nokta ise, yatırımcının sadece o bilgiye dayanarak mı işlem yaptığı yoksa, yatırım kararını etkileyen başka verilerin de bulunup bulunmadığıdır<sup>75</sup>. Bunlara ilave olarak fiyata etkililiğe ilişkin olarak yapılacak değerlendirmenin ex ante olarak yapılması gerektiği de belirtilmektedir.

Belirtilen hususların hukukumuz açısından incelenmesi yararlı olacaktır. Öncelikle değerlendirmenin ex ante olarak mı yoksa ex post olarak mı yapılacağını ele almak gerekir. Bu konuya kanunumuzdaki düzenleme açısından baktığımızda, SerPK 47/1-a açısından fiyata etkililik noktasında önem taşıyan husus, yatırımcının edindiği bilginin fiyata etkili olacağını düşünerek yaptığı kar etmek ya da zarar etmektan kurtulmak amacıyla hareket etmiş olmasıdır. Bu noktada önemli olan, failin bilgiye yönelik ex ante değerlendirmesi ve bunun ortaya çıkardığı sonuç olmalıdır. Bunun dışında bilginin fiyata etkililiği açısından yüzdesel değişimlere

bağlı olarak yapılacak ex post değerlendirme suçun oluşumu değil, diğer etkenlerin de dikkate alınması şartıyla, bilginin fiyata etkili olduğunun ispatı açısından belli bir anlamı olacaktır.

Ayrıca bu konuda yapılacak ex post bir değerlendirmenin failin kastının tespiti açısından yeterli olmayacağını belirtmek gerekir. Zira failin kasten hareket etmesi için bilginin "sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek" bilgi olduğunun fail tarafından iradi hareketinin başlangıcında bilinmelidir. Oysa ki; bilginin kamuya açıklanması üzerine yapılacak ex post bir değerlendirme sadece bilginin fiyata etki edip etmediğini gösterebilir<sup>76</sup>. Dolayısıyla failin kastının ispatı açısından tam bir bilgi vermez. Bu nedenle kanaatimizce bir maksat suçu olan ve özel kast<sup>77</sup> ile işlenebilen anılan suça ilişkin olarak failin kastının tespiti için, failin subjektif özelliklerini de dikkate alan ex ante bir inceleme yapılması zaruridir<sup>78</sup>. Dolayısıyla bilginin fiyata etkili olup olmadığına ilişkin değerlendirmenin ex ante olarak yapılması gerektiği kanaatindeyiz.

İkinci olarak değerlendirmenin makul yatırımcı esas alarak yapılması gerektiği yönünde karşılaştırmalı hukukta öne sürülen görüşlerin tam olarak isabetli olmadığını ifade etmek gerekir. Zira öncelikle belirtmek gerekir ki; suçun manevi unsuru bağlamında subjektif değerlendirme de yapılması gerekeceğine ilişkin olarak bilginin kesinlik unsuru açısından ileri sürdüğümüz gerekçeler bu unsur açısından da geçerlidir. Buna göre bir bilginin herhangi bir yatırımcının kararını etkileyip etkilemeyeceğinin, o kişinin subjektif özellikleri dikkate alınmadan değerlendirilemez. Ayrıca büyük bir ihtimalle sermaye piyasalarının sınırlı bir kesime hitap ettiği dönemlerin bir ürünü olan

72 HANNIGAN, 1997-1998, s.28; CUNLIFFE, **Materiality**, s.11.

73 Slaughter and May, 2011, s.17; TURANBOY, 1990, s.48. Avustralya'da fiyata etkililiğin belirlenmesi konusunda makul yatırımcı ölçütünün kullanılması 2001 tarihli Corporations Act (Sermaye Şirketleri Yasası)'ın 1042. maddesi ile kanuni olarak kabul edilmiştir. Söz konusu düzenlemeye göre makul yatırımcı, finansal araçlara yaygın olarak yatırım yapan kimseleri ifade etmektedir. Bu konuda bkz. CUNLIFFE, **Materiality**, s.11-12. Alman hukukunda da herhangi bir yatırımcı değil uzman yatırımcının esas alınması şeklinde benzeri bir yaklaşım söz konusudur. MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg.208.

74 HACIMAHMUTOĞLU, 2003, s.176; Slaughter and May, 2011, s.17; . CUNLIFFE, **Materiality**, s.11-12.

75 HACIMAHMUTOĞLU, 2003, s.176.

76 Bilginin kamuya açıklandığında ortaya çıkan gerçek fiyat etkisinin soruşturmada ihlale yönelik bir gösterge oluşturacağı konusunda bkz. CAFRITZ/GENICOT, **Memorandum**, s.5.

77 Ceza hukukunda kastın isteme unsuru konusu tartışmalıdır. Bilme (tasavvur) teorileri kastın isteme unsurunun olmadığını savunurken irade teorileri ise kastın bilme ve isteme olmak üzere iki unsurdan oluştuğu kanaatindedir. Ancak her iki görüşte maksat suçlarında istemenin kastın bir unsuru olduğu konusunda hemfikir. Bu konuda bkz. ARTUK/GÖKÇEN/YENİDÜNYA, 2011, s.322 vd.; ZAFER, 2011, s.211; KOCA/ÜZÜLMEZ, 2010, s.187. Dolayısıyla bu suç açısından failin maddi menfaat elde etmeyi isteyerek hareket etmiş olması gerekir.

78 İncelemenin uzman yatırımcı dikkate alınarak ex ante olarak yapılması görüşünde MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg.208. EBENROTH/BOUJONG/JOOST/STROHN/ GRUNDMANN, 2009, prg.VI88. Ayrıca EVİK/EVİK, 2005, s.46.

makul yatırımcı kriteri belirlilikten ve objektiflikten yoksundur. Bu nedenle suçun subjektif isnadiyeti ile de bağdaşmayacak böylesi belirsiz bir kriterle başvurulmasından faili esas alan subjektif bir değerlendirme yapılmasının daha doğru olacaktır. Dolayısıyla bilginin fiyat etkisine yönelik olarak yapılacak bir değerlendirmenin subjektif ve ex ante bir değerlendirme şeklinde yapılmasına taraftarız. Bu noktada objektif bir değerlendirmeye ancak suçun işlenemez suç niteliğinde olup olmadığının belirlenmesi açısından başvurulması doğru olacaktır<sup>79</sup>.

Bahsettiğimiz bu hususları maddeler halinde ifade edersek;

- Bir bilginin fiyata etkililiğinde önemli olan, söz konusu bilginin yatırımcının yatırım kararı almasında etkili olmasıdır. Bu hususun ispatında dikkate alınacak nokta ise, yatırımcının sadece o bilgiye dayanarak mı işlem yaptığı yoksa, yatırım kararını etkileyen başka verilerin de bulunup bulunmadığıdır<sup>80</sup>. Diğer bir deyişle, içeriden öğrendiği bilgi yatırımcının yatırım kararını almasında nedensellik bağı içerisinde olmazsa olmaz bir etki yaratmışsa; yani o bilgiyi öğrenmeseydi yatırım kararını almaya caktıysa, bu bilginin yatırımcı açısından fiyat etkisine sahip bir bilgi olduğunun kabul edilmesi yerinde olacaktır. Zira içsel bilginin öğrenen yatırımcının yatırım kararı almasına neden olan özelliği, fiyata etkililik özelliğidir. Bu nedenle bilginin yatırımcıya göre fiyata etkili bir bilgi olup olmadığı, yatırım kararına sebep olması ile anlaşılabilir.
- Bilginin fiyata etkililiği değerlendirmesi yapılırken "makul yatırımcı" şeklinde önerilen objektif değerlendirmenin yanı sıra ve öncelikle bizzat yatırım kararı alan kişinin dikkate alınmalı, yani objektif ve subjektif ölçütler bir arada kullanılmalıdır. Zira fiyata etkililik suçun kanuni tanımında bulunduğundan fiilin icrasına başladığında failin kastının kapsamına dâhil olması gerekmektedir. Bu da failin kastının değerlendirilmesi failin subjektif özelliklerini de dikkate alan ex ante bir değerlendirmeyi zorunlu kılar. Makul bir yatırımcıyı esas alan ex post bir değerlendirme ise özellikle maddi

konunun elverişliliği açısından yardımcı bir işlev görebilir<sup>81</sup>.

- Dolayısıyla bilginin fiyata etkililik unsuru açısından objektif ve subjektif unsurların birlikte kullanıldığı ikili bir değerlendirme yapılarak sonuca ulaşılması uygun olacaktır. Öncelikle bilgi objektif olarak fiyata etki edebilecek bir bilgi midir? Eğer bu soruya verilen cevap olumsuz ise, ortada işlenemez suç bulunmadır, suç oluşmaz. Zira suçun aracı konumunda olan bilginin unsurlarındaki eksiklik araçta elverişsizlik anlamına gelmektedir. Eğer verilen cevap olumlu ise, bu bilginin yatırımcının yaptığı subjektif değerlendirme sonucunda vardığı yatırım kararının sebebi olup olmadığına bakılmalıdır. Eğer objektif olarak fiyata etkili olabilecek bu bilgi yatırım kararının sebebini oluşturmuşsa, failin bu konudaki kastının var olduğu anlamına gelir. Bu konunun ispatında dikkate alınacak bir husus, yatırımcının sadece o bilgiye dayanarak mı işlem yaptığı, yoksa yatırım kararının başka verilerin etkisiyle mi alındığıdır.
- Kanunumuzdaki düzenleme gereğince yatırımcının somut olayda fırsat eşitliğine aykırı olarak suçun netice unsurunu oluşturan maddi yararı (kar etme ya da zarardan kaçınma) elde edip etmediği ise, suçun tamamlanıp tamamlanmadığı ile ilgilidir. Bu nedenle suçun oluşumu üzerinde belirleyici bir rolü bulunmamaktadır. Suç SerPK 47/1-A'da zarar suçu olarak düzenlenmiştir<sup>82</sup>. Bu nedenle suçun oluşması için sadece belli bir saikle hareket etmenin yeterli sayılmayıp mameleki yarar sağlamak veya zarardan kaçınmak şeklinde görülen neticenin de gerçekleşmesinin arandığı için fiyata etki etme yeteneği bulunan bilginin fiyata etki etmediği durumlarda suç teşebbüs aşamasında kalmış olacaktır<sup>83</sup>.

79 Bu konudaki açıklamalar için çalışmanın ondört ve onbeşinci sayfalarına bakılabilir.

80 HACİMAHMUTOĞLU, 2003, s.176.

81 Alman hukukunda bilginin fiyata etkililiğinin tespiti açısından iki aşamalı bir inceleme önerilmektedir. Buna göre ilk adımda işlemin gerçekleştiği andaki koşulları dikkate alan ex ante bir değerlendirme ile bilginin fiyata etki etme potansiyelinin bulunup bulunmadığı genel tecrübeye göre değerlendirilmelidir. Değerlendirme anında artık mevcut olan bilgiler dâhil olmak üzere somut olarak öngörülebilir durumlar değerlendirmeye ikinci aşamada dâhil edilmelidir. MÜLLER/RÖDDER/GÖCKELER, 2009, prg.208, 209.

82 EVİK/EVİK, 2005, s.49.

83 EVİK/EVİK, 2005, s.49.

## 2. İçeriden Öğrenenler ve İşlem Yasakları

### 2.1. İçeriden Öğrenenler ve Birincil - İkincil Öğrenen Ayrımı

İçeriden öğrenen (insider) kavramı, yukarıda unsurları açıklanan içeriden öğrenilen bilgiye sahip olan kişileri ifade etmektedir. Bu kişiler bilgiyi maddi menfaat amacıyla kullanması durumunda suçun faili olmaktadır<sup>84</sup>. Suç herkes tarafından işlenebilen bir suç olduğu için herkes bu suçun faili olabilir<sup>85</sup>. Ancak bilgiyi içeriden öğrenen kişi bilgiyi kullanmadığı ya da iştirak ilişkisi içerisinde kullanılmak üzere aktarmadığı sürece suçun faili olmaz. Yine TCK m.20 gereğince tüzel kişiler bu suçun faili olamazlar.

Kavram, Anglo - Amerikan ve Kara Avrupası hukuk sistemlerinde bazı ayrımlara tabi tutulmaktadır. Amerikan hukukunda içeriden öğrenenler geleneksel (traditional) ve çağdaş (Access) öğrenenler diye ikiye ayrılmaktadır<sup>86</sup>. Yine bu kişilerden bilgiyi şirketle arasındaki güvene dayalı bir ilişki (fiduciary relationship) aracılığıyla öğrenenler Tipper ve bilgiyi bu kişilerden öğrenenler de Tippee olarak anılmaktadır<sup>87</sup>.

Buna karşın Kara Avrupası hukukunda, Direktifte açıkça yazılı olmasa da, öğretide genel olarak birincil (primary) ve ikincil (secondary) öğrenenler olarak ikiye ayrılarak incelenmektedir<sup>88</sup>. Bu ayrım içerisinde birincil öğrenen kavramı, içeriden öğrenilen bilgiyi görevi ya da statüsü ile bağlantılı olarak doğrudan kaynağından öğrenen kişilerle ifade etmek için kullanılmaktadır.

Bu kişilerin ortak özelliği bilgiyi doğrudan öğrenmiş olmalarıdır. İkincil öğrenenler ise, bilgi ile doğrudan olmasa da, kamuya açıklanmadan önce bir şekilde öğrenen kişileri ifade etmektedir<sup>89</sup>. Dolayısıyla bu ayrımının temelini içsel bilginin bir görevin icrasıyla bağlantılı olarak doğrudan bilgi ile temas edilerek öğrenilip öğrenilmediği oluşturmaktadır.

Ayrımı bir örnek üzerinden açıklarsak; bir şirket denetçisi, şirketin mali durumuna ilişkin bilgilere doğrudan erişim imkânına sahiptir. Zira bu kişi şirketin mali durumuna ilişkin denetim görevinin icrası sırasında, şirketin mali durumuna ilişkin bilgileri (örneğin; halka açıklanmamış şirket bilançosu) öğrenmesi durumunda bilgiyi doğrudan, kaynağı ile temas ederek öğrenmektedir. Bu nedenle de birincil öğrenendir. Ancak aynı denetçinin bilgiyi denetim ekibindeki bir başka arkadaşından duyması durumunda denetçi ikincil öğrenen olur. Denetçinin bu bilgiyi tanıdığı bir yatırımcıya konuşma sırasında aktarması durumunda da yatırımcı, bilgiyi doğrudan kaynağından almayıp bir başkası kanalıyla öğrendiğinden ikincil öğrenen olmaktadır. Yine şirketin tahminlerin üzerinde kâr ettiğini kamuya açıklanmadan öğrenen bir yönetim kurulu üyesi, bu bilgiyi aracısız olarak, şirket bilançolarından doğrudan doğruya öğrendiği için birincil öğrenen olur. Ancak bu bilgiyi söz konusu kişinin telefonla konuşması sırasında duyan şoför, bilgiyi başka bir kişi kanalıyla öğrendiği için ikincil öğrenendir.

### 2.2. Birincil Öğrenenler

Birincil öğrenen kavramı içsel bilgiyi bir görevin icrası sırasında öğrenen kişileri ifade etmektedir. Bu konuda özellikle dikkat edilmesi gereken nokta Direktifte açıkça böylesi bir tanımlama yapılmamış olduğudur. Ancak içsel bilgiye sahip olan kişilerin konumlarına göre farklı yasaklamalara muhatap olmaları öğretide böylesi bir ayrımın yapılmasına neden olmuştur.

Bu ayrım içerisinde Direktifin 2. maddesinde sayılan:

- İhraççı şirketin idare, yönetim veya denetim organlarında çalışanlar,
- İhraççı şirketin sermayedarları,
- İhraççı şirkete ilişkin bilgilere işi, mesleği veya görevi gereği sahip olanlar,

84 SerPK m.47A-1'de düzenlenen içeriden öğrenenin ticareti suçunun faili konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. EVİK/EVİK, **2005**, s.37 vd.; TACİR, **2006**, s.95 vd.

85 TACİR, **2006**, s.95.

86 ALBELOOSHI, **2008**, s.207.

87 Black Law Dictionary, s.1276; HANNIGAN, **1997-1998**, s. 22; ENGLE, **2010**, s.8. Bu ayrım içerisinde bir Tipper'in sorumluluğunun dayanağını şirket hissedarlarına karşı güven ilişkisini ihlal etmesi oluşturmaktadır. Ancak bunun yanında güven ilişkisinin ihlali nedeniyle doğrudan veya dolaylı menfaat elde etmesi de aranmaktadır. Tippee'nin sorumluluğu ise farklı kararlarda farklı şekilde yorumlanmıştır. Bugün Amerikan hukukunda konu misappropriation teorisi çerçevesinde ele alınmaktadır.

88 İSFEN, **2004**, s.502; GENICOT, Victor F., "The Insiders: A Look At The Comprehensive And Potentially Unnecessary Regulatory Approaches To Insider Trading in Germany and The United States", Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review, Vol.23, Issue 3, May 2001, s.470; ALBELOOSHI, **2008**, s. 207. Yeni SerPK taslağında da, bilgi suiistimali başlığı ile düzenlenen içeriden öğrenenlerin ticareti suçuna ilişkin düzenlemede bu ayrımı temel alan bir yaklaşım sergilenmiştir.

89 GENICOT, **2001**, s.470; ALBELOOSHI, **2008**, s.207

- Suça dayalı faaliyetler sonucunda bilgiyi öğrenenler<sup>90</sup>,
- Anılan kişiler (örneğin ihraççının sermayedarı) bir tüzelkişilik ise bu tüzelkişilik hesabına işlemin yapılması kararına katılan gerçek kişiler, birincil öğrenen olarak kabul edilmektedir<sup>91</sup>.

Direktif bu kişileri, 2. maddenin 1. fıkrası ile 3. maddede sayılan yasaklardan sorumlu tutmuştur. Bunun dışında Direktif 2. maddesinin 1. fıkrasında sadece anılan kişileri saymakla yetinmemiş, ayrıca 6. maddesinin 3. ve 10. fıkrası ile üye devletlere, ihraççıların içeriden bilgiye erişim imkânı olan bu gibi kişilerin bir listesini hazırlaması ve belli aralıklarla bu listeyi güncellemesini sağlama yükümlülüğü de yüklemiştir.

Türk Hukukunda ise, SerPK 47/A-1'de bu suçun faili olarak; *"Bu fiilli işleyen 11 inci madde kapsamındaki ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler"* gösterilmiştir. Dolayısıyla SerPK'da da içeriden öğrenenler sınırlamaya tabi tutulmaksızın sayılmış, diğer bir söyleyişle suç, herkes tarafından işlenebilen bir suç olarak düzenlenmiştir<sup>92</sup>. Ancak bu sayım sırasında bilgiyi görev ilişkisi nedeniyle öğrenilecek kişiler maddede ayrıca belirtilmiştir. Bu durum, hiç kuşkusuz, bilgiyi bir ilk öğrenen bulmaksızın içeriden öğrenenin ticareti suçunun oluşamayacak olmasının bir sonucudur. Dolayısıyla içeriden öğrenenin ticareti her ne kadar herkes tarafından işlenebilen bir suç olsa da bilgi ile doğrudan ilişkisi olanlar suçun işlenebilmesi açısından özel bir konuma sahiptirler. Bu nedenle birincil öğrenenlerin incelenmesi yararlı olacaktır.

90 İçeriden öğrenenlerin sınıflandırılmasında kişi bazlı ve bilgi bazlı olmak üzere iki farklı yaklaşım bulunmaktadır. İçeriden öğrenenlerin birincil ve ikincil olarak ayrılması kişi temelli yaklaşıma dayanmaktadır. Bu ayırım içerisinde bilginin suça dayalı faaliyeti sonucunda öğrenilmesi bilgi bazlı bir yaklaşım olup klasik birincil ikincil öğrenen sınıflandırılmasında yer verilmeyen bir durumdur. Ancak organize suç örgütleri ve terörizm ile mücadelenin finansal gereği olarak bu grup birincil öğrenenler arasında sayılmaya başlanmıştır. Bkz. ALBELOOSHI, **2008**, s.205-209.

91 İSFEN, **2004**, s.502; ALBELOOSHI, **2008**, s.205.

92 TACİR, **2006**, s.95.

### 2.2.1. İhraççı Şirketin İdare, Yönetim ve Denetim Kurullarında Çalışanlar

Birincil öğrenenlerin ilk kısmını menkul kıymeti ihraç eden şirketin idare, yönetim ve denetim organlarında çalışanlar oluşturmaktadır. Bu kişiler, içinde çalışmaları nedeniyle şirkete ilişkin hemen hemen bütün bilgilere doğrudan erişim imkânına sahip oldukları için birincil öğrenen kavramının içerisinde yer almaktadırlar. Ayrıca şirket ile aralarında bulunan güven ilişkisi nedeniyle birincil öğrenen olarak nitelendirilmeleri için bilgiyi görevlerinin icrası ile öğrenmiş olmaları gerekmez. Söz konusu statü içerisinde öğrenmiş olmaları yeterlidir<sup>93</sup>.

Direktifte sayılan bu organların bazılarının Türk Anonim Şirketler hukuku açısından bire bir karşılığı bulunmadığını belirtmek gerekir. Zira yürürlükten kalkan 6762 sayılı Ticaret Kanuna göre<sup>94</sup>, bir anonim şirkette bulunması gereken zorunlu organlar genel kurul, yönetim kurulu ve denetçi/denetçilerdi. 6102 sayılı yeni Ticaret Kanunu<sup>95</sup> ise, şirket faaliyetlerinin denetiminin, şirket içi denetçi/denetçiler tarafından değil, şirket dışı bağımsız denetim kuruluşları veya mesleği denetçilik olan serbest muhasebeci mali müşavirler ya da yeminli mali müşavirler tarafından yapılması esasını benimsemiştir (YTTK m. 400). Kanunun genel gerekçesinde de denetçilerin anonim şirketin organı olmaktan çıkarıldığı açıkça belirtilmiştir. Dolayısıyla Yeni Kanun, anonim şirketler açısından genel kurul ve yönetim kurulu olmak üzere iki adet zorunlu organ belirlemiştir. Bu nedenle Direktifte belirtilen denetim organının hukukumuz açısından bu grupta sayılması mümkün değildir. Kanunun bu düzenlemesine göre anonim şirketin denetimini bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde dışarıdan gerçekleştirecek olan denetçiler hukukumuzda işi, mesleği ve görevi nedeniyle bilgiye ulaşabilecek birincil insiderlar arasında yer alacaklardır.

Ayrıca Kanun anonim ortaklıklar için bir idare kurulu da öngörmemiştir. Dolayısıyla bu hükmün de hukukumuz açısından doğrudan uygulanabilirliği bulunmamaktadır. Buna karşın yeni TTK

93 ALBELOOSHI, **2008**, s.214.

94 09.07.1956 tarih ve 9353 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

95 14.02.2011 tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

320/2. maddesi gereğince seçilebilecek şirket müdürleri bu gruba gireceklerdir.

### 2.2.2. İhraççı Şirketin Hissedarları

Birincil öğrenen kavramı içerisinde yer alan diğer bir grubu menkul kıymeti ihraç eden şirketin hissedarları oluşturmaktadır. Şirket hissedarları da ilk grupta yer alan kişiler gibi konumları gereği şirkete ilişkin bilgilere kamuya açıklanmadan önce bizzat ulaşma imkânına sahip oldukları için birincil öğrenen olarak kabul edilmektedir. Ayrıca Direktifte, bunun için hissedarın sahip olunması gereken hissenin oranına ilişkin herhangi bir sınırlamaya da gidilmemiştir<sup>96</sup>. Bu nedenle elinde yalnızca bir hisse senedi bulunan hissedarlar da birincil öğrenen olabilecektir. Ancak burada hissedarın birincil öğrenen olması için hisse sahibi olmasının yeterli olmadığı, içeriden öğrendiği bilgiyi hisse sahipliği sıfatının sağladığı imkân ile doğrudan öğrenmiş olmasının da gerektiğine, diğer bir deyişle, hissedarlık sıfatı ile içsel bilgiyi doğrudan öğrenmesi arasında bir neden sonuç bağlantısı bulunması gerektiğine dikkat edilmelidir<sup>97</sup>.

### 2.2.3. Bilgiyi İşi, Mesleği ve Görevi Nedeniyle Öğrenenler

Bazı kişi ve kurumlar icra ettikleri iş, görev veya meslek gereği ihraççı şirkete ilişkin henüz kamuya açıklanmamış içsel bilgiyi doğrudan öğrenebilmektedirler. Söz konusu kişiler içsel bilgiyi bu ilişki nedeniyle öğrendikleri durumlarda birincil öğrenen olmaktadır. Ancak burada dikkat edilmesi gereken husus, ihraççı şirket ile görevin ifası ile bilgiyi öğrenen kişi veya kurum arasında mutlaka sözleşmeye dayanan bir ilişkinin varlığının ve bilginin bu sözleşme ilişkisi çerçevesinde öğrenilmiş olmasının gerekmediğidir. Dolayısıyla özel sektör çalışanları kadar kamu görevlileri de birincil öğrenen olarak bu grupta yer alabilirler.

Yine belirtmek gerekir ki; ilk iki gruptakilerin aksine bu grupta yer alacak birincil öğrenenlerin şirket ile doğrudan bağlantısı bulunması gerekmediği için oldukça farklı meslek gruplarından kimseler bu kapsama dâhil olmaktadır<sup>98</sup>. Bu bağ-

lamda örneğin bir muhasebeci, noter, sekreter, avukat, SPK çalışanı, ticaret sicil memuru, danışman ve hatta gazeteciler gibi farklı iş ve görevleri ifa eden kişiler görevlerinin ifası ile bağlantılı olarak ihraççı şirkete ilişkin içsel bilgiyi öğrenmiş olmaları kaydıyla, bu gruba girmektedir.

Bu konudaki tek sınırlama söz konusu kişilerin içsel bilgiyi görevlerinin ifası dolayısıyla öğrenmeleri ve bilgiyi öğrenirken görevin gereklerinin dışına çıkmamış olmalarıdır<sup>99</sup>. Eğer kişi bilgiyi görevin gerekleri dışına çıkılarak öğrenmiş ise, bu grupta yer almaz.

### 2.2.4. Bilgiyi Suça Dayalı Faaliyetler Neticesinde Öğrenenler

Birincil öğrenenlerin son grubunu içsel bilgiyi işledikleri bir suç neticesinde elde edenler oluşturmaktadır. Bu gruba giren kişiler ihraççı şirkete ilişkin kamuya açıklanmamış bilgiyi görevleri ya da şirket içerisindeki konumları gereği değil, icra ettikleri suç teşkil eden faaliyetler neticesinde elde etmektedirler. Şirketin bilişim sistemlerine girilerek şirket bilgilerinin çalınması bu duruma örnek olarak verilebilir.

Konuya ilişkin olarak belirtilmesi gereken bir husus, kişinin birincil öğrenen olarak kabul edilmesi için işlenen suçun, elde edilen bilginin ele geçirilmesi amacıyla işlenmiş olmasının gerekmediğidir. İşlenen bir suç neticesinde içsel bilginin tesadüfen ele geçirildiği durumlarda da bilgiyi ele geçiren kişi birincil öğrenen olacaktır. Örneğin; sadece bilgisayar çalan bir hırsız, çaldığı bilgisayar bir şirket denetçisinin bilgisayarını olduğu için şirketin mali durumuna ilişkin kamuya açıklanmamış içsel bir bilgiyi ele geçirmesi durumunda birincil öğrenen olacaktır.

Bu konuda üzerinde durulması gereken bir diğer husus, şirkete ait içsel bilginin bilgisayar korsanları vasıtasıyla bilişim sistemleri üzerinden ele geçirildiği durumlarda, azmettiren ve şeriklerinde fail gibi birincil öğrenen olarak kabul edilip edilmeyeceğidir. Direktifin metninde<sup>100</sup> birincil öğrenen olarak kabul eden kişinin, suç işleme faaliyetine dayalı olarak bilgiyi öğrenen kişi olduğu, dolayısıyla bizzat suçu işleme şartının bulunmadığı göz önünde bulundurulursa soruya olumlu ce-

96 Buna karşın Amerikan hukukunda sadece büyük hisse sahiplerinin bu kategoride bulunduğu kaydedilmektedir. BAKKALCI, 2007, s.91.

97 HANNIGAN, 1997-1998, s.30.

98 HANNIGAN, 1997-1998, s.30.

99 HANNIGAN, 1997-1998, s.30.

100 Direktifin metninde (Madde 2/1-d) "By virtue of his criminal activity" ifadesi kullanılmaktadır.



vap vermek gerekir. Zira bilişim sistemleri üzerinden bilgilerin çalınmasını sağlayan azmettiren, işlenen suçun sonucunda içsel bilgileri doğrudan doğruya temasa geçerek öğreniyorsa birincil öğrenen olarak kabul edilmelidir.

### 2.2.5. Diğer Haller

Bunların dışında Direktif, 2. maddenin 2. fıkrasında, birincil öğrenen olarak kabul edilen söz konusu kişilerin örneğin; ihraççının sermayedarının bir tüzel kişilik olması halinde, onun hesabına işlemlerin yapılması kararına katılan gerçek kişilerin de, bu konuları sayesinde içsel bir bilgiyi öğrendikleri hallerde birincil öğrenen olarak değerlendirileceğini hükme bağlamıştır.

### 2.3. Birincil ve İkincil Öğrenenlere Yönelik İşlem Yasakları

Birincil öğrenenlere yönelik olarak, Direktifin 2. ve 3. maddelerinde ilgili sermaye piyasası aracına yönelik doğrudan ve dolaylı faaliyetlere ilişkin olmak üzere iki farklı işlem yasağı öngörülmüştür. Bu yasaklardan, birincil öğrenenin içeriden öğrendiği bilgi ile bilginin ilişkili olduğu sermaye piyasası aracına yönelik kendisi veya üçüncü bir kişi hesabına doğrudan ya da dolaylı olarak satım ya da alım gibi yatırım işlemleri yapması veya buna teşebbüs etmesi yasaktır (Direktif m.2)<sup>101</sup>.

Direktif'in 3. maddesinin a ve b bentlerinde ise dolaylı yasaklar düzenlenmiştir. Buna göre birincil öğrenenler sahip oldukları içsel bilgi ile yatırım yapmaktan, iş, meslek veya görevinin gerekleri haricinde başka şahıslara açıklamaktan ve söz konusu bilgiye dayanarak ilişkili sermaye piyasası araçlarının alım veya satımını tavsiye ve teşvik etmekten kaçınmak zorundadırlar. Dolayısıyla Direktif birincil öğrenenlerin hem söz konusu bilgiye dayanarak işlem yapmasını hem de bu bilgiyi açıklamasını yasaklamaktadır<sup>102</sup>. Ancak 4. maddede de ikincil öğrenenler açısından bu yasakların varlığı söz konusu bilginin içeriden öğrenilen bir bilgi olduğunu bilme ya da bilebilecek durumda olma şartına bağlanmıştır<sup>103</sup>. Buna karşın SerPK

47/A-1'de bilginin açıklanmasının tek başına suç olarak düzenlenmediğini belirtmek gerekir. Bu nedenle bilgiyi açıklayan kişinin suçtan sorumlu tutulması için iştirak iradesinin varlığı gerekecektir. İştirak iradesinin varlığı durumunda ise, içeriden öğrenilen bilgi olmadan bu suç işlenemeyeceğinden suçun işlenişi için olmazsa olmaz nitelikte katkı yaparak fiil üzerinde hâkimiyet kurduğu kabul edilerek müşterek fail olarak cezalandırılmasının doğru olacağı kanısındayız. Yine ikincil öğrenenlerin bilginin içeriden öğrenilen bilgi olduğunu bilmesinin gerektiği durumlarda da sorumlu olacağını öngören düzenlemelerin<sup>104</sup> suçun özel kastın varlığını gerektiren bir suç olması nedeniyle pek isabetli olmadığını da belirtmek gerekir.

### Sonuç

İçeriden öğrenenin ticareti TCK'nın 47/A-1 maddesinde düzenlenmiştir. Söz konusu suç maddi bir yarar elde etme saiki ile işlenebilecek bir zarar suçudur. Suçun maddi konusunu içeriden öğrenilen bilgi oluşturmaktadır. Bu suçun faili ise, söz konusu bilgiyi doğrudan veya dolaylı yollardan öğrenerek maddi menfaat elde etmek için kullanan kişilerdir.

Suçun maddi konusunu oluşturan içeriden öğrenilen bilginin dört ana unsuru bulunmaktadır: Sermaye piyasası araçları veya ihraççıları ile ilgili olma, kamuya açıklanmamış olma, kesin nitelikte olma ve fiyata etkili olma.

Bu unsurlardan bilginin sermaye piyasası araçları veya ihraççıları ile ilgili olması açısından temel problem bilginin ilgili sayılması için anılan hususlar ile doğrudan ilgili olmasının gerekip gerekmediğidir. Bu konuda hem şirket bilgilerinin hem piyasa bilgisi olarak anılan bilgilerin hem de söz konusu menkul kıymetin fiyatına etki edebilecek diğer her türlü bilgi (ekonomi politikasına ilişkin kararlar vb), ilgili bilgi olarak kabul edilmelidir. Diğer bir ifade ile doğrudan sermaye piyasası aracı veya ihraççısı ile ilgili olmasa da, sermaye piyasası aracı üzerinde fiyat etkisi meydana getirecekse bilginin ilgili olduğu kabul edilmelidir.

İçeriden öğrenilen bilginin bir diğer unsuru kamuya açıklanmamış, gizli bilgi niteliğinde

101 İSFEN, **2004**, s.502; ENGLE, **2010**, s.29.

102 İSFEN, **2004**, s.502; ENGLE, **2010**, s.29.

103 Amerikan hukukunda da Comission/Dirk davasında tippeelerin sorumluluğu için bilgiyi aldığı tipper'ın bilgiyi güven ilişkisini ihlal ettiğini bilerek ya da bilmesi gerektiği belirtilmiştir. ENGLE, **2010**, s.8.

104 Yeni SerPK taslağının Bilgi Suistimali başlıklı 105. maddesinin 2. fıkrasının a, b, c ve ç bentlerinde yukarıda belirttiğimiz Direktif hükümlerine paralel olarak birincil öğrenenler sayıldıktan sonra d bendinde ikincil öğrenenler, sahip oldukları bilginin bu nitelikte olduğunu bilen ya da bilmesi gerekenler olarak tanımlanmıştır.

olmasıdır. Zira kamuya açıklanmamış bilgi kendisine sahip olan kişiye diğer yatırımcılar karşısında avantaj sağlamak ve fırsat eşitliğini bozmaktadır. İçeriden öğrenenin ticaretinin yasaklanmasının temel sebebi de budur. Bilginin kamuya açıklanmış sayılması açısından kabul edilen ana prensip sermaye piyasası yatırımcılarının ulaşabileceği bir iletişim aracı ile açıklanmış olmasının yeterli olduğudur. Buna göre kamuya açıklık için bilginin tüm kamunun öğrenebileceği kanallardan açıklanmış olması gerekmeyip, yatırımcıların öğrenebileceği şekilde açıklanmış olması yeterlidir. Bu çerçevede bilginin kamuya kim tarafından açıklanmış olduğu da önem taşımamaktadır. Yine bu unsur açısından, gözlem yoluyla elde edilebilen, açıklanmış bir bilgiden edinilebilen ya da analiz yoluyla çıkarılan bilgilerin kamuya açık bilgi olduğu kabul edilmektedir. İçeriden öğrenenin kamuya açıklanmamış bir bilgiyi açıkladığını zannederek işlem yapması durumunda, suçun maddi unsurlarında hataya ilişkin TCK'nın 30/1. maddesi hükmü, bilginin kamuya açıklanması gereken bir bilgi olduğu konusunda değerlendirme hatası yaparak işlem yapması durumunda ise TCK 30/4 gereği haksızlık yanılığı söz konusu olabilecektir.

İçeriden öğrenilen bilginin diğer iki unsuru ise, Anglo Amerikan hukukunda "material information" adıyla birlikte ele alınan kesin olması ve fiyata etkili olmasıdır. Bu iki unsur, şekli unsurlar olarak nitelendirilebilecek ilk iki unsurun aksine içeriden öğrenilen bilginin maddi içeriği ile ilgilidir. Çünkü objektif olarak bilinebilir olan ilk iki unsurun aksine, bu iki unsur öğrenenin bilginin içeriğine ilişkin değerlendirme yapmasını gerektirmektedir. Bunlardan bilginin kesin olması, kullanılmasız ceza yaptırıma bağlanmış içeriden öğrenilen bilgiyi spekülasyon bilgiden ayırmak için getirilmiş sınırlayıcı bir unsurdur. Sermaye piyasalarında yatırımcılar beklentiye dayalı ihtimali bilgiye dayanarak oluşturdukları tahminler ile geleceğe dönük işlemler yaparlar. İçsel bilginin kesinlik unsuru bu serbest alan ile cezalandırılan alanı ayırmaktadır. Dolayısıyla bilginin kesin olması, gerçek olması kadar katı bir anlama gelmemektedir ve mevcut koşullar çerçevesinde bilginin meydana gelmesini beklemek makul ve mantıklıysa bilginin kesin olduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle bilginin kesinliği daraltıcı bir biçimde yorumlanmamalıdır. Bilginin fiyata etkililiği açısından önemli olan

husus ise, söz konusu sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek nitelikte olması ve bu özelliği ile içeriden öğrenenin yatırım kararı almasına neden olmasıdır. Bu bağlamda bilginin mutlak bir bilgi olup olmadığı fiyata etkililik açısından fikir verebilecek bir unsurdur.

İçeriden öğrenilen bilginin, kesinlik ve fiyata etkililik unsurlarının ispatı diğer unsurlara göre daha zordur. Zira suçun manevi unsurunun gerçekleşmesi için failin, bilginin hem varlığını hem de fiyata etkili olduğunu bilmesi ve maddi menfaat elde etmek amacıyla hareket etmesi gerekir. Bu nedenle ex post olarak yapılacak objektif bir değerlendirme her zaman doğru sonuçlar veremeyeceği ve hareketin subjektif isnadiyeti açısından failin anılan iki unsura ilişkin bilgisinin, subjektif özellikleri göz önünde bulundurularak ex post değil ex ante olarak incelenmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Bu nedenlerle bilginin fiyata etkililik unsuru açısından objektif ve subjektif unsurların birlikte kullanıldığı ikili bir değerlendirme yapılarak sonuçta ulaşılan uygun olacağı düşüncesindeyiz. Öncelikle bilgi objektif olarak fiyata etki edebilecek bir bilgi midir? Eğer bu soruya verilen cevap olumsuz ise, ortada işlenemez suç bulunmaktadır, suç oluşmaz. Eğer verilen cevap olumlu ise, bu bilginin yatırımcının yaptığı subjektif değerlendirme sonucunda vardığı yatırım kararının sebebi olup olmadığına bakılmalıdır. Eğer objektif olarak fiyata etkili olabilecek bu bilgi yatırım kararının sebebinin oluşturmuşsa, failin bu konudaki kastının var olduğu anlamına gelir.

İçeriden öğrenenin ticareti suçunun faili ise, insider olarak da adlandırılan içeriden öğrenen kişidir. Belirtmek gerekir ki; içeriden öğrenenin ticaretinin suç olarak düzenlenmesinin nedeni; yani suç ile korunan hukuksal değer, güven ilişkisinin ihlali, piyasadaki fırsat eşitliğinin bozulması, finansal aracın sahiplerinin mülkiyet hakkının ihlali gibi farklı sebepler ile açıklanmaktadır. Bu yaklaşım farklılıkları ise, değişik hukuk sistemlerinde içeriden öğrenen kavramının düzenlenmesinde başka ayrımlar yapılmasına yol açmaktadır. Buna göre içeriden öğrenenler Amerikan hukukunda Tipper ve Tippee diye ikiye ayrılarak incelenirken Kara Avrupası sisteminde birincil, ikincil ve hatta üçüncül öğrenenler olarak farklı tasniflere tabi tutulmaktadır.

Bu ayırım içerisinde içeriden öğrenenlerin birincil ve ikincil öğrenen olarak ayrıldığı Kara Avrupası'nda, içsel bilgiyi doğrudan kaynağından öğrenen kişiler birincil öğrenenler olarak kabul edilmektedir. Bunlar, ihraççı şirketin organlarında görev alan kişiler, şirketin hissedarları, bilgiyi görev ilişkisi ile öğrenen kişiler ve işledikleri bir suç neticesinde öğrenenlerdir. Konuya ilişkin yasal düzenlemeler de ismen tanımlanmış olsun ya da olmasın birincil öğrenen olarak anılan kişiler, diğer öğrenenlere göre farklı yasaklamaların muhatabı olmaktadır. İçeriden öğrenenlerin bu şekilde tasnifinin genel bir yaygınlık kazandığı ve hatta yeni hazırlanan Sermaye Piyasası Kanun Taslağı'nda da suçun düzenlenmesinde bu ayırımın esas alındığı görülmektedir.

Günümüzde farklı ülke hukuk sistemlerinde temel tartışmayı ise, ikincil öğrenen olarak adlandırılan grubun kapsamını ve sorumluluk şartlarını belirleme oluşturmaktadır. Bu noktada genel olarak ikincil öğrenen kişiler, bilginin içeriden

öğrenilen bilgi olduğunu biliyorsa veya bilebilecek durumdaysa birincil öğrenenler ile aynı işlem yasaklarına tabi olduğu kabul edilmektedir. Anılan tartışmaya ilişkin olarak şu hususa dikkat çekmek yararlı olacaktır. İçeriden öğrenenlerin kişi temelli sınıflandırılmasına yönelik yaklaşım, bu konudaki eski alışkanlıkların bir devamı olarak süregelse de, her yeni düzenlemede ikincil öğrenenlerin ya da Amerikan hukuku açısından Tippee'lerin kapsamı ve sorumluluğu bilgi bazlı bir yaklaşımla genişletilmektedir. Bu durumun bir sonucu olarak içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun kapsamı ve sınırları da giderek genişlemektedir. Bu nedenle söz konusu gelişim doğrultusunda günümüzde yapılan düzenlemelerde içeriden öğrenenlerin, birincil - ikincil öğrenenler gibi kişisel ilişki temelli değil, bilgi bazlı bir yaklaşımla ele alınması ve bu çerçevede bilginin içeriden öğrenilen bilgi olduğunu bilebilecek durumda olma gibi belirsiz kriterlere yer verilmemesi daha doğru olacaktır.

---

#### YARARLANILAN KAYNAKLAR

---

ALBELOOSHI, Abdulsalam, **The Regulation of Insider Dealing: An Applied and Comparative Legal Study towards Reform in the UAE**, University of Exeter 2008.

ALACAKAPTAN, Uğur, **İşlenemez Suç**, Ankara.

ARTUK, Mehmet Emin/GÖKCEN, Ahmet/YENİDÜNYA, A. Caner, **Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2011.

BAINBRIDGE, Stephen M., **Securities Law: Insider Trading**, New York 1999.

BAINBRIDGE, Stephen M., **"An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?"** UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-5. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=654703](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=654703) (E.T. 10.04.2012)

BAKKALCI, Şebnem Meral, **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Sorumluluğu**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir 2007.

Black Law Dictionary, Abridged 9. Baskı

CAFRTZ, Eric/GENICOT, Olivier, **"EU Market Abuse Rules Memorandum"**, <http://www.friedfrank.com/index.cfm?pageID=25&itemID=1966> (E.T:08.03.2012).

CALABA, Victor F., **"The Insiders: A Look At The Comprehensive And Potentially Unnecessary Regulatory Approaches To Insider Trading in**

**Germany and The United States"**, Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review, Vol.23, Issue 3, pp.457 - 486, May 2001.

CUNLIFFE, Sophie Anne, **"Materiality in Insider Trading"**, [www.otago.ac.nz/law/ojlr/.../Cunliffe.pdf](http://www.otago.ac.nz/law/ojlr/.../Cunliffe.pdf) (E.T:07.04.2012)

EBNROTH, Thomas Carsten/BOUJONG, Karlheinz/JOOST, Detlev/STHROHN, Lutz, **Handelgesetzbuch**, 2009. (Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/Grundmann)

ENGLE, Eric, **"Insider Trading in U.S. and E.U. Law : A Comprasion"**, European Business Law Review, Vol. 26, pp. 465-490, 2010.

ERBS, George/KOHLHAAS, Max (Hrsbg.), **Strafrechtliche Nebengesetze**, München 2011. (Erbs/Kohlhaas/Wehowsky,WpHG)

EVİK, Ali Hakan/ EVİK, Vesile Sonay, **"İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu"**, İÜHF M C LXIII, S.1-2, 2005.

HACIMAHMUTOĞLU, Sibel, **"AT Düzenlemeleri Işığında "İçeriden Öğrenilen Bilgi" Kavramının Değerlendirilmesi"**, Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara 2003.

HAFIZOĞULLARI, Zeki/ÖZEN, Muharrem, **Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2011.

- HAKERİ, Hakan, **Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2011.
- HANNIGAN, Brenda, **Insider Dealing**, London 1994.
- HARTMANN, Joerg, **“Insider Trading: An Economic and Legal Problem”**, Gonzaga Journal of International Law, Vol.1, pp.46-99, 1997-1998.
- HAZEN, Thomas Lee/RATNER, David L., **Securities Regulation In A Nutshell**, 2006.
- İPEKÇİOĞLU, Pervin Aksoy, **Türk Ceza hukukunda Suça Teşebbüs**, Ankara 2009.
- İSFEN, Osman, **“Sermaye Piyasalarının Suistimale Karşı Korunmasında Avrupa Hukuku Standartları”**, Ergun Özsunay’a Armağan, İstanbul 2004.
- KOCA, Mahmut/ÜZÜLMEZ, İlhan, **Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2010.
- MÜLLER, Welf/RÖDDER, Thomas (Hrsbg.), **Beck’sches Handbuch der AG**, München 2009. (Müller/Rödder/Göckeler)
- ÖZBEK, Veli Özer/KANBUR, Nihat/BACAKSIZ, Pınar/DOĞAN, Koray/TEPE, İlker, **Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2010.
- ÖZGENÇ, İzzet, **Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2009.
- ÖZTÜRK, Bahri/ERDEM, Mustafa Ruhan, **Uygulamalı Ceza Hukuku ve Güvenlik Tedbirleri Hukuku**, Ankara 2011.
- QUINN, Randall W., **“The Misappropriation Theory of Insider Trading in The Supreme Court”, A (Brief) Response to the (Many) Critics of United States v. O’Hagan”**, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol 8, Issue 3, pp. 865-898, 2003.
- Slaughter and May, **EU/UK Market Abuse Regime - Overview**, 2011, <http://www.slaughterandmay.com/what-we-do/publications-and-seminars/publications/client-publications-and-articles/t/the-euuk-market-abuse-regime---overview.aspx>. (E.T:05.03.2012).
- SOYASLAN, Doğan, **Ceza Hukuku Genel Hükümler**, Ankara 2005.
- SÖZÜER, Adem, **Suç Teşebbüs**, İstanbul 1994.
- TACİR, Hamide, **“Sermaye Piyasasında İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu”**, Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2006/2, İstanbul 2006.
- TEZCANLI, Meral Varış, **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul 1996.
- TURANBOY, Asuman, **İnsider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)**, Ankara 1990.
- ZAFER, Hamide, **Ceza Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul 2011.