

SERMAYE PİYASASI KANUNU VE İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ

(INSIDER TRADING)

*Av.Neval OKAN

□ SPK'daki bu düzenleme karşısındaki ortaklık yetkilileri ortaklığa ait bilgileri kendi yararına kullanamayacaklar ve böylece yatırımcılar arasında fırsat eşitliği sağlanabilecek, bazı ortaklıkların kendi pay senetleri ile oynamaları gibi iddialar ortadan kalkacak veya en azından azalacaktır. Ayrıca yatırımcılarda bilgi sahibi olma olanağınada kavuşacaklardır.

Ortaklar hakkında gerekli olan bilgilerin kamuya duyurulması gerekmektedir.

GİRİŞ

Borsa ülkemiz için oldukça yenidir. Bu nedenle de borsada meydana gelebilecek haksız kazançlara karşı oluşturulan yasal düzenlemelerin yeterli olmaması ve zaman içinde uygulamadan doğan gereksinimler neticesinde bu tür düzenlemelere gidilmesi doğaldır. Türkiye'de borsa yeni yaygınlaşmakta olduğundan "Insider Trading" konusunda da Batıdaki yasa ve düzenlemelerin daha başlangıçta SPK'da yer alması düşünülmemiştir. Bu konu Sermaye

Piyasası Kanunu (SPK.)'da 29.4.1992 tarihli ve 3794 sayılı yasa ile yapılan bir değişiklik ile düzenlenmiştir (1). "Insider Trading"ın ne olduğu saptanırken batıdaki ve özellikle ABD'deki yasal düzenlemelere de yer verilmiştir. Açıklamalarımızda yabancı hukuklardaki düzenlemelere de yer vermekle beraber, esas olarak SPK'da içerden öğrenen "Insider" olarak nitelenen kişiler, sorumlulukları, müeyyideler ve bu konudaki düzenlemelerin gerekliliği üzerinde durulmuştur.

I. GENEL OLARAK

Diğer ülkelerde "insider trading" olarak isimlendirilen ve dilimize içerden öğrenenlerin ticareti olarak çevrilen, 2499 sayılı SPK'da da bu şekilde yer alan bu olgu SPK'da şu şekilde tanımlanmıştır: "Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine ve üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanılarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak

şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zarar bertaraf etmek, içerden öğrenenlerin ticaretidir". Öğretide de benzer bir tanım yapılarak insider trading halka açık bir anonim ortaklıkta, bulunduğu mevki nedeni ile bir menkul değer in ileride oluşacak değeri ile ilgili bilgilere sahip olan kişilerin bu bilgileri, kamuya açıklanmalarından önce, borsa içi ve borsa dışı ticarete kendisi ve başkalarının yararına kullanarak bundan çıkar sağlanması içeriden öğrenenlerin ticaretidir"

Borsada hisse alım - satımları kazanç sağlamak amacıyla yapılmaktadır. Hisse alım - satımı ile ilgili kararları, borsada işlem gören hisselerin ait olduğu ortaklığın, finansal durumunu etkilemektedir. Ortaklığa ait bilgiler bu durumda çok önemli olmaktadır. Bu nedenle hisselerinin borsada kota alınmasını isteyen ortaklıklara ait bilgilerin dönemsel olarak hisse sahiplerine bildirilmesi zorunludur. Borsanın amacı ortaklığın hissedarını korumaktır. Çünkü borsada işlem göreceğ olan hisseye ait bilgi halka açıklanmazsa, ortaklığın halka açık olmasının ekonomik ve toplumsal nedenleri ortadan kalkar, hissedarlar arasındaki eşitlik bozulur ve bazıları ayrıcalıklı duruma gelir. Bu ise diğer hissedarların ekonomik kaybına neden olacağından, borsaya olan güven sarsılır ve işlevini yerine getirmesi engellenmiş olur.

Menkul değerlere yatırım yapmak isteyen kişi ve kuruluşlara bu menkul değeri çıkaran ortaklıkla ilgili -rekabet ve ticari sıra ilişkin olanlar dışında- her türlü bil-

giyi vermeyi içeren "Kamuyu Aydınlatma" ilkesi ile "Insider Trading" birbirleriyle yakından ilgilidir. Henüz kamuya açıklanmamış bir bilgiyi kullanmak olarak karşımıza çıkan "Insider Trading" kamuyu aydınlatma ilkesi ile çelişmekte, güven ve açıklığı zedelemektedir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, piyasaya bilgi sağlayarak, sermaye piyasasının sermaye oluşumu ve güvenlik fonksiyonlarını yerine getirmesine olanak sağlar. İçeriden öğrenenin elde ettiği bilgi ise, sermaye piyasasının bu fonksiyonları yerine getirmesine engel olmaktadır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi aynı zamanda işletmenin çıkarlarına da hizmet etmektedir. Çünkü "Insider Trading"te edinilen bilgi, ortaklığın değil bilgiyi edinen veya üçüncü kişinin yararınadır. Insider Trading'in yasal olarak düzenlenmesi ve yaptırımlara bağlanması bu tür sakıncaları gidermeye yöneliktir. Insider Trading bir hile ve aldatmaca olarak karşımıza çıkabileceği gibi, ortada bir hile sözkonusu olmaksızın kamuyu aydınlatma ilkesini çiğnemek şeklinde de kendisini gösterir.

1.İÇERİDENÖĞRENEN (INSIDER)

SPK m.47'de Insider dört grupta ele alınmıştır:

a) Sermaye Piyasası Kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hakim kuruluşların faaliyet ve niteliklerine

uygun sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler insider'dır.

b) Yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticiler, denetçiler, personel birer insider'dır.

Anılan kişiler henüz kamuya açıklanmamış bilgiyi çıkar sağlama amacı ile kullanarak, borsada bir işlemi etkilemiş veya etkilenmesine neden olmuşlardır. Elde ettikleri bilgi bu kişilerin görevleri nedeniyledir. Ve kendisinin veya üçüncü kişilerin yararına kullanılmıştır.

c) Mesleği gereği veya görevini yerine getirirken elde ettiği, henüz kamuya açıklanmamış bilgiyi bilerek kendisine veya üçüncü bir kişiye yarar sağlamak amacı ile kullanarak, borsada bir işlemi etkilemiş veya etkilenmesine neden olmuş kişi insider'dır.

d) (a), (b), (c)'de sayılan kişilerle ilişkileri nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumda olan kişiler insider'dır.

Öğretide ve bazı düzenlemelerde de insider iki grupta ele alınmaktadır. Birinci grupta pay sahipleri, ortaklığın yöneticileri ve ortaklıkta yer alan diğerleri; ikinci grupta ise, insider ile aynı konumda kabul edilen mali kuruluşlar, borsa brokerleri, yatırım danışmanları ve ilgili diğer kurum ve kişiler yer alır.

Amerikan mevzuatında da insider üç grupta toplanmaktadır: Profesyonel yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri ve %10'dan büyük pay sahipleri (2).

2. INSIDER TRADING'E

KONU BİLGİ

Insider Trading'e konu bilgi henüz kamuya açıklanmamış, menkul değerlerin fiyatlarını etkileyecek olan ayrıcalıklı bilgilerdir.

Borsaya pay senedini kote ettirmiş ortaklığın pay senedini etkileyecek her tür bilgi, kamuya duyurulmadıkça, ayrıcalıklı bilgi sayılmaktadır ve bu tür bilgilere doğal olarak ortaklık içindeki kişiler sahip bulunmaktadır.

Amerikan hukuku Insider Trading'te önemli bilgi kavramına yer vermiştir. Ve ortaklığın mal varlığını veya iştiraklerinin mal varlığını etkileyecek buluşları önemli bilgi olarak kabul etmiştir.

Alman yönergesinde, kâr payı oranlarında veya önemli koşullardaki değişikliklere ilişkin bilgilerin yanısıra sermayenin azaltılması, artırılması, kârın kısmen veya tamamen devri sözleşmesinin yapılması, birleşme, mal varlığı devri, tür değiştirme, bütünleşme, tasfiye konuları Insider Trading'e konu bilgi kabul edilmiştir.

Buna karşılık çeşitli mali tabloların incelenmesi ve analizi sureti ile elde edilen bilgiyi Insider Trading'e konu bilgi saymak olanaksızdır (3).

3. BİLGİNİN KULLANIMI

Insider Trading'ten sözedebilmek için kamuya açıklanmamış bilginin elde edilmesi yeterli olmayıp, bu bilginin kamuya açıklanmasından önce kullanılmış olması gerekir.

II. YABANCI HUKUKLARDA

INSIDER TRADING

Amerikan Hukukunda Insider Trading, Securities and Exchange Act (SEC)'in 10(b) - 5 ve 16(b)'de yer alan hükümleri ile düzenlenmiştir. SEC'in 10(b) hükmü yalnızca hileye uygulanmaktadır. Insider Trading'in bazılarına zarar verdiği tartışmasız olmakla beraber Insider doğrudan doğruya mağdur ile ilişkiye girmemektedir. Bir Insider'in SEC 10(b) hükmünü çiğneyebilmesi için ticaretten önce kamuya açıklama yapma görevinin bulunması gerekir. SEC 16(b) hükmü içeriden öğrenilen bilginin kullanılıp kullanılmaması önemli olmaksızın içeridekilerin kazancına engel olmaktadır. Fransa'da 1967 yılında kamuyu aydınlatma ilkeleri getirilmek suretiyle sorunun çözümü amaçlanmıştır.

Özel Hukukumuz açısından kaynak olan İsviçre Hukukunda Insider Trading düzenlenmediği gibi böyle bir eylemi önleyici hüküm de bulunmamaktadır. İsviçre'de temel hatasına ilişkin hükümler, Culpa In Contrahendo'dan ve yönetim kurulunun sorumluluğuna ilişkin hükümlerden yararlanılması düşünülmüş ancak doyurucu sonuçlar elde edilememiştir (4).

III. TÜRK HUKUKUNDA

INSIDER TRADING

Türkiye'de hangi borsa faaliyetlerinin Insider Trading olarak nitelendirildiği ve ne şekilde cezalandırılacağı SPK. m.47 ile düzenlenmiştir. Bu hükme göre, Insider Trading'in tanımı yapıldıktan sonra, Insider Trading yasaklanmıştır. Bu yasağı çiğneyenler her türlü hukuki sorumlulukları saklı kalmak kaydıyla, anılan hükme dayanılarak cezalandırılırlar. Bu hükme göre Insider Trading'in cezası bir yıldan üç yıla kadar hapis ve beşyüz milyon liradan bir milyar liraya kadar ağır para cezasıdır.

Aynı yasanın kamunun aydınlatılması ile ilgili m.16/A hükmüne göre "Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunul-

masında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekalet istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapar".

SPK'daki bu düzenleme karşısında ortaklık yetkilileri ortaklığa ait bilgileri kendi yararına kullanamayacaklar ve böylece yatırımcılar arasında fırsat eşitliği sağlanabilecek, bazı ortaklıkların kendi pay senetleri ile oynamaları gibi iddialar ortadan kalkacak veya en azından azalacaktır. Ayrıca yatırımcılar da bilgi sahibi olma olanağına kavuşacaklardır.

SONUÇ

Sonuç olarak, ortaklıklar hakkında gerekli olan bilgilerin kamuya duyurulması gerekmektedir. Bu şekilde, yatırımcılarca sermaye piyasasındaki menkul değerlere güven içinde yatırım yapılması ve doğal olarak sermaye piyasasına güven sağlanacaktır. Bunun aksine bir durum ortaklık yetkililerinin içeriden öğrendikleri bilgileri kullanarak kendi payları üzerinde oynamaları ya da önemli bilgileri önceden

dışarıya sızdırarak kendileri ya da üçüncü kişiler yararına haksız kazançlar sağlamaları nedeni ile sermaye piyasası olumsuz yönde etkilenecek, sermaye piyasasının arz talep dengesi bozulacaktır.

Bu nedenle Insider Trading'in gecikmeyle de olsa yasal olarak düzenlenmiş olması, uygulamadan kaynaklanan bir gerekliliğin sonucudur.

* Anadolu Üniversitesi Avukatı

(1) R.G. 13.5.1992 T., S.21227.

(2) Karşlı, Muharrem. Sermaye Piyasası, Borsa Menkul Kıymetler, 1989, İstanbul.

(3) Tekinalp, Ünal. "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu", İMD., Aralık1986, C.XXXIII, S.9.

(4) Tekinalp, Ünal. a.g.m.