

**SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA İÇSEL BİLGİ KAVRAMINA İLİŞKİN
KAMUSAL MÜDAHALE SİSTEMLERİ: AVRUPA BİRLİĞİ VE TÜRKİYE
KARŞILAŞTIRMASI**

Hanife ERGÜN AKSU*

ÖZET

Sermaye piyasası hukukunun amaçlarına ulaşılabilmesi ve dolayısıyla piyasa güvenilirliğinin tesis edilmesi için piyasa katılımcılarının kararlarının sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına ilişkin mevcut bilgileri tümüyle yansıtan bir piyasa ortamında oluşması gerekmektedir. Bu sebeple sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgiler olan içsel bilgilerin kamuya açıklanmasına ve kullanımına ilişkin doğru kurallar konulması ve güçlü kamusal denetim ve yaptırım mekanizmaları oluşturulması önemlidir. Fakat aşırılıklar içeren veya kötü tasarlanmış bir kamusal müdahale sistemi, serbest piyasanın işleyişini olumsuz etkileyebileceğinden bu sistemin dengeli kurgulanması gerekmektedir. Türk sermaye piyasası hukukunun derinlikli ve gelişmiş piyasalara sahip Avrupa Birliği'nin mevzuatından iktibas edilmiş olması da bu yönde atılmış bir adım olmakla birlikte bu iki hukuk sisteminde içsel bilgiye ilişkin düzenlemeler arasında birtakım önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bu çalışmanın amacı ise iki hukuk sisteminin karşılaştırmasını yaparak söz konusu farklılıkların tespiti ve Türk hukukunda içsel bilgiye ilişkin kamusal müdahale mekanizmalarını dengeleyecek çeşitli öneriler sunulmasıdır.

***Anahtar Kelimeler:** İçsel bilgi, kamusal müdahale, piyasa bozucu eylemler, idari denetim ve yaptırım, bilgi suiistimali suçu.*

**PUBLIC INTERVENTION SYSTEMS REGARDING THE NOTION OF INSIDE
INFORMATION IN CAPITAL MARKETS LAW: COMPARISON OF EUROPEAN
UNION AND TURKEY**

ABSTRACT

In order to achieve the objectives of the capital market law and to ensure market integrity, market participants should be able to make their decisions in the light of accurate and fairly distributed information about the capital market instruments. Therefore, it is essential to set the right rules and establish a strong public supervision and enforcement mechanism regarding the public disclosure and use of inside information that can affect the value of capital market instruments and the investment decisions of investors. However, since an excessive or poorly designed public intervention may adversely affect the functioning of the free market, it is critical to establish a balanced and proper mechanism regarding the distribution and use of inside information. Adoption of European Union legislation, which regulates developed and deep markets, is an important step in this direction for Turkish

* **Doktora Öğrencisi**, İstanbul Üniversitesi, Özel Hukuk Anabilim Dalı/ İSTANBUL, **e-posta:**

hanife.ergunaksu@ogr.iu.edu.tr

ORCID: 0000-0002-4147-4291

DOI: 10.34246/ahbvuhfd.1127898

Yayın Kuruluna Ulaştığı Tarih: 08/06/2022

Yayınlanmasının Uygun Görüldüğü Tarih: 14/09/2022

capital markets law. But there are some important differences between the inside information regulations of two legislations. Based on the determination of these differences, the aim of this article is to compare the inside information related public intervention systems of Turkish and European Union law and to present suggestions that can balance the public intervention for Turkish capital markets.

Keywords: *Inside information, public intervention, market abuse, administrative supervision and enforcement, crime of insider dealing.*

GİRİŞ

Finansal piyasalar, tasarruf ederek fon sahibi olan fakat bu tasarruflarını üretken yatırımlara çeviremeyen kişilerin sahip oldukları fonların, üretken yatırımda veya girişimde bulunma imkânı olup da yeterli fona sahip olmayanlara aktarıldığı sistem olarak tanımlanmaktadır¹. Finansal piyasaların bir parçası olan sermaye piyasaları ise, bir yıldan uzun vadeli borçlanma araçlarının ve öz kaynağa dayalı finansman yöntemlerinin kullanıldığı piyasalardır². Ayrıca, sermaye piyasasında çok çeşitli finansal yatırım araçları üretilebilmekte ve küçük tasarruflar da sisteme dahil olduğu için son derece geniş bir fon temini alanı oluşmaktadır. Bu piyasalarda ortaklık modeliyle büyüme imkanının yanında, fon talep edenler için yatırımcılara sattıkları borçlanma araçlarıyla banka kredilerine göre çok daha ucuz fon temin etme, yatırımcılar için ise risk alarak elde edebilecekleri mevduat getirilerinden daha fazla getiri elde etme imkânı bulunmaktadır³. Sermaye piyasalarının bahsedilen bu fonksiyonları yerine getirebildiği sağlıklı ve etkin bir piyasa için, şirketlerin üretim ve yatırım kararları ile yatırımcıların yatırımlarını yapacakları şirketleri seçme iradelerinin sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına ilişkin mevcut bilgileri tümüyle yansıtan ve dolayısıyla bilginin adil bir biçimde dağıldığı bir piyasa ortamında oluşması gerekmektedir⁴. Bu noktada, piyasa katılımcıları için son derece önemli olduğu kabul edilen ve sermaye piyasası mevzuatında “içsel bilgi” olarak adlandırılan bilgilerin kamuya açıklanması ve böylece piyasa aktörleri arasındaki bilgi eşitsizliğinin giderilmesi konularında devletler tarafından piyasalara

¹ Frederic S Mishkin/ Stanley G Eakins, *Financial Markets and Institutions*, 9. Baskı, Pearson, 2018, s. 42.

² Mishkin/ Eakins, s. 60. Sermaye piyasasında öz kaynak finansmanı yoluyla fon temin etme işlemi asıl olarak şirket paylarının halka arzıyla gerçekleşirken borçlanma araçları yoluyla fon temin edilmesi, şirketlerin çıkardıkları bu araçları yatırımcılara satması anlamına gelmektedir. Rüdiger Veil, *European Capital Markets Law*, Hart Publishing, 2013, s. 74.

³ Christian A. Edelmann/ Shasheen Jayaweera, “The Role of Global Capital Markets”, Gary Strumeyer / Sarah Swammy (Ed.), *The Capital Markets: Evolution of the Financial Ecosystem*, Wiley, 2017, s. 25.

⁴ Eugene Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 25 (2), 1970, <<https://www.jstor.org/stable/2325486?seq=1>> Erişim Tarihi 12 Temmuz 2020, s. 383.; Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. Baskı, Oxford University Press, 2014, s. 2.

müdahale edilmesi gereksinimi doğmaktadır⁵.

Çalışma kapsamında devlet eliyle yapılan düzenleme, denetim ve yaptırım anlamında kullanılan kamusal müdahale kavramının gerekliliğine olan genel inancın yakın bir dönemde değişmesi mümkün olmasa da aşırıya kaçabilecek veya kötü tasarlanmış kamusal müdahale sisteminin finansal yenilikleri engelleyebileceği, piyasanın etkinliğini zayıflatabileceği ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi dahi durdurabileceği uyarılarına⁶ da kulak verilmelidir. Bu durumda, Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalara sahip bir ülke için içsel bilgilerin dağılımı ve kullanımına ilişkin kamusal müdahale mekanizmalarını dengeli ve doğru kurgulamak büyük önem taşımaktadır. Böyle bir kurgu için ise kamusal müdahale konusundaki potansiyel sorunların birçoğunu çözüme bağlamış derinlikli bir piyasayı düzenleyen kuralların örnek alınarak uyarlanması doğru bir adım olabilecektir. Ülkemiz sermaye piyasası hukukunun küresel alanda rekabet gücü olan ve derinlikli piyasalara sahip Avrupa Birliği (AB) mevzuatından iktibas edilmiş olması da bu çabaya işaret etmektedir. Fakat iktibas sırasında AB mevzuatında yer alan ve piyasalardaki kamusal müdahale dengesini doğru bir zemine yerleştirmek adına yapılan bir takım incelikli düzenlemelerin gözden kaçırılmaması ve iktibasın Türk hukukunun temel kurallarına uygun olarak yapılması gerekmektedir. Dolayısıyla çalışma kapsamında, Türk hukukunda içsel bilgiye ilişkin kamusal müdahale mekanizmalarının ortaya konması ve hukuki iktibasta kaynak olarak kabul edilen AB mevzuatıyla karşılaştırma yapılarak gelişimi destekleyen ve dengeli bir müdahale sistemi için öneriler sunulması amaçlanmaktadır. Bu amaçlar doğrultusunda öncelikle içsel bilgi ve kamusal müdahale kavramları, bu kavramların arasındaki ilişki ve 2008 finansal krizi sonrası bu ilişkinin gelişimi hakkında bazı temel bilgiler verilmiştir. Daha sonra ise sırasıyla idari düzenlemelerle öngörülen içsel bilgiye ilişkin yasaklama ve yükümlülükler, bunlara uyulup uyulmadığının tespiti adına idari makamlara verilen denetim yetkileri, idari düzenlemelerin ihlali durumunda işleyecek idari yaptırım mekanizmaları ve cezai sorumluluk rejimi Türk ve AB hukuku karşılaştırması yapılarak incelenmiştir. Her ne kadar Amerika Birleşik Devletleri (ABD) hukuk sisteminin küresel anlamda sermaye piyasası hukukunun temelini oluşturduğu ve kamusal müdahale mekanizmalarında son derece güçlü bir piyasa idari otoritesi sayılan “*Securities and Exchange Commission*” (SEC) gibi bir kuruma ev sahipliği yaptığı kabul

⁵ İçsel bilgiye ilişkin eylem ve işlemleri konu alan düzenlemelerin tarihsel gelişiminde, bu tür eylem ve işlemlerin kamusal müdahale gerektirdiğine olan inancı kuvvetlendiren İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri piyasalarından örnek olaylar için bkz. Asuman Turanboy, *İnsider Muameleleri: Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 1990, s. 15-21,36.

⁶ Mishkin/ Eakins, s. 476; Moloney, s. 21; Turanboy, s. 232.

edilse de⁷ bu çalışmada Türk ve AB sisteminin kapsamlı bir karşılaştırması yapılması amaçlandığından ABD hukuk sistemi incelemesine ayrıca yer verilmesi mümkün olmamıştır.

I. SERMAYE PİYASASI HUKUKU AMAÇLARI BAĞLAMINDA İÇSEL BİLGİ VE KAMUSAL MÜDAHALE KAVRAMLARININ ÖNEMİ

Sermaye piyasası hukuku ile bu hukuk kurallarının belirli bir denetim ve yaptırım mekanizmasına tabi tutulmasının arkasında yatan fikri anlamlandırabilmek için sermaye piyasası hukukunun amaçları göz önünde bulundurulmalıdır. Sermaye piyasası alanındaki hukuk kurallarının temel amaçları; etkin bir piyasa oluşturmak, finansal istikrarı sağlamak ve yatırımcıyı korumaktır⁸. Bütün bu amaçlar ile varılmak istenen ortak noktanın ve sermaye piyasalarının gelişmesi adına temel beklentinin piyasa güvenilirliği olduğu söylemek mümkündür. Bir piyasada yatırımcıların istismara uğramaktan korkmadan işlem yapabilmesi, istikrarın getirdiği öngörülebilirliğin varlığı ve sermayenin etkin dağılımı o piyasanın güvenilir olması anlamına gelecektir. Doktrinde de kamusal bir düzenleme ve müdahale gerektiren asıl amacın güvenilirlik temelinde etkin bir piyasa oluşturmak olduğu iddia edilmektedir⁹. Etkin bir piyasa için, şirketlerin üretim ve yatırım kararları ile yatırımcıların yatırımlarını yapacakları şirketleri seçme iradelerinin, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına ilişkin mevcut bilgileri tümüyle yansıtan bir piyasa ortamında oluşması gerekmektedir¹⁰. Dolayısıyla fiyatlandırmanın doğru bilgilendirilmiş piyasa katılımcılarının gerçek arz ve talebine göre oluştuğu piyasa, etkin bir piyasa sayılabilecektir. Böyle bir ortamda aynı zamanda öngörülebilirliğin, istikrarın ve gerekli tüm bilgilere erişebilen yatırımcının korunabilmesinin de temin edildiğini söylemek mümkündür.

Etkin piyasa kuramı bağlamında, “bilgi” kavramı ve dolayısıyla da “kamuyu aydınlatma” sermaye piyasalarının temelini oluşturan kavramlar haline gelmektedir¹¹. Ayrıca sermaye piyasalarının başarısızlığa uğramasında (*market failure*) en büyük etkenlerden birinin

⁷ Tanja Boskovic/ Caroline Cerruti/ Michel Noel, “Comparing European and U.S. Securities Regulations: MiFID versus Corresponding U.S. Regulations”, *World Bank Working Paper*, No:184, 2010, <<http://documents.worldbank.org/curated/en/120301468029665421/Comparing-European-and-U-S-securities-regulations-MiFID-versus-corresponding-U-S-regulations>> Erişim Tarihi 10 Ocak 2020, s. 1.

⁸ Andreas Martin Fleckner, “Regulating Trading Practices”, Niamh Moloney / Eilis Ferran / Jennifer Payne (Ed.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015, s. 599; Boskovic/ Cerruti/ Noel, s. 14; Doktrindeki bu görüşler dışında, bahsedilen amaçların AB mevzuatındaki yansımaları (EU) No 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü gerekçesinin 2 ve 24. maddesinde ve 2014/65/EU sayılı MiFID II Direktifi gerekçesinin 164. maddesinde görülebilmektedir. Türk hukukunda ise bu amaçlara 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 1. Maddesinde yer verilmiştir.

⁹ Fleckner, s. 599; Turanboy, s. 33.

¹⁰ Fama, s. 383.

¹¹ Çağlar Manavgat, *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016, s. 187-188; Sarah Clarke, *Insider Dealing: Law and Practice*, Oxford University Press, 2013, para. 1.15-1.20.

piyasa aktörleri arasındaki “*bilgi asimetrisi*” (bilgi eşitsizliği) olduğunu söylemek mümkündür¹². Tam da bu noktada içsel bilgi kavramı öne çıkmaktadır. İçsel bilgi, doğrudan veya dolaylı olarak ihraççılara veya sermaye piyasası araçlarına ilişkin olan, nitelikleri belirli, kamuya açıklanmamış ve açıklandığı takdirde ilgili sermaye piyasası aracının değerinde veya yatırımcıların yatırım kararlarında etkili olabilecek bilgi anlamına gelmektedir¹³. İçsel bilginin tanımından da anlaşılacağı üzere bu nitelikteki bilgilerin piyasa katılımcılarına yayılması ve kullanılması konularında belirli bir çerçeve içerisinde hareket edilmesi piyasaların sağlıklı işleyişi için elzemdir. İçsel bilginin idari düzenleme, denetim ve yaptırıma tabi tutulmasının arkasında da bu bilgilerle ilişkili eylemlerin “piyasa bozucu eylem” oluşturabilmesi ihtimali yatmaktadır. Piyasa bozucu eylemler, finansal piyasaların adil ve etkin bir şekilde işleyişini engelleyen veya yatırımcıları makul gerekçelerle açıklanamayacak şekilde dezavantajlı konuma sokan davranışlar anlamına gelmekte¹⁴ ve idari yaptırım gerektiren kabahat niteliği taşımaktadırlar. Sermaye piyasalarında yatırımcıların avantajlı veya dezavantajlı konumda olmalarını belirleyen temel faktörlerden bazıları, bu kişilerin sahip oldukları ve yorumladıkları bilgilerin özellikleri ve söz konusu piyasa bilgilerine erişebilme hızları olduğundan¹⁵, içsel bilgilere erişim konusunun çalışmanın devamında incelenecek piyasa bozucu eylemlere ilişkin düzenlemelerin temel taşlarından birisi olduğu söylenebilir.

İçsel bilgi kavramının ihraççılar veya kurumsal yatırımcılar ile küçük yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisi sorununun temelini oluşturduğu düşünüldüğünde, bu alanda devlet eliyle kanuni ve idari düzenlemeler yapılması, idari denetim ve yaptırım mekanizması kurulması ve cezai sorumluluk rejimi oluşturulması anlamına gelen kamusal müdahale gerekli hale gelmektedir. Çünkü devletlerin özel sektör kuruluşlarının aksine rekabet amaçlı yaklaşımdan uzak olması ve çok çeşitli denetim ve yaptırım araçlarına sahip olması, yatırımcıların belirli bir standarda göre korunduklarına dair güveninin ve dolayısıyla piyasa güvenilirliğinin tesis edilmesi açısından etkili olacaktır. Ayrıca sermaye piyasalarının sağlıklı işleyememesi, piyasadaki tüm yatırımların ve genel anlamda ülke ekonomisinin zarar görmesi

¹² Moloney, s. 2.

¹³ Bu tanım, Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri olan II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği (23.1.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır) ve bu Tebliğ’e dayalı olarak çıkarılmış olup Kurul Kararı hükmünde kabul edilen Özel Durumlar Rehberi’ndeki içsel bilgiye ilişkin açıklamalardan yola çıkılarak yapılmıştır (Özel Durumlar Rehberi, 27.06.2014 tarihli ve 2014/10 sayılı Sermaye Piyasası Bülteni’nde yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Rehber için bkz. Sermaye Piyasası Kurulu Özel Durumlar Rehberi, <<https://www.kap.org.tr/project/KAP/file/content/KAP%20Hakk%C4%B1nda%2F%C4%B0lgili%20Mevzuat%20ve%20D%C3%BCzenlemeler%2FTebli%C4%9Fler%2F%C3%96DA%20Rehberi%20Yeni>> Erişim Tarihi 10 Ağustos 2020.

¹⁴ Edward J Swan/ John Virgo, *Market Abuse Regulation*, Oxford University Press, 2010, s. 36.

¹⁵ Andrew Baker, “Market Abuse and Risk to the Financial Markets”, Nic Ryder (Ed.), *White Collar Crime and Risk*, Palgrave Macmillan, 2018, s. 141.

anlamına geleceğinden kamusal müdahale meşru bir zemine oturtulabilmektedir¹⁶.

A. 2008 Finansal Krizi Sonrası Dönemde Bilginin Adil Dağılımı ve Kamusal Müdahale Konularına Odaklanması

Sermaye piyasalarının gelişimi için piyasa altyapısı ile hukuki düzenleme ve denetimin güçlü olması kadar yatırım araçlarında ve imkanlarında çeşitliliğin artmasıyla sermaye piyasalarından fon temin etmek isteyen kuruluşlar ile yatırımcıların tabanının genişlemesi de gerekmektedir¹⁷. Dolayısıyla sermaye piyasalarının etkinliği için kamusal müdahale ve yeniliklerin teşviki dengeli bir zemine oturtulmalıdır. Son yirmi yıl içerisinde, sermaye piyasalarında gelişim ve müdahale dengesine ilişkin bu arayışın küresel anlamda en yoğun şekilde hissedildiği dönemin 2008 finansal krizi sonrasındaki dönem olduğunu söylemek mümkündür.

2008 finansal krizi ile sermaye piyasası alanındaki bazı güncel araç ve aktivitelerin karmaşık ve şeffaflıktan uzak oluşları karşısında yeterli denetim ve yaptırıma tabi tutulmadıkları gün yüzüne çıkmıştır¹⁸. Finansal krizin ortaya çıktığı böyle bir piyasa ortamında, kriz sonrası piyasa güvenilirliğinin tekrar tesis edilebilmesi adına, dünya genelinde sermaye piyasası hukuku alanında yeni düzenlemeler yapma, daha etkin bir idari yaptırım sistemi oluşturma ve bir takım ağır ihlaller karşısında cezai yaptırım rejimini güçlendirme eğilimi oluşmuştur¹⁹. Finansal kriz sonrası gündeme alınan kamusal müdahale konusu özellikle adil bilgi dağılımı için piyasa aktörlerinin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık yükümlülüklerinin, finansal kuruluşların çalışma kurallarının gözden geçirilmesi ve belirli finansal aktivitelerin daha sıkı kurallara bağlanması hususlarında yoğunlaşmıştır²⁰.

2008 finansal krizi döneminde, piyasaların sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyen bilgilere ne kadar hızlı tepki gösterdiği ve bu durumun yatırımcının piyasalara

¹⁶ Thomas M J Mollers/ Erhan Temel, “Efficiency in Arrangement and Supervision in Capital Markets Law: The Usage of Empiric and Economic Arguments as Legal Grounds of Private, Penal and Public Law Sanctions”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 24(3), 2008, <<https://heinonline.org>> Erişim Tarihi: 24 Eylül 2019, s. 48-52.

¹⁷ Edelmann/ Jayaweera, s. 48.

¹⁸ Guido Ferrarini/ Paolo Sauguto, “Regulating Financial Market Infrastructures”, Niamh Moloney/ Eilis Ferran/ Jennifer Payne (Ed.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015, s. 571.; Bu konudaki uluslararası mutabakatı da ifade eden 2009 yılı G20 zirvesinde, özellikle tezgahüstü türev araç piyasalarındaki ve menkul kıymetleştirme süreçlerindeki denetim eksiklikleri ve mala dayalı türev araçların yoğun kullanımı sebebiyle tarım ürünleri gibi malların fazla finansallaşması sonucu bu mallarda fiyat istikrarının korunamaması konularına değinilmiştir. G20. (2009). *Liderler Bildirisi: Pittsburgh Zirvesi 24-25 Eylül 2009*, <<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>> Erişim Tarihi 3 Temmuz 2020.

¹⁹ Edelmann ve Jayaweera, a.g.m., 2017, s. 50; Baker, s. 159.; Harry McVea, “Supporting Market Integrity”, Niamh Moloney/ Eilis Ferran/ Jennifer Payne (Ed.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015, s. 633.

²⁰ Fleckner, s. 614-617; Frank J. Fabozzi/ Frank J. Jones, *Foundations of Global Financial Markets and Institutions*, 5. Baskı, The MIT Press, 2019, s. 25.

güvenini ve finansal istikrarı büyük oranda etkilediği gün yüzüne çıkmış olduğundan²¹, içsel bilgiye ilişkin kamusal müdahale mekanizmaları da gözden geçirilmiştir. Bu dönemde, özellikle Avrupa Birliği sisteminde gerek kurumsal olarak gerekse hukuki düzenleme anlamında köklü reformlar yapılmıştır. İçsel bilgiyle bağlantılı olanlar da dahil olmak üzere, piyasa bozucu eylemlerin idari denetim ve yaptırım sistemine ilişkin Piyasa Bozucu Eylemler Direktifi (Directive 2003/6 EC) güncellenerek Tüzük²² haline getirilmiş ve AB sermaye piyasası hukukunda bir ilk gerçekleştirilerek piyasa bozucu eylemler için cezai yaptırımlar içeren bir Direktif²³ düzenlemesi yapılmıştır. Cezai düzenlemenin yanında idari bir rejime de yer verilmesi ve idari rejimin direktif yerine tüzük şeklinde oluşturulması ile uygulamadaki uyumun artırılması istenmiştir²⁴. Bu bilgiler ışığında, AB hukukunda 2008 finansal krizi sonrası yapılan değişikliklerle sermaye piyasası hukuku ihlallerinin çok daha sistematik ve kapsamlı ve bir hukuki çerçeveye oturtulmuş olduğunu söylemek mümkündür²⁵.

Türk sermaye piyasası mevzuatı ise, 2012 yılında 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SerPK) yürürlüğe girmesiyle önemli ölçüde değişikliğe uğramıştır. Kanun gerekçesinde mevzuat değişikliğine gidilmesinin etkenlerinden birinin, 2008 krizi ile birlikte özellikle ABD ve AB düzenlemelerinde yapılan önemli reformların takip edilmesi yoluyla Türkiye piyasasını geliştirme hedefi olduğundan bahsedilmiştir²⁶. Dolayısıyla, gerekçede de ifade edildiği şekilde, güncel sermaye piyasası mevzuatı AB müktesebatına tam uyum çerçevesinde hazırlanmıştır. Gerçekten de AB ve Türk hukuku birlikte incelendiğinde önemli bir bölümün çeviri yöntemiyle AB düzenlemelerinden iktibas edildiği ve büyük oranda örtüşme olduğu görülmektedir. Türk hukukunda, çalışma kapsamında incelenecek olan içsel bilgi kavramına ilişkin AB düzenlemelerinde bulunan detaylı açıklamalara genel itibarıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) tebliğ ve rehberlerinde yer verilmiştir. Kanun gerekçesinde de SerPK'nin bilinçli olarak çerçeve kanun şeklinde dizayn edildiği ve piyasaların gelişimine kolay uyum sağlanmasında esneklik imkânı verecek olan ikincil idari otorite düzenlemelerine önem verildiği açıkça ifade edilmiştir.

²¹ Kern Alexander/ Vladimir Maly, "The New EU Market Abuse Regime and The Derivatives Markets", *Law and Financial Markets Review*, 9(4), 2015, <<https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/lawfinancmr9&div=38&id=&page=>>> Erişim Tarihi 10 Ağustos 2020, s. 244-245.

²² (EU) No 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü.

²³ Piyasa Bozucu Eylemlere İlişkin Cezai Yaptırımlar Direktifi (Directive 2014/57/EU).

²⁴ Çünkü AB sisteminde tüzükler doğrudan uygulanabilir düzenlemelerken direktiflerin üye devletlerin iç hukuklarına uyarlanmaları söz konusudur. Bu uyarılama sürecinde ise çeşitli farklılıklar ortaya çıkabilmektedir.

²⁵ McVea, s. 650-651; Boskovic/ Cerruti/ Noel, s. 1.

²⁶ SerPK'nin genel gerekçesi için bkz. Türkiye Büyük Millet Meclisi Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), <<https://www5.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>> Erişim Tarihi 10 Temmuz 2020, s. 9-11.

II. AB VE TÜRK HUKUKUNDA İÇSEL BİLGİ KAVRAMINA İLİŞKİN KAMUSAL MÜDAHALE SİSTEMİ

A. İdari ve Cezai Kamusal Müdahale Sistemlerine İlişkin Genel Bilgiler

Mevzuatımızdaki içsel bilgiye ilişkin düzenlemelerde, SPK tarafından oluşturulan ikincil mevzuat öncü rol oynamaktadır. AB mevzuatında piyasa bozucu eylemlere ilişkin düzenlemeler (*market abuse*) kapsamında denetim ve yaptırıma tabi tutulan içsel bilgiye ilişkin yükümlülükler, ülkemizde de piyasa bozucu eylemler başlığı altında düzenlenmiştir. AB Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'nde (PBE Tüzüğü) yer alan içsel bilgiye ilişkin idari düzenlemeler ve yasaklamaların mevzuatımıza uyarlanması Kurul tarafından oluşturulan II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği (ÖDT), bu Tebliğ'e dayalı olarak çıkarılmış olup Kurul Kararı hükmünde kabul edilen Özel Durumlar Rehberi (ÖDR) ve VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği (PBE Tebliği)²⁷ ile gerçekleşmiştir. ÖDT ve ÖDR'de içsel bilginin unsurlarına ilişkin detaylı açıklanmalar ve yükümlülükler düzenlenmişken PBE Tebliği'nde, SerPK uyarınca idari yaptırım gerektirecek olan açıklama yükümlülüklerine ve içsel bilgiye ilişkin diğer hukuka aykırılık hallerine ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. AB Piyasa Bozucu Eylemler İçin Cezai Yaptırımlar Direktifi (PBE Cezai Direktifi) kapsamındaki içsel bilginin kullanımına ve açıklanmasına ilişkin suç düzenlemelerinden bir kısmı ise SerPK'nin "bilgi suisitimali" başlıklı 106. Maddesinde yer almaktadır.

Piyasa bozucu eylemler, SerPK'nin "*İdari Para Cezası Gerektiren Fiiller ve Sermaye Piyasası Suçları*" başlıklı altıncı kısmında yer alan 104. Maddede; "*Makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemler, bir suç oluşturmadığı takdirde, piyasa bozucu nitelikte eylem sayılır*" denilerek genel bir şekilde tanımlanmış olmakla birlikte, aynı maddede piyasa bozucu eylemlerin neler olduğunun Kurul tarafından belirleneceği ifade edilmiştir. Piyasa bozucu eylemlerin tanımında, "*bir suç oluşturmadığı takdirde*" ifadesine yer verilmiş olması bu tür eylemlere ilişkin suç tanımlarının kabahat niteliğinde olan idari düzenlemelerdeki tanımlarla örtüşmesinden kaynaklanmaktadır. Bu örtüşmenin sebebi, ekonomik alanlardaki hukuk kurallarının genel itibariyle idare hukuku kapsamında yer alması ve bu kurullarla getirilen yükümlülüklerin cezai düzenlemeleri de şekillendirmesidir²⁸. Dolayısıyla sermaye piyasası suçlarının da bu alandaki düzenleyici idari otorite olan SPK tarafından ortaya konulan kurullarla örtüşmesi normal olduğu gibi suç

²⁷ 21.1.2014 tarihli ve 28889 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

²⁸ Selman Dursun, *Sermaye Piyasasında Gerçeğe Aykırılıktan Doğan Suçlar*, On İki Levha Yayıncılık, 2010, s. 111-117.

konusunda üye devletlere bir uyarıda bulunulmuştur³². Bu durumda üye devletlerin aynı fiil için idari ve cezai yaptırımlardan yalnızca birini uygulama imkânı olabileceği düşünülse de böyle bir uygulamanın çoğunlukla benimsenmediği iddia edilmektedir³³. AB mevzuatı ile ilgili bu durumun temel hak ve özgürlüklerin korunması bakımından yeterli güvenceyi sağlayamayabileceği düşünüldüğünde, Türk hukukunda piyasa bozucu eylemlere ilişkin idari ve cezai yaptırım sisteminin aynı anda uygulanmasının doğrudan kanuni düzenlemeler ile engellenmesi, kamusal müdahalenin dengelenmesi açısından yerinde olmuştur.

B. İçsel Bilgiye İlişkin İdari Düzenleme, Denetim ve Yaptırım Sistemleri

Yukarıda da bahsedildiği gibi SPK'nin düzenleme yapma yetkileri son derece güçlü olmakla birlikte, Kurul'un faaliyet izni verme, piyasa aktörlerini denetleme ve denetimler sonucu idari yaptırım uygulama yetkileri de önem arz etmektedir. Neticede denetim ve yaptırım mekanizması, sermaye piyasası düzenlemelerindeki işlevselliğin ön şartı olup sınırlı kaynaklara sahip idari otoritelerin denetim ve yaptırım yetkilerinin kurgulanışı piyasa etkinliği için belirleyici olacaktır³⁴. Bu bağlamda, aşağıda AB düzenlemeleri ile karşılaştırmalı olacak şekilde içsel bilgiye ilişkin SPK düzenlemeleri ortaya konulmuş, daha sonra piyasadaki eylemlerin bunlara uygunluğunun denetimi kapsamındaki Kurul yetkilerine ve aykırılık halinde gündeme gelebilecek idari ve cezai yaptırım mekanizmalarına ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır.

1. İçsel Bilgiye İlişkin Yükümlülük ve Yasaklama İçeren Temel İdari

Düzenlemeler

a. İçsel bilginin unsurları

İçsel bilgiye ilişkin yükümlülüklerin incelenmesinden önce içsel bilginin unsurlarına ilişkin detaylı açıklamalar yapılması faydalı olacaktır. AB PBE Tüzüğü'nün 7/1(a). Maddesinde, doğrudan veya dolaylı olarak, bir veya birden fazla ihraççıyla veya sermaye piyasası aracısıyla ilgili olan, henüz kamuya açıklanmamış ve açıklandığı takdirde ilgili sermaye piyasası araçlarının veya ilgili türev araçların fiyatları üzerinde önemli etkiye sahip olabilecek kesin nitelikte bilgi şeklinde düzenlenen içsel bilgi tanımındaki unsurlar ve bunlara ilişkin açıklamalar, Türk hukuku kapsamında II-15.1 sayılı ÖDT'de ve ÖDR'de yer

³² Bkz. Piyasa Bozucu Eylemler İçin Cezai Yaptırımlar Direktifi gerekçesinin 23. Maddesi.

³³ Andrea Perrone, "EU Market Abuse Regulation: The Puzzle of Enforcement", *European Business Organization Law Review*, 21, 2020, <<https://link.springer.com/article/10.1007/s40804-019-00171-x>> Erişim Tarihi 18 Ağustos 2020, s. 382.

³⁴ John Armour/ Dan Awrey/ Paul Davies/ Luca Enriques, Jeffrey N Gordon/ Colin Mayer/ Jennifer Payne, *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2016, s. 835.

almaktadır. Bu iki düzenlemedeki açıklamalar uyarınca Türk hukukunda da doğrudan veya dolaylı olarak ihraççılara veya sermaye piyasası araçlarına ilişkin olan, nitelikleri belirli, kamuya açıklanmamış ve açıklandığı takdirde ilgili sermaye piyasası aracının değerinde veya yatırımcıların yatırım kararlarında etkili olabilecek bilgilerin içsel bilgi olarak kabul edildiği söylenebilir³⁵. Ayrıca, belirtmek gerekir ki AB PBE Tüzüğü'nde 2008 finansal krizi sonrası yapılan değişikliklerle, mala dayalı türev araçların fiyatlandırmasını etkileyen ve aynı şekilde türev araç piyasasından etkilenen, teslimatın ve ödemenin işlem tarihinde vadesiz bir şekilde yapıldığı mala dayalı spot piyasa sözleşmeleri (spot emtia sözleşmeleri) için de aynı içsel bilgi tanımı geçerli olduğu kabul edilmişse de³⁶, mevzuatımızda spot emtia sözleşmelerine ilişkin böyle bir düzenleme bulunmamaktadır. Halbuki Türkiye piyasalarında da spot piyasadaki bir emtia sözleşmesi konusunda içsel bilgiye sahip olan kişilerin bu bilgiden dolayı ilgili emtianın fiyatında ileri tarihte bir değişim olacağını bilmeleri ve finansal piyasalarda bu bilgiyi kullanarak ilgili emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapmak suretiyle haksız şekilde avantajlı konum elde etmeleri mümkündür. Dolayısıyla mevzuatımıza aynı içsel bilgi tanımının bu tür sözleşmeler için de geçerli olacağına ilişkin bir düzenleme eklenmesi değerlendirilmelidir.

İçsel bilginin ilk unsuru olan bir ihraççıyla veya sermaye piyasası aracıyla doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili olma durumu, bilginin ihraççının kendi faaliyetleri sonucu ortaya çıkan içsel koşullara ilişkin olması anlamına gelebileceği gibi ihraççı dışında gelişen koşullardan da kaynaklanabilmektedir³⁷. İhraççıların veya ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının dolaylı bir şekilde etkilenmesi, daha çok devletin ekonomik politikaları sebebiyle ortaya çıkan piyasa bilgilerinden etkilenme şeklinde gerçekleşmektedir³⁸. Fakat dolaylı

³⁵ ÖDT'de içsel bilgi; "*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeler*" şeklinde tanımlanmıştır (II-15.1 m. 4/1(e)). ÖDR'de ise içsel bilgi tanımı "*Somut bir olaya ilişkin (nitelikleri belirli), rasyonel bir yatırımcının yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği, kamuya açıklanmamış durumlarla ilgili, bilgiyi kullanan kişiye bu bilgiden haberi olmayan diğer yatırımcılara nazaran avantaj sağlayabilecek olan, kamuya açıklandığı takdirde söz konusu sermaye piyasası aracının değerinde, fiyatında veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etki yaratabilecek, bilgi, olay ve gelişmeler*" şeklinde yapılmıştır. Bkz. Özel Durumlar Rehberi, s. 3-4.

³⁶ AB PBE Tüzüğü m. 7/1(b).; Spot emtia sözleşmeleri için aynı içsel bilgi tanımının geçerli olması sayesinde spot piyasada içsel bilgiye sahip olan kişilerin finansal piyasalarda bu bilgiyi kullanarak ilgili emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapması engellenmek istenmiştir. Çünkü spot piyasadaki bu tür bilgiler vadeli işlem piyasaları gibi türev araç piyasaları için doğrudan içsel bilgi oluşturabilmektedir. Bkz. PBE Tüzüğü gerekçesinin 20. Maddesi.

³⁷ İhraççıları etkileyebilecek dışsal koşullara örnek olarak ihraççının faaliyetlerinin kamusal otoritelerce durdurulması, ihraççının sektörüne yönelik önemli mevzuat değişiklikleri veya başka kurum veya kuruluşların aldığı kararların ihraççının faaliyetlerini ilgilendirmesi gösterilebilir. Bkz. Özel Durumlar Rehberi, s. 10.

³⁸ Doktrinde, sermaye piyasalarında etki doğurabilecek devlet politikalarının yalnızca ekonomik alanla ilgili olması gerekmediği ifade edilmiştir. Bu duruma ise, güvenlik ve dış politika kararlarının ithal ürünlerin fiyatlarını belirleyici rolü örnek gösterilmiştir. Cem Şenol, "İçeriden Öğrenilen Bilgi ve İçeriden Öğrenen Kavramlarının Ceza Hukuku Açısından İncelemesi", *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(2), 2012,

bilgileri açıklama yükümlülüklerinin doğması için bu tür bilgilerin içsel bilginin tüm unsurlarını taşımasına dikkat edilmelidir. Bu noktada dolaylı piyasa verilerinin henüz kamuya açıklanmamış olmasına yönelik unsurun varlığı önem arz etmektedir. ÖDR düzenlemesine göre, içsel bilgiye ilişkin yükümlülüklerin doğmasında bilginin kamuya açıklanmamış olması unsuruyla kastedilen, mevzuata uygun platformlarda ve içerikte bir açıklama yapılmamış olmasıdır³⁹. Dolayısıyla Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)⁴⁰ veya Kurul internet sitesi gibi resmi platformlar haricinde basına yapılan açıklamalarda yer alan bilgiler, kamuya açıklanmamış bilgi sayılacaktır. Fakat belirtmek gerekir ki bilginin mevzuata uygun şekilde açıklanması, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmiş sayılması kapsamında değerlendirilmesi gereken bir husustur⁴¹. Bir bilginin içsel bilgi sayılabilmesi için gerekli unsurlardan olan kamuya açıklanmamış olma unsurunun tespitinde ise, bilginin ihraççının yükümlülüklerini yerine getirmemesi veya üçüncü bir kişinin eylemi gibi herhangi bir sebepten dolayı kamunun erişimine açık hale gelmemiş olması dikkate alınmalı ve aksi durumda söz konusu bilgi içsel bilgi niteliğini yitirmelidir⁴². Çünkü bilginin yayıldığı kişi sayısı herhangi bir şekilde arttıkça ilgili sermaye piyasası aracının fiyatı bu bilgiyi yansıtır hale gelecek ve dolayısıyla kişilerin bu bilgiyi kullanarak haksız avantaj elde etmeleri mümkün olmayacaktır⁴³.

İhraççıların kendilerini dolaylı olarak ilgilendiren ve dışsal koşullara bağlı olan tüm önemli bilgileri açıklamakla yükümlü tutulması, büyük bir titizlik gerektirdiği için ihraççılar için ağır bir yük oluşturabilecektir. AB mevzuatında bu denge gözetilerek açıklama yükümlülüğü kapsamındaki içsel bilgi, ihraççıları doğrudan ilgilendiren bir bilgi olarak düzenlenmişken aşağıda incelenecek olan ve kullanılması piyasa bozucu eylem oluşturan içsel bilginin tanımında, ihraççıları veya sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak ilgilendiren bir bilgidен bahsedilmektedir⁴⁴. Böylece dolaylı içsel bilgilerin gözden kaçırılarak

<<https://dergipark.org.tr/tr/pub/hacettepehdf/issue/44819/557478>>, Erişim Tarihi 27 Ekim 2020, s. 130.

³⁹ Özel Durumlar Rehberi, s. 5

⁴⁰ 6362 sayılı SerPK ile açıklama yükümlülüğü kapsamındaki tüm bilgilerin kamuya duyurulduğu özel bir elektronik sistem olan Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) oluşturulmuştur (SerPK m. 3/1(k)).

⁴¹ Özel Durumlar Rehberi'nde yer alan "İçsel bilginin basın toplantısı, basın-yayın organları, internet veya buna benzer yollarla kamuya duyurulmuş olması, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirildiği anlamına gelmez." ifadesinden de Rehber'de kamuya açıklama unsurunun kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmesi kapsamında ele alınmış olduğu anlamı çıkmaktadır.

⁴² Konu ile ilgili AB doktrininde yer alan tartışmalar için bkz. Carsten Gerner-Beuerle, "Market Behaviour", Mathias Lehmann/ Christoph Kumpan (Ed.), *European Financial Services Law Article- by- Article Commentary*, Hart Publishing, 2019, s. 685-686; Bilginin kamuya açıklanmış sayıldığı durumlara ilişkin İngiliz hukukundan örnekler için bkz. Şenol, s. 131.

⁴³ Turanboy, s. 59-60.

⁴⁴ AB PBE Tüzüğü'nün 17. Maddesinde ihraççıları doğrudan ilgilendiren içsel bilgilerin kamuya açıklanması gerektiğinden bahsedilmekteyken içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamındaki içsel bilgi tanımını içeren 7. Maddede içsel bilginin doğrudan veya dolaylı olarak bir veya birden çok ihraççıya ya da sermaye piyasası

açıklanmaması kabul edilebilir bir durum olarak görülürken bu bilgileri kullanarak avantaj elde etmeye çalışmak piyasa bozucu eylemler kapsamında değerlendirilmiş ve dengeli bir kamusal müdahale mekanizması oluşturulmaya çalışılmıştır. Dolayısıyla AB düzenlemesindeki bu hususun, Türk hukukuna da aktarılmasının doğru olacaktır.

İçsel bilginin niteliklerinin belirli olması unsuru ise; bilginin mevcut veya rasyonel olarak gerçekleşmesi muhtemel⁴⁵ olay veya koşulların göstergesi olması, söz konusu olay veya koşulların sermaye piyasası araçlarının değerindeki veya yatırımcıların yatırım kararlarındaki etkilerini değerlendirebilecek kadar belirli olması ve somut olgulara dayanması anlamına gelmektedir⁴⁶. Bilginin somut olgulara dayanması, spekülasyon bilgileri içsel bilgi kapsamından çıkarmaya yöneliktir⁴⁷. Neticede sermaye piyasası işlemlerinin temelinde spekülasyonlar yattığı için⁴⁸ kişisel tahmine dayalı spekülasyonların kamuya açıklanması kamunun aydınlanması yerine piyasalarda bilgi kirliliğine sebep olacaktır. Ayrıca ÖDR'ye göre, bilginin oluşum süreçlerindeki aşamalar için de nitelikleri belirli somut bilgi değerlendirmesi yapılmalıdır. Bu durumda söz konusu aşamaların da içsel bilgi sayılması ve kamuya açıklanması gerekebilecektir. Rehber'de bu durumu örneklemek adına, bir şirketin başka bir şirketin yönetimini ele geçirmeyi planlamasının, plan gerçekleşmese dahi içsel bilgi oluşturabileceği ifade edilmiştir⁴⁹.

Özel Durumlar Rehberi'nde içsel bilginin sermaye piyasası araçlarının değerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek olması unsurunun tespiti için ise, AB düzenlemeleri ile uyumlu bir şekilde rasyonel bir yatırımcının söz konusu bilgiyi yatırım kararlarında

aracına ilişkin olması gerektiği ifade edilmiştir.

⁴⁵ Avrupa Adalet Divanı tarafından içsel bilgiye ilişkin bir olayda verilen kararda, gelecekte oluşması beklenen durum ve olayların içsel bilgi sayılması için en azından gerçekleşme ihtimalinin gerçekleşmeme ihtimaline göre daha yüksek olması gerektiği yönünde değerlendirmeler yapılmış ve gerçekleşme ihtimali yüksek olmayan durum ve olaylarda dahi o durum veya olayın sermaye piyasası araçlarının değerine etkisini göz önünde bulundurmamak gerektiği ifade edilmiştir. Avrupa Adalet Divanı, Markus Geltl v Daimler AG, C-19/11, 28 Haziran 2012, <<https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=124466&doclang=EN>>, Erişim Tarihi 10 Ağustos 2020, §49-56.

⁴⁶ Özel Durumlar Rehberi, s. 4.

⁴⁷ Turanboy, s. 56.

⁴⁸ Şenol, s. 132-133.

⁴⁹ Özel Durumlar Rehberi, s. 6.; Fakat bu tür planların aşamalarının içsel bilgi oluşturması için, tarafların planlanan durumla ilgili gerekli incelemeleri yapmış olmaları ve böylece belirli bir mutabakata varmaları sebebiyle sonuca kesin gözüyle bakılması önemlidir. Neticede içsel bilginin oluşum sürecinde sonuca yaklaşıldıkça, ortaya çıkan durumun sermaye piyasası araçlarının değerini veya yatırımcıların yatırım kararını etkileme olasılığı da artmaktadır. Veliye Yanlı, "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında 'İçsel Bilgi' Kavramı", Güzin Üçışık/ Vedat Akgiray/ İbrahim Kurban/ Bünyamin Gürpınar/ Harun Kılıç/ Faruk Celep (Düz.), *Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu*, Renk Matbaacılık, 2011, <<https://docplayer.biz.tr/666339-Anonim-sirketler-ve-sermaye-piyasasi-hukukunda-guncel-gelismeler-turk-alman-uluslararasi-sempozyumu-25-26-haziran-2010.html>>, Erişim Tarihi 20 Mayıs 2020, s. 267.

dikkate alabilecek olması kriteri getirilmiştir⁵⁰. Doktrinde, bu unsurun içsel bilgiye ilişkin yükümlülüklerin temelini oluşturduğu kabul edilmiş ve tespit edilebilmesi için ihraççıların şirket yapısı veya faaliyet sektörü gibi birçok etkenin, her olayın özelliğine göre göz önünde bulundurulması gerektiği ifade edilmiştir⁵¹.

b. İçsel bilginin açıklanması ve açıklamanın ertelenmesine ilişkin yükümlülükler

Şirketlere ait sermaye piyasası araçlarının değeri yeni bilgi, olay ve gelişmelere göre devamlı olarak değişebilmektedir⁵². Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının değerindeki değişim beklentisine göre yatırım kararı alacak yatırımcılar için söz konusu bilgi, olay ve gelişmelerden derhal haberdar olabilmek son derece önemlidir. SerPK’de sermaye piyasası araçlarının değerini veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bu tür bilgi, olay ve gelişmeler “özel durumlar” olarak adlandırılmış ve bunlarla ilgisi olan tarafların veya sermaye piyasası araçlarını ihraç edenlerin bu hususları kamuya açıklaması zorunlu tutulmuştur (SerPK m. 15/1). VI-104.1 sayılı PBE Tebliği’nde, özel durum açıklaması kapsamında kamuya açıklanması zorunlu olan ve “*sermaye piyasası araçlarının fiyatları, değerleri veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte*” olan açıklamaların yapılmaması piyasa bozucu eylem olarak kabul edilmiştir (m. 6/3).

Özel durum açıklamalarına ilişkin yükümlülüklerin detayı, II-15.1 sayılı ÖDT ve ÖDR ile SPK tarafından düzenlenmiştir. Özel durum açıklamaları kapsamında açıklanması ve kamuya duyurulana kadar da gizli tutulması gereken bilgiler⁵³, içsel bilgi ve sürekli bilgi ayrımına tabi tutulmuştur. Sürekli bilgi “*içsel bilgi tanımı dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeleri*” ifade ediyor olmakla birlikte, kamuya açıklanması gereken “sürekli bilgiler” Kurul tarafından belirlenerek ilgili II-15.1 sayılı Tebliğ maddelerinde gösterilmektedir (II-15.1 m. 4/1(p)). Sürekli bilgi kavramının piyasa koşullarına göre yapılacak bir değerlendirme üzerine genişleyip değişebilecek bir kavram olmasından dolayı, çalışmanın ve mevzuat karşılaştırmasının konusu içsel bilgi ile sınırlandırılmıştır. Dolayısıyla çalışmanın devamında yalnızca içsel bilgiye ilişkin değerlendirmelere yer verilecektir.

İçsel bilgilerin açıklanması yükümlülüğü, temelde ihraççılara ait bir yükümlülük olmakla birlikte söz konusu bilgilerin bir ihraççının toplam oy haklarının, sermayesinin veya

⁵⁰ Özel Durumlar Rehberi, s. 5.

⁵¹ Yanlı, s. 263-364; Söz konusu unsurun tespiti için Rehber’de bir takım yol gösterici önerilere de yer verilmiştir. Kurul önerilerine göre, benzer bilgilerin geçmişte piyasada yarattığı etki, bilginin yatırımcıların ve analistlerin en çok merak ettiği konulara ilişkin olması gibi değerlendirmeler içsel bilginin sermaye piyasası araçlarının değerini veya yatırımcıların kararını etkileyeceğine işaret edebilecektir. Özel Durumlar Rehberi, s. 4

⁵² Mustafa İhtiyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, Beta, 2016, s. 176.

⁵³ II-15.1 sayılı Tebliğ, m. 25.

imtiyazlı paylarının %10'una sahip kişiler tarafından o ihraççının bilgisi olmaksızın öğrenilmesi halinde, ilgili kişiler için de açıklama yapma yükümlülüğü doğmaktadır (II-15.1 m. 5). İçsel bilgilere ilişkin özel durum açıklamaları, payları borsada işlem gören ihraççılar tarafından KAP'ta yapılmalıdır (II.15.1 m. 23/2). Ayrıca ihraççılar tarafından KAP'ta yapılan açıklamaların ihraççıların internet sitesinde de ilan edilmesi zorunlu tutulmuştur (II-15.1 m. 24/5)⁵⁴. Yapılacak özel durum açıklamaları yatırımcıların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olmalıdır. Bununla birlikte, doğru bir değerlendirme yapılabilmesi için gerekli olduğu takdirde, açıklamalarda belirli miktarlara, tutarlara veya açıklanacak durumun karşı tarafına da yer verilmeli, henüz kesinleşmemiş özel durumlara ilişkin açıklamalarda belirsizliklerin olduğu ifade edilmeli ve yatırımcıların yanlış fikir edinmelerine neden olmayacak şekilde açıklama yapılmalıdır (II-15.1 m. 24).

Diğer taraftan, bir içsel bilginin öğrenildiği veya ortaya çıktığı anda açıklanması, ihraççılar için olumsuz sonuçlar da doğurabilmektedir. Bu durum karşısında, ÖDT'de yer alan belirli şartlar çerçevesinde içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesine imkân tanınmıştır. Tebliğ'de bu şartlar; ihraççıların ertelemeyen doğabilecek sorumlulukları üzerlerine almaları, kendi meşru çıkarlarının zarar görmemesi amacıyla ve yatırımcıların yanıltılmasına sebep olmayacak şekilde hareket etmeleri ve açıklanması ertelenen bilgilerin gizliliğini sağlamaları olarak ifade edilmiştir (II-15.1 m. 6/1). ÖDR'de özellikle gündemde olan bir anlaşmanın olası sonuçlarının açıklanması halinde anlaşma konusu sürecin olumsuz etkilenmesi ile ihraççının meşru çıkarlarının zarar görebileceği durumların ortaya çıkabileceği ifade edilmiştir. Doktrinde bu duruma örnek olarak finansal güçlük içerisindeki şirketin kredi başvurusunda bulunmasının yatırımcılar tarafından duyulması halinde şirketin daha büyük zarara girerek kredi alamayacak hale gelmesi ihtimali gösterilmiştir⁵⁵. Bu tür durumlarda yatırımcıların

⁵⁴ İhraççılar dışındaki gerçek veya tüzel kişiler tarafından payları borsada işlem gören ortaklıklar ile ilgili yapılacak özel durum açıklamaları da KAP işleticisine gönderilmekte ve KAP işleticisi tarafından platformda gerekli duyurular yapılmaktadır (II-15.1 m. 23/4). Payları borsada işlem görmeyen ihraççılar ise içsel bilgileri Kurul'a bildirmeli ve ilgili açıklamalar Kurul tarafından kamuya duyurulmalıdır (II-15.1 m. 23/2).

⁵⁵ Yanlı, s. 268; AB PBE Tüzüğü'nde bu durum kamu yararının korunması amacıyla erteleme imkanına ilişkin bir maddede ayrı bir erteleme sebebi olarak düzenlenmiştir (m. 17/5). Kamu yararının korunması amaçlı erteleme imkânı, kredi kuruluşu veya yatırım kuruluşu sıfatına da sahip olan ihraççılar özelinde düzenlenmiştir. Bu ihraççıların büyük bankalar gibi tüm finansal sistemi etkileyebilecek kuruluşlar olmaları sebebiyle, açıklanacak bilginin finansal istikrar ve kamu yararı için tehlike oluşturacak bir bilgi olması gerekmektedir. Tüzük'te finansal istikrarı bozabilecek bilgilere örnek olarak; bu kuruluşların mali durumlarının geçici olarak bozulması sonucu bir merkez bankasına veya başka bir kredi kurumuna finansal destek için başvuruda bulduklarına dair bilgiler gösterilmiştir. Ayrıca kamu yararını koruma amaçlı erteleme imkanında, meşru çıkarların korunması amacıyla ertelemeyen farklı olarak, ertelemenin yatırımcıları yanıltılmayacak olması şartına yer verilmiştir. Bu şartta yer verilmemiş olsa da erteleme imkanından yararlanmak isteyen ihraççıların kamusal otoritelerden izin alması zorunlu tutulmuştur. Dolayısıyla, söz konusu erteleme düzenlemesinde, finansal istikrarı koruma amacının, yatırımcıların yanıltıcı durumlara karşı korunması amacına tercih edilmiş olduğunu söylemek mümkündür. Neticede bu tür bir erteleme durumunda finansal istikrarın sağlanması adına

yanıtılmaması şartının gerçekleşmesi için ihraççıların erteme süreci boyunca yapacakları açıklamaların ve oluşturacakları alginın ertelenen bilgiyle çelişmemesi gerekmektedir⁵⁶. Ertelenen bilgilerin gizliliğinin sağlanması ise Tebliğ'de ihraççılara yönelik olarak düzenlenmiş bir başka yükümlülük olan içsel bilgilere erişimi olan kişilerin listesini hazırlama ve bildirme yükümlülüğü⁵⁷ ile bağlantılıdır. Bu bağlamda ihraççılar, Merkezi Kayıt Kuruluşu'na (MKK) bildirecekleri içsel bilgiye erişimi olan kişiler listesinde yer almayan kişilerin içsel bilgilere erişimini önleyecek düzenlemeler yapmak ve aynı zamanda içsel bilgilere erişimi olan kişileri de bu bilgilerle ilgili yükümlülüklerden ve yaptırımlardan haberdar edip kabul beyanlarını almak zorundadırlar (II-15.1 m. 6/3). Bu şekilde gizlilik sağlanamaması halinde ise ihraççıların içsel bilgileri kamuya açıklamaları gerekmektedir⁵⁸.

İçsel bilgi açıklama yükümlülüğü kapsamında Tebliğ'de açıklanması zorunlu tutulan bir diğer husus, ihraççının idari sorumluları⁵⁹, bunlarla yakın ilişkili kişiler⁶⁰ ve ihraççının ana ortağı tarafından ihraççının payları ve bu paylara dayalı diğer sermaye piyasası araçları (paya dayalı türev araçlar da dahil olmak üzere) üzerinde gerçekleştirilen işlemlerin tutarının belirli bir miktarı aşması durumunda gündeme gelmekte ve gerekli açıklamaların işlemleri gerçekleştiren kişiler tarafından yapılması öngörülmektedir (II-15.1 m. 11). Bu düzenlemede, idari sorumluluğu bulunan kişilerin ihraççıyı ilgilendiren içsel bilgilere erişiminin kolaylığı ve bu kişilerin sahip oldukları içsel bilgileri yakın ilişki içerisinde oldukları kişilerle de paylaşma

yatırımcıların ilgili kurumların finansal anlamda güçlü olduklarına inanmaya devam etmesi gerekmektedir. Bu açıklamalar ışığında, mevzuatımızda da içsel bilgi açıklamalarının ertelenmesine ilişkin düzenlemelerin devamında bu tür bir erteleme imkanına da yer verilmesi, piyasaların bütüncül ve kapsamlı bir şekilde gözetimi açısından faydalı olabilecektir.

⁵⁶ Özel Durumlar Rehberi, s. 20.

⁵⁷ II.15.1 sayılı ÖDT'ye göre içsel bilgiye erişimi olanların listesinde, iş akdi ile veya başka bir şekilde ihraççıya bağlı olarak çalışan ve içsel bilgiye düzenli erişimi olan çalışanların yer alması gerekmektedir. Ayrıca Tebliğ'de idari sorumluluğu bulunan kişilerin içsel bilgiye sahip olduğu da varsayılmıştır (m. 7/1,2).

⁵⁸ Tebliğ'e göre içsel bilgiye ilişkin açıklama yükümlükleri, ihraççıyla ilgili olarak herhangi bir kitlesel iletişim aracında çıkan ve içsel bilgi kapsamına girebilecek nitelikteki haber veya söylentilerin doğrulanması gerektiğinde de ortaya çıkmaktadır (II-15.1 m. 9). Bu tür bir doğrulama, haber veya söylentilerin ilk kez kamuya açıklanan bir konu ile ilgili olması veya daha önce ihraççının yaptığı açıklamalarla çelişmesi halinde yapılmalıdır. İhraççıların söz konusu haber veya söylentinin kamuya açıklanması ertelenmiş bir bilgiyle alakalı olduğunu fark etmesi halinde de erteleme koşullarının ortadan kalktığı kabul edilmekte ve ihraççıların ertelenen bilgiyi kamuya açıklamaları gerekmektedir (II-15.1 m. 9/2).

⁵⁹ ÖDT'te göre idari sorumluluğu bulunan kişiler, ihraççının yönetim kurulu üyeleri ve yönetim kurulu üyesi olmadığı halde içsel bilgiye erişimi olup ihraççı adına idari karar alabilen kişilerdir (m. 4/1(f)).

⁶⁰ ÖDT'ye göre yakın ilişkili kişiler; "1) İdari sorumluluğu bulunan kişinin eşini, çocuklarını ve idari sorumluluğu bulunan kişi ile söz konusu işlemin gerçekleştirildiği dönemde aynı evde ikamet eden kişileri, 2) İdari sorumluluğu bulunan kişiler veya (1) numaralı alt bentte belirtilen kişiler tarafından idari sorumlulukları üstlenilen veya doğrudan ya da dolaylı olarak bu kişiler tarafından kontrol edilen veya bu kişiler yararına kurulmuş olan veya ekonomik çıkarları esas olarak bu kişilerin ekonomik çıkarları ile aynı olan tüzel kişi, kurum veya ortaklıkları, 3) Sermaye piyasası aracı bir borsada işlem gören ihraççının Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış son yıllık finansal durum tablosundaki aktif toplamının %10 veya daha fazlasını oluşturan bağlı ortaklıklarının; (f) bendi ile bu bendin birinci ve ikinci alt bentlerinde belirtilen kişileri" ifade etmektedir (m. 4/1(g)).

veya bu kişilerin hesapları üzerinden işlem gerçekleştirme ihtimalleri göz önünde bulundurulmuştur. Bu durumda, Tebliğ'in 11. Maddesinde sayılan kişilerin belirli miktarın üzerinde işlem gerçekleştirmesi, kamuya açıklanmamış bir içsel bilginin varlığına işaret edebilmektedir. Dolayısıyla ilgili madde ile kamuya açıklanmamış bir içsel bilgiden haksız bir şekilde ve önemli tutarlarda menfaat temin edebilecek kişilerin sürekli bir piyasa gözetimi altında tutulmaları sağlanmak istenmiştir.

c. İçsel bilginin ilişkili olduğu sermaye piyasası aracında işlem yapma yasağı

PBE Tebliği'ne göre; içsel bilgiye sahip kişilerle bunların yakın ilişkili olduğu kişilerin, ihraççıların düzenlediği finansal tablo ve raporlar ile bu tablo ve raporlar için alınan bağımsız denetim raporlarının “*hazırlanmış hesap döneminin⁶¹ bitimini izleyen günden söz konusu tablo ve raporların mevzuata uygun şekilde kamuya durulmasına kadar geçen süre içerisinde*”, ihraççının sermaye piyasası araçlarında işlem yapması piyasa bozucu eylem olarak kabul edilmektedir (VI-104.1 m. 4/3). İçsel bilgiye sahip olan kişiler;

“ihraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarının yöneticilerini, ihraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları nedeniyle içsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişileri, iş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle içsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişileri⁶², içsel bilgi veya sürekli bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden kişileri⁶³, sahip oldukları bilginin içsel bilgi veya sürekli bilgi niteliğinde olduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişileri,”

ifade etmektedir (VI-104.1 m. 3/1(ç)). Tebliğ'deki eylemlerin oluşmasında herhangi bir manevi unsurun tespit edilmesi şart koşulmadığından, içsel bilgiye sahip olan kişi gruplarının idari yaptırıma tabi tutulabilmeleri için, sahip oldukları bilginin içsel bilgi olduğunun bilincinde olarak hareket etmeleri gerekmemektedir. Dolayısıyla Tebliğ'de “*içsel bilgilere sahip olan kişiler*” olarak ifade edilen kişilerin içsel bilgiye sahip oldukları varsayılmış ve bu kişilerin belirli davranışları sebebiyle piyasa bozucu eylemler gerçekleştirdikleri kabul edilmiştir⁶⁴. Fakat belirtmek gerekir ki içsel bilgilere sahip kişi gruplarından “*içsel bilgileri*

⁶¹ Kurul, 28.05.2014 tarihli ve 16/514 sayılı ilke kararında “hesap dönemi” ifadesinin 6 aylık ve 12 aylık dönemleri ifade ettiğini kabul etmiştir. Bu durumda her yılın ocak ayı ve temmuz ayının ilk gününden başlayacak yasak süresi finansal tabloların yayınlanmasıyla son bulacaktır.

⁶² Bu kapsamdaki kişilerin çalışma ve görev ilişkisi ihraççı ile olmak zorunda değildir. Örnek olarak bir borsa çalışanının işi gereği sahip olduğu bilgiler, bir kamu görevlisinin piyasaları etkileyecek bir hukuki reforma ilişkin önceden edindiği bilgiler veya bir merkez bankası çalışanının özellikle borçlanma araçlarındaki fiyatları etkileyebilecek olan faiz oranı değişikliklerinin yapılacağı bilgisine sahip olması da iş ve görev dolayısıyla edinilen içsel bilgi sayılabilmektedir. Moloney, s. 724.

⁶³ Suç işlemek suretiyle bir içsel bilgiye erişmek mümkünken piyasadaki fiyatlandırma üzerinde önemli etkiler doğurabilecek bir suçun kendisi de içsel bilgi sayılabilir. Gerner-Beuerle, s. 704.

⁶⁴ Çağlar Manavgat, “Türk Hukukunda ‘İçeriden Öğrenen’ Kavramı”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 19(4), 1998, <<https://www.jurix.com.tr/article/6067>> Erişim Tarihi 14 Ağustos 2020, s. 186.

suç işlemek suretiyle elde eden kişiler” ile “sahip oldukları bilginin içsel bilgi niteliğinde olduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler” için bu varsayımın geçerli olmayacağı açıktır⁶⁵.

Yukarıdaki piyasa bozucu eylem düzenlemesi ile faaliyet dönemleri sonunda finansal tabloların oluşturulduğu, bağımsız denetçinin tabloların mevzuata uygunluğunu değerlendirdiği ve henüz konuyla ilgili kamuya açıklamanın yapılmadığı dönemde, yönetim kurulu üyeleri veya yöneticilerin⁶⁶ bu sürece dahil olmalarından dolayı kamuya açıklanmamış bilgilere sahip oldukları varsayılmış ve bu bilgileri kullanmalarının önlenmesi amaçlanmıştır⁶⁷. Bu durumda, içsel bilgiye sahip olmayan ve ortaklıkla aralarında hukuki bir ilişki de bulunmayan eş, çocuk ve aynı evi paylaşan yakın ilişkili kişilerin yasak kapsamına alınmasının düzenleme amacını aştığı düşünülmektedir⁶⁸. Ayrıca pay sahibi olmaları veya meslek ya da görevleri sebebiyle içsel bilgiye sahip olduğu varsayılan herkesin finansal tablo ve raporların oluşum sürecine dahil olup bu konudaki içsel bilgileri edinmesi de mümkün gözükmemektedir⁶⁹. Sayılan tüm bu kişilerin, gerçekten içsel bilgiye sahip olarak bu bilgiye dayalı işlem yapmış olmaları da aranmadığından, söz konusu yasaklamanın kapsamının fazla geniş tutulduğunu söylemek yanlış olmayacaktır⁷⁰. Mevzuatımızdaki aşırı müdahale içeren bu düzenleme karşısında AB PBE Tüzüğünde, bu dönemdeki işlem yasağı yalnızca finansal tablolarla ilgili içsel bilgilere doğrudan ulaşabilecek olan yönetici kadrosu için getirilmiş ve hatta ihraççıların işleme onay vermesi şartıyla ve bazı istisnai gereklilik hallerinde yasaklı

⁶⁵ Doktrinde, sahip oldukları bilginin içsel bilgi olduğunun bilen kişilerin de varsayımına dayalı olarak piyasa bozucu eylem gerçekleştirdikleri iddia edilmiştir. Ali İhsan Karacan, *Sermaye Piyasası Hukuku Yazılar Cilt I*, Legal, 2017, s. 506.; Fakat bu kişilerin piyasa bozucu eylemlerden sorumlu tutulabilmesi için sahip oldukları bilginin içsel bilgi olduğunu bildiklerinin ispat edilmesi gerekeceğinden bu kişiler için varsayımsal bir piyasa bozucu eylemden bahsedilemeyecektir.

⁶⁶ PBE Tebliği'nde yönetici kavramının tanımlaması yapılmamıştır. Doktrinde, ihraççıları yöneticilerinin bilgiye erişmedeki avantajlı pozisyonlarının piyasadaki eşitliğe zarar vermesini engellemek amacı güden bir başka düzenleme olan Özel Durumlar Tebliği'ndeki idari sorumluluğu bulunan kişilere ilişkin tanımın yöneticiler için de kullanılabilmesi ifade edilmiştir. Karacan, s. 508.; Özel Durumlar Tebliği'ndeki tanım, “1) *İhraççının yönetim kurulu üyeleri*, 2) *Yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erişen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan kişiler*” şeklindedir (m. 4/1(f)).

⁶⁷ Manavgat, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, s. 275.

⁶⁸ Aynı yönde görüşler için bkz. Manavgat, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, s. 276.

⁶⁹ Bir ihraççının kurumsal pay sahiplerinin o ihraççı üzerindeki etkilerinin ve kararlara katılımının küçük pay sahiplerine göre çok daha fazla olması sebebiyle küçük pay sahiplerinin içsel bilgiye erişim imkanlarının son derece kısıtlı olacağı ve pay sahipliği sebebiyle içsel bilgiye de sahip olduğu varsayılan kişi grubuyla kastedilenin kurumsal pay sahipleri olması gerektiği yönünde görüşler için bkz. Moloney, s. 723; Turanboy, s. 82.

⁷⁰ Her ne kadar uygulamada içsel bilgiye sahip kişi kategorilerinde yer alanların bu bilgiyi kullanarak yakınlarının hesapları üzerinden işlem gerçekleştirme ihtimalleri yüksekse de vekaletname olmaksızın başkasının hesabından emir ileten veya işlem gerçekleştiren kişilerin ve bir başkasına kendi hesabını kullandıranların Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 7/2. Maddesi uyarınca idari yaptırıma tabi tutulması da mümkündür. Çalışmanın ilerleyen başlıklarında da ifade edileceği üzere, bu tür ilişkilerin ispatının son derece zor olması karşısında idari otoriteye farklı denetim yetkilerinin verilmesi gibi çözümler benimsenmelidir.

dönemde yöneticilerin ihraççının sermaye piyasası aracında işlem yapmaları mümkün kılınmıştır⁷¹. Dolayısıyla bu konuda AB mevzuatının kamusal müdahale ve serbest piyasa dengesini gözetmede daha özenli olduğunu söylemek mümkündür.

Benzer bir aşırılığa, içsel bilgiye ilişkin bir başka piyasa bozucu eylem düzenlemesinde daha rastlanmaktadır. İlgili düzenlemede, içsel bilgiye sahip olan kişilerin ve bunların yakın ilişkili olduğu kişilerin, “*içsel bilginin kesinleşmesinden mevzuata uygun şekilde kamuya duyurulmasına kadar geçen süre içerisinde*” bilginin alakalı olduğu sermaye piyasası araçlarında işlem yapmaları piyasa bozucu eylem olarak kabul edilmiştir (m. 4/4). AB PBE Tüzüğü’nde ise “içeriden öğrenenlerin ticareti” adı altında düzenlenen bu tür piyasa bozucu eylemler, yalnızca içsel bilgiye sahip olan kişi kategorileri için yasaklanmış olup bu kişilerin yakınları doğrudan içeriden öğrenenlerin ticareti yasağı kapsamında değerlendirilmemiştir⁷². Burada yakın ilişkili kişilerin kapsama alınmasının yanında, “içsel bilginin kesinleşmesi” ifadesinin kullanımının da sakıncalı olduğu düşünülmektedir. Doktrinde, bilginin sermaye piyasası aracının fiyatını, değerini veya yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek olması için kesinleşmeyi gerekli gören ve bu sebeple kesinleşmenin kamuya açıklanması gereken bir içsel bilginin ortaya çıkması için de şart olduğunu ifade eden görüşler bulunmaktadır⁷³. Fakat özel durum açıklamalarına ilişkin başlıkta da değinildiği üzere, ÖDR’de bir bilginin içsel bilgi sayılması için niteliklerinin belirli olması aranmıştır. Belirli nitelikte bilgi ise, mevcut veya rasyonel olarak gerçekleşmesi muhtemel olay veya koşulların göstergesi olan ve söz konusu olay veya koşulların sermaye piyasası araçlarının değerindeki veya yatırımcıların yatırım kararlarındaki etkilerini değerlendirebilecek kadar belirli ve somut olgulara dayanan bilgidir⁷⁴. Ayrıca Rehber’de açıkça içsel bilgiye ilişkin açıklamalarda henüz kesinleşmemiş unsurlara da yer verilmesi gerektiğinden bahsedilmiş⁷⁵ ve II-15.1 sayılı ÖDT’de ise henüz kesinleşmemiş olay veya koşullar sebebiyle belirsiz olan özel durumlara ilişkin açıklamaların içermesi gereken hususlar düzenlenmiştir (II-15.1 m. 24/2). Öte yandan, her ne kadar AB PBE Tüzüğü’nde de içsel bilginin nitelikleri belirli bir bilgi olma unsuru “kesin nitelikte” bilgi ifadesiyle düzenlenmişse de kullanılan bu ifade bilginin kesinleşmiş olması anlamında gelmemektedir. İlgili Tüzüğün 7. Maddesine göre kesin

⁷¹ Bu hükümler, Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü’nün 19/11 ve 19/12. Maddelerinde yer almaktadır.

⁷² AB mevzuatında içeriden öğrenenlerin ticareti yasağı kapsamında sayılan kişi grupları, Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü’nün 8. Maddesinin 1. Fıkrasında düzenlenmiştir.

⁷³ Manavgat, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, s. 275; Bu görüş karşısında, bilginin yeter derecede kesin olmasını içsel bilginin niteliklerinden biri olarak kabul eden ve bu yeter derece kesinliği de bilginin kaynağının güvenilir olması ile ilişkilendiren görüş için bkz. Turanboy, s. 55-56.

⁷⁴ Özel Durumlar Rehberi, s. 4.

⁷⁵ Özel Durumlar Rehberi, s. 20.

nitelikteki bilgi; mevcut veya gelecekte oluşması beklenen durum ve olaylara ilişkin bilgidir. Ayrıca bilginin kesin nitelikte sayılması için, söz konusu durum ve olayların bir sermaye piyasası aracı veya spot emtia sözleşmesi fiyatı üzerindeki muhtemel etkileri hakkında sonuç çıkarılabilecek kadar özelleştirilmiş olması yeterlidir. Dolayısıyla AB mevzuatına göre de içsel bilgiye dayalı işlemler yapılmasının piyasa bozucu eylem oluşturması için söz konusu bilginin kesinleşmiş olmasının aranmadığını söylemek mümkündür.

PBE Tebliği'nde içsel bilginin kamuya açıklanmasına ilişkin yükümlülüklerden farklı olarak bu bilgilerin kesinleşmesinden bahsedilmesinin, Tebliğ'de yasaklanan eylemin belirli bir içsel bilginin bilinçli bir şekilde kullanılmasına yönelik olmayışından kaynaklandığı düşünülebilir. Yasak kapsamında “içsel bilgiye sahip olan” kişi gruplarının ve bunların yakınlarının, içsel bilgiye sahip olduğunun varsayılması ve özellikle bu tür bir bilgiye dayalı olarak işlem yapmalarının aranmaması sebebiyle yasağın kesinleşmiş bilgilerle sınırlı tutulmasının makul bir yanı da bulunmaktadır. Çünkü içsel bilgiye veya sürekli bilgiye gerçekte sahip olmayan kişilerin belirli bir zaman aralığında yalnızca kendi yatırım kararları doğrultusunda işlem yapmasının yasaklanması ve işlemlerin piyasa bozucu eylem oluşturmadığı hususunda ispat yükünün bu kişilerin üzerinde bırakılması halihazırda ağır bir müdahaledir. Fakat aynı zamanda içsel bilgilere dayalı işlem yapıldığının ispatı son derece zor olacağından, belirli kişilerin konumlardan dolayı bu bilgilere sahip olduğunun varsayılması, piyasa bozucu etkisi olan eylemlerin yaptırıma tabi tutulabilmesi için tek yol olabilmektedir⁷⁶. Mevcut düzenlemede ise henüz kesinleşmemiş olan içsel bilgilerin oluştuğu dönemde, özellikle bu bilgilere erişim ihtimali yüksek olan kişi gruplarının ilgili sermaye piyasası aracında işlem yapması, piyasa bozucu eylemlere ilişkin yaptırım sisteminin dışında kalmaktadır. Bu bağlamda, içsel bilginin kesinleşmiş olmasını aramayan fakat aynı zamanda içsel bilgiye sahip kişilerin yakın ilişkili oldukları kişileri kapsam dışında tutan bir düzenleme değişikliğine gitmenin doğru olacağı düşünülmektedir. Fakat bu durumda dahi sorumluluktan kurtuluş, işlemin makul ekonomik veya finansal gerekçesini açıklamak ya da ilgili işlem sebebiyle piyasa işleyişinin bozulmadığını ispat etmek ile mümkün olacaktır⁷⁷. Dolayısıyla içsel bilgiye sahip oldukları ve bunu kullandıkları varsayılan kişiler için kurtuluş imkanlarının son derece belirsiz ve yol gösterici olmaktan uzak şekilde düzenlenmiş olması, uygulamada

⁷⁶ Bkz. Avrupa Adalet Divanı, Spector Photo Group kararı, §36-37.

⁷⁷ SerPK m. 104'te yer alan “*Makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemler*” şeklindeki piyasa bozucu eylemler tanımının aynı zamanda bu eylemlere ilişkin sorumluluktan kurtuluşun şartlarını da içerdiğini söylemek mümkündür. Dolayısıyla kişiler eylem ve işlemin makul ekonomik veya finansal gerekçesi olduğunu veya piyasaların çalışmasını bozacak nitelikte olmadığını ortaya koymak şartıyla sorumluluktan kurtulabileceklerdir.

sorun oluşturabilecektir.

Dikkat edileceği üzere bu başlık altındaki iki piyasa bozucu eylem türünde de yasaklanan davranış “işlem yapmak” olarak ifade edilmiştir. İşlem yapmak, teşkilatlanmış veya tezgahüstü piyasada alım veya satım yapmak anlamına gelmektedir. Dolayısıyla alım veya satım emrinin işleme dönüşmeden iptal edilmesi halinde işlem yapılmamış olacağı için emir iptal etmek veya emir değiştirmek fiilleri kapsam dışında kalmaktadır⁷⁸. Fakat içsel bilgiye dayalı olarak verilen emrin iptal edilmesinin veya değiştirilmesinin piyasa bozucu eylem olarak kabul edilmemesi, içsel bilgiye ilişkin piyasa bozucu eylem yasaklamalarının amacı ile bağdaşmamaktadır. AB PBE Tüzüğü’nde de içsel bilginin bağlantılı olduğu sermaye piyasası araçlarında emir iptal etmek ve emir değiştirmek de piyasa bozucu eylem olarak kabul edilmektedir (m. 8/1). Gerçekten de piyasaya iletilen bir alım veya satım emrinin işleme dönüşmesinden önceki zaman diliminde bir içsel bilgiye sahip olunması ve söz konusu emrin iptal edilmesi veya değiştirilmesi de diğer yatırımcılara göre avantajlı bir konum elde etmek anlamına gelecek ve piyasa güvenilirliğini içsel bilgiye dayalı işlem yapıldığı durumlarla aynı ölçüde zedeleyebilecektir. Dolayısıyla PBE Tebliği’nde yapılacak bir değişiklikte, AB düzenlemesine uygun olarak emir iptali ve emir değişikliği eylemlerinin de piyasa bozucu eylem kabul edilmesi gerekmektedir. Ayrıca, VI-104.1 sayılı Tebliğ’de yer alan içsel bilgilerle bağlantılı bir başka piyasa bozucu eylem türünde emir vermeye dayalı eylemlerin de kapsama alınmış olması, yukarıdaki düzenlemelerdeki tercihin bilinçli olmadığına işaret etmektedir. İlgili Tebliğ maddesine göre; sermaye piyasası araçlarının fiyatını veya değerini etkileyebilecek büyüklükteki yatırımcı emirlerinin bilgisine vakıf olan kişilerin, söz konusu emirin ilgili piyasaya veya yatırım kuruluşuna iletilmesinden önce, “*emre konu olan sermaye piyasası aracında veya bu araçla ilgili diğer sermaye piyasası araçlarında emir vermesi, verilen emri değiştirmesi ya da iptal etmesi veya söz konusu emirlere ilişkin bilgileri üçüncü şahıslara aktarması*” piyasa bozucu eylem oluşturmaktadır (m. 7/1). Bu tür davranışların yasaklanması, özellikle aracı kuruluşların ve çalışanlarının, meslek ve görevlerinin ifası gereği öğrendiği bilgileri, müşterilerle olan güven ilişkisini zedeleyecek ve haksız bir şekilde avantaj elde edecek şekilde kullanmasını önlemeye yöneliktir⁷⁹. Öte yandan, büyük miktarda blok işlemler yapacak olan kişilerin de bu işlemleri sebebiyle ilgili sermaye piyasası aracı fiyatı üzerinde ileri tarihte oluşacak artış veya azalış bilgisine vakıf olduğu düşünüldüğünde,

⁷⁸ Dursun, s. 278.

⁷⁹ Bu tür eylemler “*frontrunning*” olarak da adlandırılmaktadır. Pınar Gürel, “Büyük Miktarda Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanların Sorumluluğu”, *Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etütleri*, Ankara, 2003, <<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/7/2>>, Erişim Tarihi 02 Temmuz 2020, s. 23.

bu kişilerin işlem bilgisini kullanarak avantaj elde etmeye çalışması ve bu yasaklama kapsamına girmesi mümkündür. Böyle durumlarda, büyük hacimli işlemlere konu olacak sermaye piyasası aracının dayanak varlık olduğu vadeli işlem sözleşmeleri yapılarak türev piyasalarda avantajlı bir pozisyon elde edilebilecektir⁸⁰. Fakat bu tür durumlarda ihlal değerlendirmesi yapılırken AB PBE Tüzüğü'nde düzenlenen hukuka uygun davranış örneklerinin dikkate alınması doğru olacaktır. Tüzüğün 9. Maddesine göre, bazı eylemleri gerçekleştiren kişilerin yalnızca içsel bilgiye sahip olmaları, söz konusu eylemleri gerçekleştirirken içsel bilgiyi kullanmak suretiyle içeriden öğrenenlerin ticareti yasağını ihlal ettikleri anlamına gelmeyebilecektir. Bu bağlamda, bir kişinin belirli bir sermaye piyasası aracında yapacağı büyük miktarlardaki işlemler, kamuya açıklanmaları halinde o sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek olsa da bu tür işlemlere dair bilgiler yalnızca bu sebeple içsel bilgi olarak kabul edilmemelidir⁸¹. Dolayısıyla Tüzük düzenlemesi uyarınca, kişinin bu alım satım kararını sadece kendi bilgilerini kullanarak ve başka herhangi bir içsel bilgiye dayanmadan verdiği ve daha sonraki işlemlerinde de yalnızca mevcut yatırım planları doğrultusunda hareket ettiği durumlarda, içeriden öğrenenlerin ticareti yasağı ihlal edilmiş sayılmayacaktır (m. 9/5)⁸². Türk hukukunda ise daha önce de bahsedildiği üzere AB Tüzüğü'ndeki gibi hukuka uygun davranış kalıplarına ilişkin bir düzenleme yapılmayıp işlemin makul ekonomik veya finansal gerekçesini açıklamak ya da ilgili işlem sebebiyle piyasa işleyişinin bozulmadığını ispat etmek şeklinde genel kurtuluş imkanları sunulmuştur. Yine de AB mevzuatındaki bu tür düzenlemelerin uygulamada yol gösterici olabileceği düşünülmektedir.

d. İçsel bilgileri hukuka aykırı olarak açıklama yasağı

PBE Tebliği'nde içsel bilgiye sahip kişilerin söz konusu bilgileri, henüz kamuya

⁸⁰ Çağlar Manavgat, *Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları*, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, 2008, s. 65.

⁸¹ Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü gerekçesinin 31. maddesi.

⁸² Hukuka uygun sayılacak davranışları düzenleyen ilgili maddeye göre, içsel bilgiye sahip tüzel kişiler, içsel bilginin ilişkili olduğu sermaye piyasası araçlarında tüzel kişi adına ve hesabına alan veya satan gerçek kişilerin içsel bilgiye erişimlerini kısıtlamak için gerekli önlemleri almış oldukları ve söz konusu gerçek kişileri o araçlarda alım satım yapmaları için teşvik etmedikleri takdirde içeriden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulmayabilecektir (m. 9/1). İçsel bilgiye sahip olan işlem aracı kuruluşlar veya kişiler için ise içsel bilgiyle ilişkili araçlarda, görevlerinin gereği olarak yaptıkları müşteri emirlerinin iletimi gibi işlemler içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamı dışında kalabilecektir (m. 9/2). İçeriden öğrenenlerin ticareti sayılmayabilecek bir diğer durum, kişinin içsel bilgiye sahip olmadan önceki dönemde herhangi bir şekilde emir iletimi yükümlülüğü altında girmiş olması veya hukuki ya da idari başka bir yükümlülüğe sahip olması ve içsel bilgiyi edindikten sonra da söz konusu yükümlülükleri yerine getirme amacıyla işlem yapıyor olmasıdır (m. 9/3). Birleşme ve devralma süreçleri sebebiyle içsel bilgiye sahip kişilerin davranışları da içsel bilgileri yalnızca devralma ve birleşme süreçlerini devam ettirme amacıyla kullanmaları ve birleşmenin onaylandığı veya devralma teklifinin pay sahiplerince kabul edildiği tarihte içsel bilginin kamuya açıklanmış olması şartlarıyla, içeriden öğrenenlerin ticareti fiilini oluşturmayacaktır (m. 9/4).

açıklanmadan doğrudan veya dolaylı olarak bir başkasına aktarması yasaklanmış olmakla birlikte bilginin aktarıldığı kişinin ilgili sermaye piyasası aracında işlem yapması da piyasa bozucu eylem olarak kabul edilmiştir (m. 4/1,2). İçsel bilginin dolaylı olarak aktarılmasıyla kastedilen, bilginin ilk aktarıldığı kişinin bu bilgiyi başkalarına da aktardığı bir zincir oluşturulmasıdır. Fakat bilgiyi dolaylı olarak alan kişinin bunun içsel bilgi olduğunu bilmesine ilişkin herhangi bir şart getirilmemesi, “*sorumluluk zincirininin tesadüfi nedenlerle uzamasına*” sebep olabilecektir⁸³. Bu durum ise sermaye piyasalarında işlem gerçekleştirme özgürlüğüne ağır bir müdahale doğrucaktır. Dolayısıyla içsel veya sürekli bilgilerin aktarıldığı kişilerin piyasa bozucu eylem sorumluluğu altında kabul edilebilmeleri için söz konusu bilginin içsel bilgi olduğunu bildiklerinin veya bilmeleri gerektiğinin ispatı şarttır. Böylece kendisine bilgi aktarılan kişiler, Tebliğ’de düzenlenen içsel bilgiye sahip kişi gruplarından “*sahip oldukları bilginin içsel bilgi veya sürekli bilgi niteliğinde olduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler*” grubu kapsamında sayılacaktır. Ayrıca içsel veya sürekli bilgilerin başkalarına aktarılması eylemlerinde, basın özgürlüğü kapsamındaki faaliyetlerin piyasa bozucu eylem sayılmayacağına da dikkat edilmesi gerekmektedir (VI-104.1 m. 8).

İçsel bilginin hukuka aykırı olarak açıklanması sayılabilecek fiillerin kapsamının son derece geniş tutulabileceği düşünüldüğünde, piyasadaki kamusal müdahalenin dengelenmesi adına bir takım davranışların açık kriterlerle bu kapsam dışında tutulması doğru olacaktır. Bu noktada, Avrupa Adalet Divanı’nın şirketlerin birleşme görüşmelerine ilişkin içsel bilgilerin açıklanması konulu bir uyuşmazlık için 2005 yılında verdiği kararında, bir fiilin içsel bilginin hukuka aykırı olarak kamuya açıklanması yasağı dışında değerlendirilebilmesi için getirmiş olduğu kriterler önemlidir. Bu kriterler; bilginin açıklanması ile hizmet, meslek veya görev arasındaki ilişkinin sıkı olması, bilginin açıklanmasının hizmet, meslek veya görevin yerine getirilmesi için kesinlikle gerekli olması ve açıklanan bilginin hassasiyeti şeklinde belirlenmiştir⁸⁴. AB PBE Tüzüğü öncesi dönemde bu kriterlerin de çok katı olduğu ve piyasaların işleyişi içerisinde birçok davranışı yine de hukuka aykırı kılacağı eleştirileri getirilmiştir⁸⁵. Eleştiriler karşısında, Tüzüğün 11. Maddesinde içsel bilginin hukuka aykırı olarak açıklanması sayılmayacak “piyasa yoklamaya yönelik davranışlar” (*market soundings*) düzenlenmiştir. Piyasa yoklamaya yönelik davranışlar, gerçekleşmesi muhtemel bir işlem için

⁸³ Manavgat, “Türk Hukukunda ‘İçeriden Öğrenen’ Kavramı”, s. 203.

⁸⁴ Avrupa Adalet Divanı, Knud Gronggaard v Allan Bang, C-384/02, 22 Kasım 2005, <<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=56135&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&oc c=first&part=1&cid=3535161>>, Erişim Tarihi 11 Ağustos 2020, §48.

⁸⁵ Moloney, s. 726.

piyasa talebine yönelik geri dönüş almak ve işlemin istenen başarıyı sağlayıp sağlayamayacağını ölçmek adına içsel bilgi oluşturabilecek bilgilerin potansiyel yatırımcılara açıklanmasıdır⁸⁶. Maddede her ne kadar gerçekleşmesi muhtemel işlemler sınırlandırılmamış olsa da⁸⁷ birleşme ve devralma durumlarındaki piyasa yoklamaya yönelik davranışlar özellikle düzenlenmiştir. Düzenlemeye göre, birleşme ve devralma sürecini devam ettirme kararı alabilmek için pay sahiplerinin istekli olup olmadığının bilinmesi gerekiyorsa içsel bilgilerin pay sahiplerine açıklanması yasak kapsamı dışında değerlendirilecektir⁸⁸ (m. 11/2). Bu tür düzenlemelerin Türk hukuku kapsamına da alınması, hem sermaye piyasalarının sağlıklı işleyişi için yürütülmesi gerekli olan faaliyetleri sürekli bir yaptırım tehdidi altında bırakmamak hem de piyasa aktörleri için yol gösterici rehber oluşturmak adına doğru bir yaklaşım olacaktır.

2. İdari Denetim Sistemleri

SPK'nin denetim yetkileri, sermaye piyasası kurumlarına, halka açık veya halka açılmak isteyen ortaklıklara ve piyasalarda aktivite gösteren tüm gerçek ve tüzel kişilere yönelik mevzuat ve mali bünye denetimini⁸⁹ kapsamaktadır (SerPK m. 89). SPK'nin doğrudan kullanabileceği denetim yetkileri; ilgili tüm tüzel ve gerçek kişilerden gerekli görülen bilgi ve belgeleri istemek, bu kişilerin tüm defter ve kayıtları ile bilgi içeren araçları ve bilgi sistemlerini incelemek, incelenecek tüm kayıt ve sistemlere erişimin sağlanmasını istemek ve bunların örneklerini almak, işlem ve hesap denetimi yapmak, ilgili herkesten yazılı ve sözlü bilgi almak ve denetime ilişkin tutanak düzenlemektir. Kurul'un denetim faaliyetleri sırasında kullanabileceği bir diğer önemli yetki ise sulh ceza hakimliğinden arama kararı çıkarılmasını doğrudan talep etme yetkisidir (SerPK m. 89/3). Ayrıca arama sırasında ele geçirilen belgelerin yerinde incelenmesi mümkün değilse bunların muhafaza altına alınarak

⁸⁶ Alexander/ Maly, s. 247.

⁸⁷ PBE Tüzüğü'ndeki 11.12.2019 tarihli değişiklikle 11. Maddeye eklenen 1a. Fıkrasına göre; profesyonel yatırımcılara yapılan satışlarda, sözleşmesel şartları ve gerçekleştirilecek borçlanma aracı ihracı şartlarını görüşmek için bu yatırımcılara bilgi aktarılması Tüzüğün 10/1. Maddesi uyarınca normal iş, meslek ve görev kapsamında yapılan açıklama sayılacak ve hukuka aykırı davranış oluşturmayacağı gibi piyasa yoklamaya yönelik eylem olarak da kabul edilmeyecektir. Fakat ilgili maddede profesyonel yatırımcılara bu şekilde bilgi açıklayan ihraççının veya ihraççı adına hareket eden kişinin, söz konusu yatırımcıları içeriden öğrenenlerin ticareti ve içsel bilginin hukuka aykırı olarak açıklanması yaptırımları konusunda bilgilendirmesinin ve bu hususta yatırımcılardan yazılı onay almasının zorunlu olduğu da açıkça ifade edilmiştir (PBE Tüzüğü, m. 11/1a).

⁸⁸ Ayrıca açıklama yapılacak kişilere, açıklanacak bilginin içsel bilgi olduğu ve bu bilgiyi kullanarak işlem yapılmasının hukukun yasaklanmış olan içeriden öğrenenlerin ticareti fiilini oluşturabileceği konularında uyarıda bulunulması, yatırımcıların içsel bilgiye sahip olmaya yönelik rızalarının alınması ve tüm sürecin kayıt altında yürütülmesi gerekmektedir (PBE Tüzüğü, m. 11/5)

⁸⁹ Sermaye Piyasası Kurulu Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği, m. 9/1(a) (24.6.1982 tarihli ve 17734 sayılı Resmi Gazete' de yayımlanmıştır).

başka yerde incelenmesi de mümkündür⁹⁰ (SerPK m. 89/3). Arama kararı verilmesi ve arama faaliyetinin icrası, temel hak ve özgürlüklere müdahale içermesi sebebiyle, Ceza Muhakemesi Kanunu'nda (CMK) koruma tedbiri olarak düzenlenen aramaya ilişkin maddelerdeki hukuki korumalara riayet edilerek gerçekleştirilmelidir. Bu bağlamda, arama konusunu oluşturan bilgi ve belgelerin edinilebileceği hususunda makul şüphenin varlığı ve arama kararında belirtilen gerekçelere bağlı kalınması önemlidir⁹¹.

AB PBE Tüzüğü'nde ise idari otoritelerin bu yetkiler haricinde önemli bir denetim yetkisine daha sahip olması gerektiğinden bahsedilmektedir. Söz konusu düzenlemede idari otoritelerin, bilgi edinme yetkisi kapsamında telekomünikasyon operatörlerinden veri talep yetkisinin de bulunması gerektiği ifade edilmiştir. Operatörlerden veri talep edilebilmesinde önemli olan hususlar, bu yetkinin yalnızca ihlalin gerçekleştirildiği ve kanıtlanması için gerekli bilgilere ulaşılabileceği konusunda makul şüphenin bulunduğu hallerde gündeme gelebilecek olması ve istenebilecek bilgilerin veri gidiş-geliş raporları ile sınırlı olup konuşma içeriklerini kapsamamasıdır (Tüzük m. 23/2(h)). Öncelikle belirtmek gerekir ki gerek yatırım kuruluşlarından gerekse telekomünikasyon operatörlerinden talep edilen bilgi ve veriler, özellikle içsel bilgiye ilişkin piyasa bozucu eylemler veya bilgi suiistimali suçu gibi belirli nitelikte bir bilgiye sahip olunduğunun veya içsel bilginin başkalarına aktarıldığının ortaya konması gereken ihlallerin tespiti için tek yöntem olabilmektedir. Kurul'a da bu tür bir yetki alanı tanınması, Türkiye'deki piyasa denetim sisteminin etkinliğini artırabilecektir. Dolayısıyla, AB düzenlemelerinde öngörüldüğü gibi, SPK'nin de telekomünikasyon operatörlerinden veri talep edebilme yetkisinin mevzuat kapsamına alınması faydalı olacaktır. Fakat bu yetkinin kişilerin özel hayatının gizliliğine ilişkin temel hak ve özgürlükleri ihlal etmeyecek şekilde ve ölçülü olarak verilmesi ve kullanılması son derece önemlidir. Bu bağlamda, SPK'nin telekomünikasyon operatörlerinden veri talep yetkisinin veri raporları ile sınırlı tutulması kamusal müdahaleyi dengeleyebilecektir.

3. İçsel Bilgiye İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler Karşısında Uygulanabilecek İdari Yaptırımlar

SerPK'de içsel bilgiye ilişkin piyasa bozucu eylemler için öngörülen temel idari yaptırım, idari para cezasıdır. Bu para cezasının, ispatı son derece güç olan bilgi suiistimali

⁹⁰ İlgili kişilerin rızası olmaksızın belgelere el koyma tedbirinin de bu madde kapsamında görülmesi gerektiği düşünülmektedir. Zira Kanun'da maddenin yer aldığı bölümün adı "Denetim, Arama ve El Koyma"dır. Aynı yöndeki görüş için bkz. Ali Hakan Evik, "Bilgi Suiistimali Suçu", *Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 18(2), 2019, s. 208.

⁹¹ Ceza Muhakemesi Kanunundaki arama hükümlerine ilişkin kurallar ve ilkeler için bkz. Cumhuriyet Şahin, *Ceza Muhakemesi Hukuku I*, Seçkin Yayıncılık, 2016, s. 314-320.

suçu için öngörülen ceza hukuku yaptırımlarına bir alternatif olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Sonraki başlıklarda bahsedileceği üzere, ilgili suç bağlamında ortaya konması gereken manevi unsur veya menfaat şartı gibi unsurların tespitinin mümkün olmadığı, fakat eylem kalıplarının suç düzenlemelerindeki kalıplara uyduğu hallerde, Kurul'un piyasa bozucu eylemlere dayanarak idari para cezası uygulama yetkisi gündeme gelmektedir. Kanun'a göre, piyasa bozucu eylemler sebebiyle gerçek veya tüzel kişilere yirmi bin Türk Lirasından beş yüz bin Türk Lirasına kadar idari para cezası uygulanabilecekken bu eylemlerden dolayı menfaat temin edilmesi halinde idari para cezasının alt sınırı, elde edilen menfaatin iki katı olarak belirlenmelidir (m. 194). Görüldüğü üzere mevzuatımızda piyasa bozucu eylemlerin tamamı için öngörülen bu geniş aralıktaki para cezalarının ihlal türüne göre orantılı bir biçimde uygulanması konusunda takdir yetkisi idari otoriteye bırakılmıştır (SerPK m. 104). AB Tüzüğünde ise, içeriden öğrenenlerin ticareti ve içsel bilginin hukuka aykırı olarak açıklanması Tüzük kapsamındaki en ağır ihlaller arasında görülerek bunlar için yüksek miktarlarda idari para cezası aralığı belirlenmiştir. İçsel bilginin kamuya açıklanması yükümlülüklerine aykırılıkta ise bir alt derecede para cezası aralığı öngörülmüştür. Son olarak içeriden öğrenenlerin listesinin yapılması ve yöneticilerin yasaklı dönemde işlem gerçekleştirmesi gibi ihlaller en alt seviyeden idari para cezalarına tabi tutulmuştur. Piyasa bozucu eylemler gibi kapsamı son derece geniş bir kamusal müdahale alanında, belirli ağırlıktaki ihlaller için uygulanabilecek asgari ve azami para cezalarının kademeli olarak ortaya konması ile idari otorite yetkilerinde zorunlu bir orantılılık oluşturulmuştur. Dolayısıyla içeriği AB mevzuatıyla aynı şekilde düzenlenmiş piyasa bozucu eylemlere ilişkin olarak ülkemizdeki idari yaptırım sistemi için de benzer bir yöntem izlenmesinin doğru olacağı düşünülmektedir.

AB PBE Tüzüğü'nde, idari para cezası dışında Tüzük kapsamındaki yükümlülüklerin ihlali halinde uygulanacak diğer idari yaptırımlar ve idari tedbirler düzenlenmiş olup ilgili maddede hangi yetkilerin tedbir hangilerinin ise yaptırım olarak kabul edildiği belirtilmemiştir (m. 30/2). Tüzük'te yer alan yükümlülüklerin ihlali için yerel hukuklarda cezai düzenlemelere yer verilmiş olması halinde "idari yaptırım" öngörülmebileceğine ilişkin hüküm (m. 30/2) değerlendirildiğinde, tedbir ve yaptırım ayırımının yapılmamasının uygulamada sorunlara sebep olabileceği düşünülmektedir. Söz konusu tedbir ve yaptırım yetkileri; ihlalin durdurulması ve tekrarının yasaklanması emri vermek, ihlalden sorumlu kişiler ve ihlalin içeriği konusunda kamuyu uyararak, yatırım şirketinin faaliyet izinlerinin askıya alınması veya iptal edilmesi, ihlalden sorumlu kişilerin bir yatırım şirketinde

yöneticilik görevi yapmasının geçici olarak yasaklanması, içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonu kapsamındaki ihlalleri gerçekleştiren kişilerin yatırım şirketlerinde yöneticilik görevi yapmaktan sürekli olarak yasaklanması, Tüzük ihlalinden sorumlu yatırım kuruluşu veya diğer tüzel kişi yöneticilerinin kendi hesaplarına işlem yapmalarının geçici olarak yasaklanması ve tespit edilebilmesi halinde ihlalden kaynaklı kazançların veya önlenen kayıpların iadesi şeklinde düzenlenmiştir (m. 30/2).

Türk hukukunda ise hem idari para cezaları hem de idari tedbirler idari yaptırım türleri olarak kabul edilmektedir. İçsel bilgiye ilişkin piyasa bozucu eylemler için uygulanan idari para cezaları dışında, bu tür eylemler ile ilgili yapılan incelemelerde bilgi suiistimali suç kapsamındaki fiillerin gerçekleştirildiğine dair makul şüphenin⁹² bulunması durumunda Kurul'a çeşitli idari tedbir uygulama yetkileri de verilmiştir (SerPK m. 101). V-101.1 sayılı Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği'ne⁹³ göre bu tedbirler, Kurul tarafından kişiler hakkında suç duyurusunda bulunulmasına karar verilmesi halinde veya bu karar öncesinde makul suç şüphesine dayalı olarak yapılan incelemeler sırasında uygulanabilmektedir (m. 5). Suç duyurusunda bulunmayı gerektirecek bir durum olmadığı sonucuna varılması halinde veya suç duyurusunun takipsizlik kararı ya da beraat kararıyla sonuçlanması durumunda ise uygulanan tedbirlerin Kurul tarafından kaldırılması gerekecektir (m. 8).

SerPK'nin 101. Maddesine göre Kurul tarafından uygulanacak tedbirler, suç şüphesi sebebiyle inceleme altında bulunan gerçek veya tüzel kişiler ile tüzel kişilerin yetkililerine veya sermaye piyasası araçlarına yönelik olabilecektir. Bu tedbirler;

“borsalarda geçici veya sürekli olarak işlem yapılmasının yasaklanması, takas yöntemlerinin değiştirilmesi, kredili alım, açığa satış, ödünç alma ve verme işlemlerine ilişkin sınırlamalar getirilmesi, teminat yükümlülüğü getirilmesi veya yükümlülüğün değiştirilmesi, farklı pazar veya piyasalarda işlem görmesi veya farklı işlem esaslarının belirlenmesi, piyasa verilerinin dağıtım kapsamının sınırlanması, işlem veya pozisyon limiti getirilmesi dahil piyasanın etkin ve sağlıklı işleyişini teminen gerekli her türlü tedbir”

olarak belirlenmiştir (m. 101/1).

Diğer taraftan AB Tüzüğü'nde yer verilen yatırım şirketinin faaliyet izinlerinin askıya

⁹² Tebliğ'e göre makul şüphe; “sermaye piyasalarında; işlem gerçekleştiren kişilerin veya onlarla birlikte hareket edenlerin işlem kalıpları ve hesaplarında gerçekleştirilen transferler, sermaye piyasası araçlarının geçmiş dönem fiyat miktar analizleri, fiili dolaşım oranları, sermaye piyasası araçları ile ilgili haber ve açıklamalar, ihbar veya şikâyetler ile bunları destekleyen emareler dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda Kanunun 106 nci ve 107 nci maddelerinde sayılan fiillerin işlendiğine dair oluşan şüpheyi” ifade etmektedir (m. 4/1(g)).

⁹³ 21/1/2014 tarihli ve 28889 sayılı Resmî Gazete' de yayımlanmıştır

alınması veya iptal edilmesi, ihlalden sorumlu kişilerin bir yatırım şirketinde yöneticilik görevi yapmasının geçici veya sürekli olarak yasaklanması gibi yetkilere SerPK'nin 96. Maddesinde "Sermaye Piyasası Kurumlarının Hukuka Aykırı Eylem veya İşlemlerinde Uygulanacak Tedbirler" başlığı altında yer verilmiştir. Tespit edilebilmesi halinde ihlalden kaynaklı kazançların veya önlenen kayıpların iadesine ilişkin tedbir ise Türk hukukunda piyasa bozucu eylemlere ilişkin ihlaller kapsamında uygulanması öngörülen bir tedbir değildir. Halbuki özellikle yatırımcıların içsel bilgiye ilişkin piyasa bozucu eylemler karşısında dezavantajlı konuma düşürülmekten korunması sermaye piyasası hukukunun temel amaçlarından olan piyasa güvenilirliğinin sağlanmasının temelini oluşturmaktadır. Bu bağlamda, içsel bilgiyi kullanan kişilerin söz konusu bilginin ilişkili olduğu ihraççı üzerinden haksız bir şekilde elde ettikleri maddi kazançların iadesine ilişkin olarak SPK'ya tedbir uygulama yetkisi verilmesi doğru bir adım olacaktır. Böylece ihraççının diğer yatırımcıları nezdinde gerçek bir eşitlik sağlanacak ve güvenilirlik algısı pekişecektir.

C. Cezai Sorumluluk Rejimleri

Türk hukukundaki sermaye piyasası suçlarıyla ilgili detaylı değerlendirmeler yapabilmek için bir bütün olarak SerPK'nin ve özellikle Kurul düzenlemelerinin göz önünde bulundurulması gerekmektedir. SerPK'de, Kanun kapsamındaki suçlardan dolayı soruşturma yapılabilmesi, Kurul'un Cumhuriyet başsavcılığına yazılı başvuruda bulunmasına bağlanmış olduğundan⁹⁴ bu suçların oluşup oluşmadığına ilişkin ilk değerlendirme Kurul tarafından yapılmaktadır (m. 115/1). Dolayısıyla Kurul'un bu suçlarla ilgili yapacağı değerlendirmelerde, kendi düzenlemelerinde suçların unsurları ile ilgili yaptığı birtakım açıklamalardan yola çıkması doğaldır.

SPK'nin yapacağı yazılı başvuru, yalnızca suç teşkil eden fiillerin ortaya konmasına ilişkin olduğundan suçun hukuki nitelendirmesi veya failleri konusunda Cumhuriyet savcılığı kendi değerlendirmesini yapmalıdır⁹⁵. Fakat sermaye piyasası suçlarının oluşumunun incelenmesi uzmanlık gerektirdiğinden gerek savcılıkların gerekse mahkemelerin Kurul değerlendirmeleri doğrultusunda karar vermeye ilişkin ön yargılarla hareket etmesi de muhtemeldir⁹⁶. Öte yandan, SPK'nin yaptığı denetimlerin sonucunu çok iyi değerlendirmesi ve eylemlerin suç oluşturduğuna yönelik bir izlenim edindiği takdirde idari para cezası

⁹⁴ Kurul'un yazılı başvurusu bir muhakeme şartıdır. Muhakeme şartları, fiillerin suç olarak kabul edilebilmesini değil bu fiiller için soruşturma veya kovuşturma yapılmasını engellemektedir. Şahin, s. 53.

⁹⁵ Caner Yenidünya, "Sermaye Piyasası Kanununda Düzenlenen Suç ve Kabahatlere İlişkin Genel Prensipler", *İpek Yolu Canlanıyor-Türk Çin Hukuku Zirvesi*, 2012, <<https://docplayer.biz.tr/6361305-Sermaye-piyasasi-kanununda-duzenlenen-suc-ve-kabahatlere-iliskin-genel-prensipler.html>>, Erişim Tarihi 21 Haziran 2020, s. 91.

⁹⁶ Perrone, s. 387.

uygulamadan durumu derhal Cumhuriyet başsavcılığına bildirmesi de son derece önemlidir. Çünkü idari para cezası uygulandıktan sonra fiillerin suç oluşturduğu ortaya çıkarsa, ceza mahkumiyetine hükmedilmesi *ne bis in idem* ilkesinin ihlali sayılabilecekken savcılık soruşturması sırasında veya cezai kovuşturma aşamasında eylemlerin idari yaptırım gerektirdiği kanaatine varıldığı takdirde, söz konusu ilke ihlal edilmeksizin idari yaptırım uygulanması mümkündür. Kabahatler Kanunu uyarınca, soruşturma veya kovuşturma aşamasında eylemlerin kabahat oluşturduğu anlaşılırsa savcılık veya mahkeme tarafından idari yaptırım kararı verilebilecektir (m. 23/3 ve 24). Bu durumda, *ne bis in idem* ilkesinin güvence altına alınması ve sermaye piyasası hukuku ihlallerinin yaptırımsız kalmaması arasında ideal bir denge sağlamak adına SPK'nin belirli eylemler için kabahat ve suç tespitinde kullanabileceği denetim yetkilerinin güçlü olması gerekmektedir. Dolayısıyla mevzuatta Kurul'a verilen bilgi edinme ve sulh ceza hakimliğinden arama kararı talep etme hususundaki denetim yetkileri önemli olmakla birlikte bu yetkilerin kapsamının genişletilmesi de değerlendirmeye açık bir husustur. Bu noktada, yukarıda da ortaya konmuş olan SPK'ye AB Tüzüğü'nde olduğu gibi telekomünikasyon operatörlerinden veri talep etme yetkisinin verilmesi şeklindeki öneri hatırlatılmalıdır.

1. Bilgi Suiistimali Suçu

SerPK'nin 106. Maddesinde,

“doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri veren veya verdiği emri değiştiren veya iptal eden ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin eden”

kişilerin bilgi suiistimali suçunu işlemiş sayılacağından bahsedilmiştir⁹⁷. Bu eylemleri

⁹⁷ SerPK'nin genel gerekçesinde, “bilgi suiistimali (içeriden öğrenenlerin ticareti) suçu ile ilgili olarak Tasarıda söz konusu suç AB düzenlemeleri de dikkate alınarak kapsamlı olarak yeniden tanımlanmış ve suçun faili olabilecekler sayılmıştır. Ayrıca, AB Direktifine uyum çerçevesinde, kamuya açıklanmamış bu bilgileri üçüncü kişilere açıklayan veya üçüncü kişilerin bu bilgilere erişimini sağlayanlar veya bu bilgilere dayanarak üçüncü kişilere bu bilginin ilişkili olduğu sermaye piyasası aracını elde etmesi veya elden çıkarması için tavsiye yahut telkinde bulunanlar, üçüncü kişilerin bu tavsiye ve telkinler doğrultusunda işlem yaparak menfaat elde etmeleri durumu da bilgi suiistimali suçu kapsamına alınmıştır” ifadeleri yer almaktadır. Fakat bu düzenlemelere Kanun'da yer verilmemiş ve yalnızca içsel bilgiyi kullanarak menfaat elde etme fiilleri bilgi suiistimali suçu kapsamına alınmıştır. AB düzenlemelerine uyum hedefiyle yapılan bir Kanun'un gerekçesinde görülmesi beklenen, bahsedilen fiillerin Kanun kapsamına alınmamasının sebeplerine ilişkin açıklamalarken Kanun gerekçesinde yukarıdaki ifadelerin yer alması düşündürücüdür. AB mevzuatında bu tür eylemler, hem içsel bilgiye ilişkin piyasa bozucu eylem hem de suç olarak kabul edilmektedir (Bkz. PBE Tüzüğü m. 8/2 ve PBE Cezai Direktifi m. 3/6). Türk hukukunda ise bu tür fiillere gerek piyasa bozucu eylemler gerekse bilgi suiistimali suçu kapsamında yer verilmemiştir. Fakat bu fiillerin en azından kabahat olarak piyasa bozucu eylem kapsamına alınması gerektiği düşünülmektedir. Çünkü bu tür davranışlar ile ortaya çıkan sonuç, içsel bilginin hukuka aykırı

gerçekleştirebilecek kişiler ise kategorilere ayrılarak düzenlenmiştir. Söz konusu kategoriler;

“a) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarının yöneticileri, b) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, c) İş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, ç) Bu bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden kişiler, d) Sahip oldukları bilginin bu fıkrada belirtilen nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler”

olarak belirlenmiştir.

Öncelikle belirtmek gerekir ki madde kapsamında özellikleri sayılan bilgiler ile kastedilen içsel bilgilerdir. Fakat dikkat edileceği üzere bu düzenlemede içsel bilginin “nitelikleri belirli bir bilgi olma” unsuruna yer verilmemiştir. Halbuki bilginin niteliklerinin belirli olması, kişisel tahmine dayalı spekülasyon işlemlerin bilgi suiistimali kapsamında sayılmasını engelleme işlevi görmektedir. Dolayısıyla bu unsurun eksikliği halinde yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek basit piyasa söylentilerine dayalı davranışlar dahi suç oluşturabilecektir⁹⁸. Her ne kadar Kurul, suç duyurusunda bulunmaya ilişkin değerlendirmelerinde bu unsuru da göz önünde bulundurabilecekse de cezai yaptırım içeren bir düzenlemede kanunilik ilkesi gereği suçun unsurlarına açıkça yer verilmesinin daha doğru olacağı düşünülmektedir. Öte yandan bilgi suiistimali suçu düzenlemesinde, PBE Tebliği’ndeki içsel bilgiye ilişkin yasaklamalardan farklı olarak içsel bilgiye dayalı emir değişikliği ve emir iptallerinin de kapsama alınması doğru bir düzenleme yöntemi olmuştur. Ayrıca bilgi suiistimali yasaklamasının amacı içsel bilgiye sahip kişilerin piyasa aktörlerinin geri kalanına göre avantajlı bir konum elde etmesini önlemek ve böylece piyasalardaki fırsat eşitliğini sağlamak olduğundan⁹⁹ son çare olarak uygulanabilecek cezai yaptırımlar için avantaj elde etme anlamına gelecek menfaat unsurunun öngörülmesi de makuldür. Bu durumda, özellikle içsel bilgiye dayalı emir iptallerinde ortaya çıkan olası bir zarardan korunma halinin de menfaat elde etme kapsamında değerlendirilmesi gerekmektedir¹⁰⁰.

Suçla ilişkin yapılan genel değerlendirmelerden sonra bilgi suiistimali suçundaki manevî unsura yönelik daha detaylı tartışılması gereken hususlar da bulunmaktadır. Bu hususlardan ilki Kanun’da suç oluşturan fiilleri gerçekleştiren kişilerin kategorilere ayrılarak

olarak açıklanmasından farklı değildir. İçsel bilgiye ilişkin düzenlemelerin temelinde, bu bilgilerin herkesin öğrenebileceği zamana kadar gizli tutulması ve kullanılmasının engellenmesi fikri yattığından içsel bilgiye dayalı olarak emir veya işlem tavsiyesi verilmesi gibi davranışlar da engellenmek istenen durumlar içerisinde kalmaktadır.

⁹⁸ Şenol, s. 132.

⁹⁹ Nusret Çetin/ Hatice Ebru Töremiş/ Zeynep Cantimur, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistemik Analizi, Legal, 2014, s. 233-234.

¹⁰⁰ Evik, s. 193.

düzenlenmesiyle ilgilidir. Doktrinde, bilgi suistimali suçunda da piyasa bozucu eylemlerde olduğu gibi, ilk üç kategori içerisinde yer alan kişilerin içsel bilgiye sahip olduğunun varsayılmış olduğuna ve bu durumda ispat yükününün suç şüphesi altında bulunan bu kişilere ait olacağına ilişkin görüşler bulunmaktadır¹⁰¹. Fakat bilgi suistimali suçunda piyasa bozucu eylemlerden farklı olarak manevi unsurun aranması ve Kanun'da açıkça içsel bilgiye dayalı olarak işlem yapmak suretiyle menfaat elde eden kişilerden bahsedilmiş olması, bu kişiler için de diğer kategoridekilerle aynı cezai ispat koşullarının geçerli olacağına işaret etmektedir. Dolayısıyla yöneticilerin, pay sahiplerinin ya da iş, meslek veya görevi gereği içsel bilgiye sahip olan kişilerin sahip oldukları içsel bilgilere dayalı eylemleriyle menfaat elde ederek bilgi suistimali suçunu işlediklerinin ispatı iddia makamı üzerinde olacaktır. Aksi halde ispat yükünün tersine çevrilmesi masumiyet karinesinin ihlali anlamına gelecektir. Neticede 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu'nun (TCK) 21. Maddesi uyarınca kast, suçun kanuni tanımındaki maddi unsurların bilinmesiyle oluşabilecek bir manevi unsurdur ve madde kapsamındaki herkesin içsel bilgiye dayalı olarak işlem yaptığının bilincinde olması gerekmektedir. Ayrıca, kastın ispat edilemediği durumlarda PBE Tebliği kapsamındaki idari yaptırım rejimi sayesinde aynı fiillerin cezalandırıcı özellikteki yaptırımlara tabi tutulabilmesi belirli bir caydırıcılık oluşturabilecekken masumiyet karinesinin tehlikeli bir zemine yerleştirilmesi, piyasalardaki kademeli ve dengeli kamusal müdahale anlayışını da yok saymaktadır. Bu bağlamda, Kanun'un 106/1. Maddesinin (d) bendine göre suçun sahip oldukları bilginin içsel bilgi olduğunu bilen herkesçe işlenebilecek olmasından dolayı, madde kapsamındaki faillik kategorilerinin suç tespitini kolaylaştırmaktan başka bir işlevi kalmayacak ve söz konusu suç özgü suç olarak değerlendirilemeyecektir¹⁰².

İçeriden öğrenenlerin ticareti suçunun faillerine ilişkin bahsedilen hususun Avrupa Birliği mevzuatı bağlamında yorumlanması ile ilgili ise Avrupa Adalet Divanı kararlarını ve AB doktrinini incelemek doğru olacaktır. Avrupa Adalet Divanı'nın 2009 tarihli bir kararında, içsel bilgiye sahip olduğu varsayılan kişi grupları içerisinde yer alan ve söz konusu bilginin bağlantılı olduğu finansal araç üzerinde işlem gerçekleştiren kişilerin bu bilgiyi kullanmış sayılacağı ve dolayısıyla içeriden öğrenenlerin ticareti suçu için kast unsurunun oluşacağı

¹⁰¹ Manavgat, bu durumun yalnızca ilk iki kategori için geçerli olduğunu iddia ederken (Manavgat, "Türk Hukukunda 'İçeriden Öğrenen' Kavramı", s. 186 vd.) Karacan, üç grup için de ispat yükününün suç şüphesi altında bulunan kişilerde olduğunu savunmaktadır (Karacan, s. 505-506).

¹⁰² Benzer görüşler için bkz. Zeki Aksoy, *Türk Sermaye Piyasası Hukukundan İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu*, Seçkin, 2018, s. 150-151; Evik, s. 184. Bilgi suistimali suçunun özgü suç olduğuna yönelik görüşler için bkz. İzzet Özgenç/ Gökhan Ölmez, "Sermaye Piyasasında Güveni Korumaya Yönelik Yükümlülükler ve Ceza Hukuku Sorumluluğu", Özgenç İ/ Şahin C/ Turhan F (Ed.), 5. *Türk-Kore Ceza Hukuku Günleri, Karşılaştırmalı Hukukta Ekonomik Suçlar Uluslararası Sempozyumu Tebliğler Cilt I*, 2020, s. 864.

ifade edilmiştir¹⁰³. Söz konusu Divan kararında, kişilere bu karineyi çürütme imkânı verilmiş olması ve savunma hakkının garanti altına alınması şartlarıyla, böyle bir uygulamaya gidilmesinin ceza hukuku kapsamındaki masumiyet karinesine zarar vermeyeceği vurgulanmıştır¹⁰⁴. Ayrıca masumiyet karinesinin ihlal edilmemesi adına, piyasa güvenilirliğinin sağlanmasında vazgeçilmez olan yaptırım uygulama mekanizması ile savunma hakkı korumaları arasındaki dengenin üye devletler tarafından gözetilmesi ve makul sınırlar içerisinde hareket edilmesi gerektiği belirtilmiştir¹⁰⁵. Kanaatimizce, böyle bir suçluluk karinesinin benimsenmesi, içeriden öğrenenlerin ticareti oluşturacak fiillerin tespitinin halihazırda zor olmasından ve içsel bilgiyi kullanarak menfaat elde etme gibi bir şartın aranmaması sebebiyle bu tespitin daha da zorlaşmasından kaynaklanmaktadır. AB doktrininde de içsel bilginin kasten kullanıldığına tespiti için böyle bir karineye dayanmaksızın yerel hukukta menfaat elde etme şartı öngörülmesi gibi çok daha detaylı düzenlemeler yapma imkanının bulunduğu vurgulanmıştır¹⁰⁶. Bu bağlamda, Türk hukukunda bilgi suiistimali suçu için menfaat şartına yer verilmiş olması yerinde olmakla birlikte suç tespiti için de işlevsel bir düzenleme şeklindedir. Ayrıca bilgi suiistimali suçunun CMK'nin iletişimin denetlenmesi tedbirine ilişkin 135. Maddesinde düzenlenen katalog suçlar kapsamına sokulması ve böylece suçun tespiti için soruşturma makamlarına iletişimin dinlenmesi ve kayda alınması gibi yetkiler verilmesi de masumiyet karinesinin ihlali tercih edilmeden önce değerlendirilebilecek bir yöntemdir¹⁰⁷. Dolayısıyla ilgili suç kapsamında bir suçluluk karinesi oluşturmak kabul edilebilir değildir.

Manevi unsur ile ilgili tartışılması gereken ikinci durum ise, 106/1. Maddenin (d) bendinde ispat edilmesi halinde sahip oldukları bilginin içsel bilgi olduğunu bilmesi gereken kişilerden bahsedilmiş olmasıdır. Her ne kadar bu durum bilgi susitimali suçunun taksirle de işlenebileceğine işaret etse de ceza hukukunda kasten ve taksirle işlenmiş fiillerin aynı suç oluşturmaları ve dolayısıyla aynı yaptırıma tabi tutulmaları mümkün değildir. Bu halde, Kanun yapımı sırasında bu suçun taksirli haline bilinçli olarak yer verilmek istenmiş ise,

¹⁰³ Gerner-Beuerle, s. 631; Spector Photo Group kararı, §36.

¹⁰⁴ Spector Photo Group kararı, §44.

¹⁰⁵ Spector Photo Group kararı, §43.

¹⁰⁶ Gerner-Beuerle, s. 631.

¹⁰⁷ CMK'nin 135. Maddesinde yer alan iletişimin denetlenmesi koruma tedbiri kapsamında yer alan ve ilgili maddede sayılan katalog suçlardan birinin varlığını gerektiren dinleme ve kayda alma yetkileri de sermaye piyasası suçlarının tespiti ve ispatında büyük bir kolaylık sağlayabilecektir. Fakat bu tedbirlere başvurulması, özel hayatın gizliliğine çok daha ağır bir müdahalede bulunulması anlamına gelmektedir. Bu sebeple, idari denetim süreçlerinde SPK'ye dinleme ve kayda alma yetkileri verilmemesi fakat ihlallerin suç şüphesi altında incelendiği savcılık soruşturması sırasında bu tür tedbirlere başvurma imkanının bulunması, piyasalardaki müdahale dengesinin de gözetildiği uygun bir yöntem sayılabilecektir. Bu yöntemin uygulamaya konabilmesi için ise CMK'nin katalog suçlarla ilgili maddesine sermaye piyasası suçlarının da eklenmesi gerekmektedir.

doğru olan taksirle işlenebilen bilgi suiistimali suçunun bağımsız olarak düzenlenmesidir¹⁰⁸. Fakat belirtmek gerekir ki böyle bir düzenleme, içsel bilgileri tesadüfi bir şekilde öğrenerek bilginin henüz kamuya açıklanmadığının ve dolayısıyla söz konusu bilgiyi kullanamayacağını bilincinde olmayan kişileri de ceza hukuku yaptırım sistemine dahil edecektir¹⁰⁹. Bu durum ise sermaye piyasası alanındaki cezai devlet müdahalesini tehlikeli bir biçimde genişletmektedir. Dolayısıyla ispat edilmesi halinde sahip oldukları bilginin içsel bilgi olduğunu bilmesi gereken kişilerin yalnızca idari yaptırım sistemi içerisinde değerlendirilmesinin yeterli olacağı düşünülmektedir. AB mevzuatında da idari denetim ve yaptırım sistemini oluşturan PBE Tüzüğü'nün içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hükmünde “bilmesi gereken” kişilerden bahsedilmişse de aynı konuda cezai sorumluluk rejimini düzenleyen PBE Cezai Direktifi'ndeki suç tanımında bu kişi kategorisine yer verilmemiştir. Bu durumun sebebi ise, Direktif'teki suçların kasten işlenebilen suçlar olmasıdır. Aslen SerPK sisteminde de sermaye piyasası suçları kasten işlenebilen suçlar olarak kabul edilmektedir. Buna rağmen “bilmesi gereken” kişilerden bahsedilerek bilgi suiistimali suçunun taksirle de işlenebileceği izlenimi oluşturulmasında, AB düzenlemelerinin iktibası sırasında idari yaptırım mekanizması öngören Tüzüğün esas alınmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Kanaatimizce, SerPK'nin 106. Maddesinin AB PBE Cezai Direktifi ile uyumlu hale getirilmesi ile bilgi suiistimali suçunun yalnızca kasten işlenebilecek bir suç olarak kabulü, hem sermaye piyasalarındaki kamusal müdahaleyi dengelemek adına hem de Türk ceza hukuku rejimiyle uyumun sağlanması için olumlu bir adım olacaktır.

2. Cezai Yaptırımlar

Son olarak bilgi suiistimali suç için öngörülen cezai yaptırımlar da eleştirel bir incelemeyi gerektirmektedir. SerPK'nin 106. Maddesinde bu suç işleyen kişilerin “*üç yıldan beş yıla kadar hapis veya adli para cezası ile cezalandırılacağı*”¹¹⁰, fakat “*bu suçtan dolayı adli para cezasına hükmedilmesi hâlinde verilecek cezanın elde edilen menfaatin iki katından az olamayacağı*” ifade edilmiştir. SerPK'nin genel gerekçesinde, adli para cezasının miktarının elde edilen menfaate göre belirlenmesinin, ekonomik suça ekonomik ceza esasının bir yansıması olduğu belirtilmiştir¹¹¹. Fakat Türk hukukunda cezanın bireyselleştirilmesi

¹⁰⁸ Bilgi suiistimali suçunun yalnızca kasten işlenebilen bir suç olduğu yönündeki görüşler için bkz. Özgenç/Ölmez, s. 864.

¹⁰⁹ Aksoy, s. 173.

¹¹⁰ SerPK'nin 114. Maddesi uyarınca, bilgi suiistimali suçunun bir tüzel kişi yararına işlenmesi halinde ilgili tüzel kişi hakkında TCK'nin 60. Maddesinde düzenlenen iznin iptaline veya müsadereye ilişkin güvenlik tedbirlerine hükmedilmesi gerekmektedir.

¹¹¹ Türkiye Büyük Millet Meclisi Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu

anlayışının kişilerin ekonomik durumunu da kapsamından dolayı, ekonomik suça ekonomik ceza yöntemi bir ceza hukuku ilkesi olarak kabul edilmemiştir¹¹². Ceza yaptırımının asıl amacı, gerçekleştirilen haksızlığın toplum tarafından kınandığını ifade etmek ve kişilerin suç işleyerek ihlal ettikleri toplumsal değerleri tekrar benimsemelerini sağlamaktır¹¹³. Ceza hukukunda, kişilerin suç işlemek suretiyle zenginleşmeleri ise, suçtan elde edilen menfaatin tespiti halinde bu menfaatin kazanç müsadereğine konu olması ile engellenmektedir¹¹⁴. Dolayısıyla kazanç müsadereği kurumunun varlığı da düşünüldüğünde, adli para cezalarının ekonomik durumları eşit olmayan kişilere suçtan dolayı elde ettikleri kazancın katları oranında nispi şekilde uygulanması ceza hukuku amaçlarıyla bağdaşmamaktadır¹¹⁵. İdari para cezaları ise adli para cezalarından farklı olarak kamunun uğradığı zararın giderilmesi amacıyla hizmet edebilmekte ve bu sebeple nispi şekilde düzenlenebilmektedir¹¹⁶. Bu durum, sermaye piyasası alanında ceza hukuku ve idare hukuku yaptırımlarının birbirini tamamlayıcı rollerini de tasdik etmektedir. Doktrinde, cezai yaptırımlarda ölçülülük ilkesi gereği ceza hukuku mantığı dışında düzenlenmiş bu para cezası hükmü karşısında haklı olarak bilgi suiistimali suçundan dolayı kazanç müsadereğine başvurulmaması gerektiği ifade edilmiştir¹¹⁷.

AB mevzuatında içeriden öğrenenlerin ticareti suçu için öngörülen cezai yaptırımlara bakıldığında ise Türk hukukundan farklı olarak tüzel kişiler için de cezai yaptırım uygulanmasının öngörülmüş olduğu görülmektedir. AB PBE Cezai Direktifi'nde üye devletlere Direktif kapsamındaki suçlar için tüzel kişilerin de cezai sorumluluğa sahip olmalarına yönelik düzenlemeler yapma görevi verilmiş ve tüzel kişilerin cezai sorumluluğunun doğacağı durumlar düzenlenmiştir¹¹⁸. Bu bağlamda, Direktif kapsamında suç olarak kabul edilen fiillerin tüzel kişi yararına gerçekleştirilmesi halinde, suç işleyen gerçek kişilerle birlikte tüzel kişinin de cezai sorumluluğu doğacaktır (m. 8/1,2). Direktif'te tüzel kişilerin cezai sorumluluğa sahip olacağı durumlar düzenlenmişse de cezai yaptırımlar düzenlenmemiş ve yalnızca cezaların etkin, ölçülü ve caydırıcı olması gerektiği ifade

(1/638), <<https://www5.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>> Erişim Tarihi 10 Temmuz 2020, s. 13.

¹¹² İzzet Özgenç, *Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler*, 16. Baskı, Seçkin Yayıncılık, 2020, s. 836.

¹¹³ Mahmut Koca/ İlhan Üzülmöz, *Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler*, 7. Baskı, Seçkin, 2014, s. 39.

¹¹⁴ 5237 sayılı TCK'nin 55. Maddesi uyarınca; "Suçun işlenmesi ile elde edilen veya suçun konusunu oluşturan ya da suçun işlenmesi için sağlanan maddi menfaatler ile bunların değerlendirilmesi veya dönüştürülmesi sonucu ortaya çıkan ekonomik kazançların müsadereğine karar verilir. Bu fıkra hükmüne göre müsadere kararı verilebilmesi için maddi menfaatin suçun mağduruna iade edilememesi gerekir".

¹¹⁵ Aynı yönde görüş için bkz. Dursun, s. 124.

¹¹⁶ 5326 sayılı Kabahatler Kanunu genel gerekçesi.

¹¹⁷ Özgenç/ Ölmez, s. 865.

¹¹⁸ Direktif gerekçesininin 18. Maddesinde finansal piyasalarda güvenilirliğin sağlanmasına yönelik AB politikalarının etkin bir biçimde uygulanması için tüzel kişilerin cezai sorumluluğa sahip olmasının gerekli olduğu vurgulanmıştır.

edilmiştir (m. 9). Bu düzenleme şekli, tüzel kişilerin cezai sorumluluğunun halihazırda tartışmalı bir konu olmasından dolayı üye devletlere en azından yaptırım türlerinin belirlenmesinde bir hareket alanı tanınmak istendiğini düşündürmektedir. AB doktrininde, birçok üye devletin ceza hukuku sisteminde tüzel kişilerin sorumluluğunun özellikle kabul edilmemiş olduğu vurgulanarak bu konunun hassasiyeti değerlendirilmeden böyle bir düzenlemeye yer verilmiş olması eleştirilmektedir¹¹⁹. Türk hukukunda da tüzel kişilerin cezai sorumluluğu kabul edilmemiş olmakla birlikte SerPK'nin 114. Maddesi uyarınca, bilgi suiistimali suçunun bir tüzel kişi yararına işlenmesi halinde ilgili tüzel kişi hakkında TCK'nin 60. Maddesinde düzenlenen iznin iptaline veya müsadereye ilişkin güvenlik tedbirlerine hükmedilmesi gerekmektedir. Tüzel kişilerin cezai sorumluluğuna ilişkin hususun ülkelerin suç ve ceza politikalarıyla ilgili olduğu düşünüldüğünde¹²⁰ AB mevzuatına ilişkin eleştiriler haklı gözükmemektedir.

SONUÇ

Sonuç olarak, büyük bir bölümü AB düzenlemelerinden iktibas edilen Türk sermaye piyasası mevzuatında içsel bilgiye ilişkin kamusal denetim ve yaptırım sisteminin genel anlamda doğru bir çerçeve içerisine oturtulmuş olduğu kabul edilse de, gerek 2008 finansal krizi sonrası güncel gelişmeleri takip etme hususunda gerekse kamusal müdahalede tutarlı bir denge gözetilmesinde önemli eksiklerin ve farklılıkların olduğu da ortadadır. Tespit edilen bu farklılıkların kısaca özetlenmesi gerekirse çalışma kapsamında izlenen sıralama gereği ilk olarak idari düzenlemelerden başlamak yerinde olacaktır. Türk hukuku idari düzenlemelerinde, ihraççıların kendilerini dolaylı olarak ilgilendiren bilgileri de içsel bilgileri açıklama yükümlülükleri çerçevesinde kamuya açıklamalarının beklenmesi ve içsel bilgiye sahip olan kişilerle yakın ilişkili olan kişilerin de içsel bilgiye ilişkin piyasa bozucu eylemler kapsamında değerlendirilmesi gibi düzenlemeler piyasa aktörleri için uyulması güç ağır kısıtlamalar teşkil etmektedir. Bu yöntemlerin benimsenmesinden önce işlem yapma kapsamındaki piyasa bozucu eylemler için içsel bilginin kesinleşmesi şartının aranmaması, spot emtia sözleşmeleri üzerindeki işlemler ile emir iptali veya değişikliği gibi eylemlerin de bu tür piyasa bozucu eylemler kapsamına alınması uygulamada karşılaşılabilecek hukuka aykırılıkların çoğunu ölçülü bir şekilde düzenleme altına almak ve AB sistemine uyum

¹¹⁹ Ester Herlin-Karnell, "White Collar Crime and European Financial Crises: Getting Through on EU Market Abuse", *European Law Review*, 37(4), 2012, <<https://research.vu.nl/en/publications/white-collar-crime-and-european-financial-crises-getting-tough-on-2/>>, Erişim Tarihi 11 Eylül 2020, s. 492.

¹²⁰ Muharrem Özen, "Türk Ceza Kanunu Tasarısının Tüzel Kişilerin Cezai Sorumluluğuna İlişkin Hükümlerine Bir Bakış", *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 52(1), 2003, <<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/629004>>, Erişim Tarihi 04 Ağustos 2021, s. 84.

sağlamak adına yerinde olacaktır. İdari denetim ve yaptırım sisteminde ise tespiti son derece zor olan içsel bilgiye ilişkin piyasa bozucu eylemler gibi hukuka aykırılıkların ortaya konması ve caydırıcı yaptırımlara tabi tutulabilmesi için SPK'ye telekomünikasyon operatörlerinden veri talebine yönelik denetim yetkilerinin verilmesi önemli iken SPK'nin idari para cezası uygulama yetkisinin AB PBE Tüzüğü'nde olduğu gibi içsel bilgiye ilişkin piyasa bozucu eylem türleri için kademeli bir şekilde düzenlenmesi de dengeli bir kamusal müdahale için faydalı olabilecektir. Cezai sorumluluk rejimi ve bilgi suiistimali suçu kapsamında da gerek AB gerekse Türk hukukunda yer alan içsel bilgiye sahip kişi kategorilerinin gerçekleştirdikleri eylemler sebebiyle suçluluk karinesine tabi tutulacaklarına ve suçun tespitinin ancak böylece mümkün olabileceğine ilişkin değerlendirmelerinin doğru olmadığı düşünülmektedir. Bu bağlamda Türk hukukunda bilgi suiistimali suçu için menfaat elde edilmesi şartının getirilmiş olması suç tespitini kolaylaştırmak adına yerinde olup ilgili suçun iletişimin denetlenmesine yönelik CMK koruma tedbiri düzenlemesindeki katalog suçlar kapsamına alınması da faydalı olacaktır. Ayrıca SerPK'de yer alan bilgi suiistimali suçunun AB PBE Cezai Direktifi'nin aksine taksirle işlenebilen bir suç olarak düzenlenmiş olması da Türk ceza hukuku sistemiyle uyumlu olmayıp bu durumun iktibas sırasında idari düzenleme olan AB Tüzüğü'nün esas alınmasından kaynaklanmış olması muhtemeldir.

Sonuç olarak sermaye piyasaları uygulamasında Türkiye'ye nazaran daha derinlikli piyasalara sahip olan ve dolayısıyla hukuki anlamda da derinlikli regülasyonlar yapmış olan AB'nin, bu alanda ülkemizde henüz karşılaşılmayan veya yeni ortaya çıkmış hukuki sorunları daha önce tespit ederek belirli yönleriyle çözüme kavuşturmuş olduğu görülmektedir. Bu durumda, iktibas için kaynak olarak kabul edilen AB sermaye piyasası hukukunun çok daha detaylı bir incelemeye tabi tutulması ve içsel bilgiye ilişkin kamusal müdahale sisteminde çalışma boyunca aktarılan incelikli noktaların gözden kaçırılmaması gerekmektedir. Çünkü özellikle daha küçük tasarruf sahibi bireysel yatırımcılar için fazlasıyla karmaşık finansal ürünlerin ve aktivitelerin ortaya çıktığı ve aynı zamanda finans alanındaki sektörel sınırların belirsizleşmesiyle çok çeşitli aktörlerin dahil olduğu günümüz sermaye piyasalarında, piyasa katılımcıları arasındaki bilgi eşitsizliğinin giderilmesi ve içsel bilgiye erişimde adaletin sağlanması daha da önemli hale gelmiştir. Sürekli değişen ve gelişen piyasa şartlarında kamusal müdahale gerektiren istismara açık bir alan bırakmamak veya bu müdahaleyi yenilikleri engellemeyecek şekilde dengelemek ise zorlaşmıştır. Diğer taraftan, Türk sermaye piyasası hukukunda işlevsel bir kamusal denetim ve yaptırım sistemi oluşturmak adına, Türk idare ve ceza hukukunda yaptırımlara ilişkin kuralların dayanağını teşkil eden temel

ilkelerden ayrıık olan düzenlemeler yapılmasından kaçınılması da önemlidir. Neticede sermaye piyasası hukukunun temel hedefi olan piyasa güvenilirliğinin tesisinde doğru ve dengeli kurgulanmış kamusal müdahalenin vazgeçilmez bir rolü bulunmaktadır. Piyasa güvenilirliğinin sağlanması ise, gelir dağılımındaki eşitsizliğin ve borçlanmaya dayalı büyüyen finansal sistemlerin kırılganlığının her geçen gün arttığı günümüz dünyasında küçük tasarruf sahiplerinin de ortaklık modeliyle büyüme mekanizması içerisine dahil edilmesini ve farklı yatırım imkanlarına erişimini kolaylaştıracak ve ülke ekonomisinin sağlam bir zeminde sıçrama yapmasına destek olacaktır.

- Fama E, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25 (2), 1970, <<https://www.jstor.org/stable/2325486?seq=1>> Erişim Tarihi 12 Temmuz 2020, s. 383-417.
- Faure M G/ Leger C, "The Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: A Move Towards Harmonizing Inside Trading Criminal Law at the EU Level?", *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 9(2), 2015, <<https://brooklynworks.brooklaw.edu/bjcfcl/vol9/iss2/1>> Erişim Tarihi 11 Eylül 2020, s. 387-427.
- Ferran E/ Moloney N/ Payne J (Ed.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015.
- G20 Leaders Statement, *Pittsburgh Summit September 24-25 2009*, <<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>> Erişim Tarihi 03 Temmuz 2020.
- Gürel P, "Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanların Sorumluluğu", *Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etütleri*, 2003, <<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/7/2>> Erişim Tarihi 02 Temmuz 2020.
- Herlin-Karnell E, "White Collar Crime and European Financial Crises: Getting Through on EU Market Abuse", *European Law Review*, 37(4), 2012, <<https://research.vu.nl/en/publications/white-collar-crime-and-european-financial-crises-getting-tough-on-2>> Erişim Tarihi 11 Eylül 2020, s. 481-494.
- İhtiyar M, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, Beta Yayınevi, 2016.
- Karacan A İ, *Sermaye Piyasası Hukuku Yazılar Cilt I*, Legal Yayınevi, 2017.
- Koca M/ Üzülmez İ, *Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler*, 7. Baskı, Seçkin Yayıncılık, 2014.
- Lehmann, M/ Kumpan C (Ed.), *European Financial Services Law: Article by Article Commentary*, Hart Publishing, 2019.
- Manavgat Ç, "Türk Hukukunda 'İçeriden Öğrenen' Kavramı", *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 19(4), 1998, <<https://www.jurix.com.tr/article/6067>> Erişim Tarihi 14 Ağustos 2020, s. 177-204.
- Manavgat Ç, *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016.
- Manavgat Ç, *Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2008.
- Mishkin F S/ Eakins S G, *Financial Markets and Institutions*, 9. Baskı, Pearson, 2018.
- Mollers T/ Temel E, "Efficiency in Arrangement and Supervision in Capital Markets Law: The Usage of Empiric and Economic Arguments as Legal Grounds of Private, Penal and Public Law Sanctions", *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 24(3), 2008, <<https://heionline.org>> Erişim Tarihi 24 Eylül 2019, s. 35-88.
- Moloney N, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. Baskı, Oxford University Press, 2014.
- Özen M, "Türk Ceza Kanunu Tasarısının Tüzel Kişilerin Cezai Sorumluluğuna İlişkin Hükümlerine Bir Bakış", *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 52(1), 2003, <<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/629004>> Erişim Tarihi 04 Ağustos 2021, s. 63-88.

- Özgenç İ, *Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler*, 16. Baskı, Seçkin Yayıncılık, 2020.
- Özgenç İ/ Ölmez G, “Sermaye Piyasasında Güveni Korumaya Yönelik Yükümlülükler ve Ceza Hukuku Sorumluluğu”, Özgenç İ/ Şahin C/ Turhan F (Ed.), *5. Türk-Kore Ceza Hukuku Günleri, Karşılaştırmalı Hukukta Ekonomik Suçlar Uluslararası Sempozyumu Tebliğler Cilt I*, Seçkin Yayıncılık 2020.
- Perrone A, “EU Market Abuse Regulation: The Puzzle of Enforcement”, *European Business Organization Law Review*, 21, 2020, <<https://link.springer.com/article/10.1007/s40804-019-00171-x>> Erişim Tarihi 18 Ağustos 2020, s. 379-392.
- Ryder N (Ed.), *White Collar Crime and Risk*, Palgrave Macmillan, 2018.
- Swan E J/ Virgo J, *Market Abuse Regulation*, Oxford University Press, 2010.
- Şahin C, *Ceza Muhakemesi Hukuku I*, Seçkin Yayıncılık, 2016.
- Şenol C, “İçeriden Öğrenilen Bilgi ve İçeriden Öğrenen Kavramlarının Ceza Hukuku Açısından İncelemesi”, *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(2), 2012, <<https://dergipark.org.tr/tr/pub/hacettepehdf/issue/44819/557478>> Erişim Tarihi 27 Ekim 2020, s. 126-145.
- Turanboy A, *İnsider Muameleleri: Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990.
- Türkiye Büyük Millet Meclisi Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), 2012, <<https://www5.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>> Erişim Tarihi 10 Temmuz 2020.
- Veil R, *European Capital Markets Law*, Oxford University Press, 2013.
- Yanlı V, “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında ‘İçsel Bilgi’ Kavramı”, Üçışık G/Akgiray V/ Kurban İ/ Gürpınar B/ Kılıç H/ Celep F (Düz.), *Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu*, 2011, <<https://docplayer.biz.tr/666339-Anonim-sirketler-ve-sermaye-piyasasi-hukukunda-guncel-gelismeler-turk-alman-uluslararasi-sempozyumu-25-26-haziran-2010.html>> Erişim Tarihi 20 Mayıs 2020, s. 258-271.
- Yenidünya C, “Sermaye Piyasası Kanununda Düzenlenen Suç ve Kabahatlere İlişkin Genel Prensipler”, *İpek Yolu Canlanıyor-Türk Çin Hukuku Zirvesi*, 2012, <<https://docplayer.biz.tr/6361305-Sermaye-piyasasi-kanununda-duzenlenen-suc-ve-kabahatlere-iliskin-genel-prensipler.html>> Erişim Tarihi 21 Haziran 2020, s. 85-96.