

2499 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU'NDA TANIMLANAN MANİPÜLASYON SUÇUNUN “HALKA ARZLAR” AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

*The Evaluation of manipulation crime defined in the Capital
Market Law No. 2499 regarding “Public Offerings”*

Yrd. Doç. Dr. Ramazan ARITÜRK
Serkan TÜRKDOĞRU*

ÖZET

Çalışmamızda, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre yapılacak halka arzlarda, Kanun'un 47/1-A-2 maddesinde tanımlanan manipülasyon fiillerinin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğine değinilmiştir. Buna ek olarak bu çalışmada ticari hayatın işleyişi ve suçun düzenlenme amacı değerlendirilmek istenmiştir.

Türk Sermaye Piyasası Kurulu halka arzı, bir anonim ortaklığın (şirket, ortaklık) kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu “doğrudan finansman” yöntemi olarak değerlendirir. Halka arz, payların çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı veya ilan yoluyla satışı olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca payların, borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi” şeklinde de tanımlar. Konuyla ilgili, takip edilecek usul ve esaslar, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer almaktadır.

Kısaca “*yapay olarak sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini yaratmak*” olarak ifade edilen manipülasyon suçunun şekil ve şartları ile suçun niteliği, bu çalışmada açıklanmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye piyasası, halka arz, manipülasyon suçu.

ABSTRACT

In this study, we examined the public offering and manipulation acts which is made and materialize in accordance with the capital market law no.2499. In addition to that, This study also analyze consideration about the operation of commercial life and the purpose of organized crime.

The public offering is considered as a method of direct financing by Turkish capital market board which means a joint-stock company's (corporation, partnership) refers to meet because of funding needs. Public offering defines that sales through the call/announced to previously unknown and large number of investors.

* Uluslararası Antalya Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ceza ve Ceza Usul Hukuku Öğretim Üyesi.

** Marmara Üniversitesi Kamu Hukuku Doktora Öğrencisi.

In addition, the concept can be defined as a shares traded continuously in stock Exchange and other organized markets. On the subject to be followed is located in the Capital Market Law.

Shortly, in this study tried to explain manipulation crime the shape and the nature of the crime within' the terms which is expressed as "*the price is artificially created outside the normal supply and demand factors, and this does not form a real reflection of the actual financial and economic circumstances of the financial instrument in question or the issuer*".

Keywords: Capital Market, Public Offering, Manipulation Crime.

GİRİŞ

Çalışmamızda, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre yapılacak halka arzların, bu Kanun 47/1-A-2 maddesinde tanımlanan manipülasyon fiilleri açısından gerçekleşip gerçekleşmeyeceği, ticari hayatın işleyişi ve suçun düzenlenme amacı bakımından değerlendirilecektir.

I. HALKA ARZ

a. Tanımı

SPK'nun "tanımlar" başlıklı 3. Maddesinde **Halka arz**; "*sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder*" denilmek suretiyle tanımlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu ise halka arzı, "bir anonim ortaklığın (şirket, ortaklık) kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu bir "doğrudan finansman" yöntemi olarak ve halka arz paylarının çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı veya ilan yoluyla satışı şeklinde tanımladığı gibi payların, borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi" şeklinde de tanımlamaktadır.²⁴⁷

b. Şekli

Yapılacak arzın şekli ise SPK'nun 6. maddesinde açıklanmıştır. Buna göre; sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler izahnamede yer alır. İzahnamede bulunması gereken bilgiler Kurul tarafından belirlenir. Sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasından sonra izahname ticaret siciline tescil ve ilan edilir. Halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti sirküler ile yapılır. Yayınlanacak sirküler ve ilanların esasları Kurul tarafından belirlenir.

İlanlar ve açıklamalar gerçeğe uymayan abartılmış veya yanıltıcı bilgileri içermeyeceği gibi Kurul kaydına alınmanın resmi bir teminat olarak yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifade taşıyamaz. Kurul, yanıltıcı nitelikte gördüğü reklamları yasaklar." diye belirtilmiştir.

Yine bu kanunun 9. maddesi uyarınca satış sonuçları hakkında bilgi verme yükümlülüğü getirilmiştir. Maddede; "Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışını yapan ihraççılar veya aracı kuruluşlar satış süresinin bitiminden itibaren altı iş günü içerisinde, satışın sonucu hakkında, Kurula bilgi vermekle yükümlüdürler.

Verilecek bilgilerin şekil ve esasları Kurul tarafından belirlenir." denilmek suretiyle bu husus belirtilmiştir.

Önem arz etmesi bakımından İzahnamedeki değişikliklerin bildirilmesi gerekmektedir. Bu hususu da kanun 10. maddede düzenlemiştir. Buna göre maddede; "*İzahname ile halka açıklanan konulardaki değişikliklerin, ilgili ihraççılarca en geç on gün içinde Kurula bildirilmesi zorunludur.*

Bildirim şekli ve esasları Kurul tarafından belirlenir.

Değişiklikler 6'ncı maddede belirtilen esaslara göre ilan edilir." denilmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu, şirketlerin paylarını halka arz etme şekillerinin, farklı

²⁴⁷ Halka Arz, Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2, Ankara, Şubat 2012, s.6.

koşullara bağlı olarak değişebileceğini belirtmekte ve şirketlerinin mevcut sermayeyi temsil eden paylarının bir kısmını ortak satışı şeklinde halka arz edebildiği gibi sermaye artırımını yoluna giderek mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle de halka arzı tercih edebilecekleri gibi her iki yöntemi birlikte uygulama yöntemine de gidebileceklerini belirtmektedir.²⁴⁸

Sermaye Piyasası Kurulu, Anonim ortaklıklarca halka arz olunacak payların kurul kaydına alınmasını zorunlu tutmaktadır. Kurula yapılan kayda alma başvuruları, izahname²⁴⁹ ve sirkülerin²⁵⁰ ortaklığa ve halka arz olunacak paylara ve şirkete ilişkin bilgileri içerip içermedikleri dikkate alınarak, kamunun aydınlatılması çerçevesinde incelenecektir. İncelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir²⁵¹. Bu şekilde izahname ve sirküler ile şeffaflık sağlanmaya çalışılmaktadır.

İçeriği Kurul tarafından belirlenen halka arz izahnamesinin başvuru sırasında Kurul'a iletilmesi zorunludur. İzahnamede ortaklığa ve halka arz edilecek menkul kıymetlere ilişkin tanıtıcı bilgilere, finansal tablolara ve halka arz sirkülerinde ise halka arz işlemlerine ve ne şekilde gerçekleştirileceğine ilişkin bilgilere yer verilir²⁵².

c. Halka Arza Aracılık Faaliyeti

Halka açılma kararının ardında yatan temel faktör, genelde şirketlerin finansal yapılarını güçlendirme arzusudur. Büyümenin mevcut özkaynaklar ya da borçlanma ile daha fazla sürdürülemediği durumlarda halka arzın planlanması kaçınılmazdır. Halka arz yoluyla elde edilen kaynak daha ziyade yeni yatırımlara, iş hacmini büyütme veya borç ödemelerine yönlendirilmektedir. Bu kaynakların büyüklüğü arza konu olan hisse senetlerinin fiyatlanması ile doğrudan ilişkilidir²⁵³.

Sermaye piyasası mevzuatımızda, gerçek şahısların doğrudan doğruya aracılık faaliyetinde bulunmaları kabul edilmemiş olup, bu yetki sadece aracı kuruluşlara tanınmıştır. Birikimlerini sermaye piyasası araçlarına yönlendirmek isteyen yatırımcıların, aracı kuruluşla bir "çerçeve sözleşmesi" imzalaması, aracı kuruluş nezdinde bir hesap açtırarak, almak istediği ya da yedinde bulundururken satmak

²⁴⁸ Halka Arz, s.6.

²⁴⁹ İzahname; sermaye piyasası araçlarının ihracında veya halka arzında, ortaklıklarca, halkı, şirket ve ilgili sermaye piyasası aracı hakkında bilgilendirmek amacıyla düzenlenen, halka arz öncesinde ticaret sicil gazetesinde ilan edilerek satış merkezlerinde tasarruf sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulması gereken belgedir. (AKBULAK, Sevinç/ AKBULAK, Yavuz, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s. 484).

²⁵⁰ Sirküler; sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenen izahnamede yer alan bilgilerin özeti niteliğindeki temel bilgileri, satış merkezleri ve satışa ilişkin bilgileri içeren, tasarruf sahiplerine davet niteliği taşıyan ve günlük gazetelerde ilan edilen duyuru metnidir. (AKBULAK/ AKBULAK, s. 486).

²⁵¹ Halka Arz, s.7; Ayrıca Kurul yatırımcılara uymakta ve kayda alma konusunda, ihraç edilen menkul kıymetin Kurulca teminat altında olduğunu veya ihracın kalitesini göstermediğini belirterek, Bu çerçevede, bir anonim ortaklığın ortağı olma kararı verilirken, hisse senedinin riskleri ve getirisinin, sermaye piyasası aracı ihraç eden ortaklığın mali durumunun, faaliyet yapısının, ortaklığın içinde bulunduğu sektörün, yatırım yapacak kişilerce değerlendirilip, analiz edilmesi gerektiğini de belirtmektedir.

²⁵² Halka Arz, s.15.

²⁵³ KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray / ALAGÖZ, Ayşegül, Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme, s.2.

istediği araç hakkında bu kuruluşa bir “talimat” vermesi gerekmektedir²⁵⁴.

Tipik bir halka arzda, ihraca aracılık eden aracı kurumların oluşturduğu bir konsorsiyum bulunmaktadır. Konsorsiyumun içerisinde lider aracı kurum olarak genelde bir yatırım bankası, bir ya da iki yardımcı aracı kurum ve konsorsiyumun diğer üyeleri vardır. Başlangıçta, lider aracı kurum ve ihraççı firma halka arzdan elde edilmesi beklenen hasılat, hasılatın yüzdesel olarak bölüşümü ve ek satış opsiyonu üzerinde anlaşılır. Lider aracı kurum, başlangıç prospektüsünü hazırlar. Bu prospektüs ve tanıtım çalışmaları halka arzın tanıtımı için kullanılır. Tanıtım esnasında, aracı kurum ihraca olan talebin belirlenmesine yönelik piyasa araştırması yapar. Ardından, ihraç talebinin güçlü ya da zayıf olması, fiyat istikrarına ihtiyaç olup olmadığı konusunda fikir oluşturur. Halka arz fiyatının ve miktarının belirlenmesinin ardından uygulanan halka arz yöntemine göre hisse senetlerinin tahsisi gerçekleşir²⁵⁵.

2499 sayılı SPK’nda aracılık faaliyeti; “sermaye piyasası araçlarının 31’inci maddede çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır” (m.30) şeklinde tanımlanmıştır. Bu şekilde aracılık faaliyetinde bulunulabilmesi için Kurul’dan izin alınması ve yetki belgesi alınması gerekmektedir (m.31).

Halka arza aracılık, birinci el piyasa işlemi olarak, Kurul kaydına alınacak olan sermaye piyasası araçlarının aracı kurum tarafından halka arz yoluyla satışına aracılık yapılmasını ifade etmektedir. Bu aracılık faaliyetinde bulunacakların, kuruluş, faaliyet ve yetkilendirilmelerine yönelik olarak “Aracılık Faaliyetleri Ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında (Seri: V, No: 46) Tebliğ çıkarılmıştır²⁵⁶.

Durum bu şekilde olunca aracılık faaliyetinde bulunacakların hukuki sınırlanması gerekeceği düşüncesiyle, sermaye piyasası araçlarının, Sermaye Piyasası Kurulu’na kaydettirilerek halka arz yoluyla satışında uygulanacak yöntemlere ilişkin esasları düzenlemek için hazırlanan, “Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar”ın yer aldığı Tebliğde²⁵⁷; “halka arzda işlem yaşı” başlığı altında; “Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışlarında, sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, muhahas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhrî hısımları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamazlar” (Seri 8, No: 37 Tebliğ ile eklenen ek 1.maddesi) denilmek suretiyle belirtilmişti,

Tebliğin bu hükmünün, şirket içerisindeki konumu nedeniyle bilgi sahibi olanların arz ve talep dengesini bozarak haksız kazanç sağlamalarının önüne geçilmesi gayesiyle getirildiği görülmekteydi. Hükmün aksine hareket edenlerin, SPK.nun 47/A-1 maddesindeki içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu işleyecekleri düşünül-

²⁵⁴ KÜTÜK, Halil İbrahim, Sermaye Piyasasında Manipülasyon, Cezai ve Hukuki Sonuçları, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Isparta, 2010, s.19.

²⁵⁵ KÜÇÜKKOCAOĞLU / ALAGÖZ, s.4.

²⁵⁶ 07/09/2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan (Seri: V, No: 46) Tebliğ.

²⁵⁷ Seri:VIII, No:22.

mekteydi²⁵⁸. Bu mevzuat hükümleri ile ülkemizde halka arzlarda ihraççı ve halka arzı yapan aracı kuruluşlarla ilişkili tarafların halka arza talep girmesi Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliği ile uzun yıllar yasaklanmıştı. Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu tebliği, 03.04.2010 tarihli ve 27541 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:VIII, No:66 sayılı Tebliğ ile ortadan kaldırılmıştır. Sermaye piyasalarındaki en önemli kısıtlamalardan birinin yürürlükten kaldırılması ile bu tarihten sonra yapılan birçok halka arzda şirket ile ilişkili şirketlerin halka arza katılmasını engelleyen, yasaklayan bir hüküm kalmamıştır. Başka bir deyişle, halka arzlarla ilişkili tarafların talep girebilmesi bizzat sermaye piyasası Kurulu'nun yaptığı değişiklikle serbest hale gelmiş ve bu düzenleme ile halka arzlarla katılım artırılmak istenmiştir.

Halka arza aracılık genelde bankalar tarafından, bütün yurda yayılmış şubeleri vasıtasıyla yapılmaktadır. Aracı kuruluşlar tarafından, halka arza aracılık, iki şekilde yapılmaktadır. Bunlardan ilki, halka arza aracılığın, aracı kuruluşça, alacağı bir komisyon karşılığında²⁵⁹ sadece sıradan bir pazarlama yöntemiyle (ordinary marketing) gerçekleştirilmesidir. Bu yöntemde aracı kuruluşun, ihracı yapan şirkete karşı herhangi bir garanti yükümlülüğü yoktur. İkinci yöntemde ise, aracı kuruluş, ihraççı kuruluş ile bir aracılık yüklenimi (underwriting) sözleşmesi yapar ve yerine göre, ya ihraç yüklenimi yaptığı sermaye piyasası aracının belli sürede tamamının satışını yapmayı garanti ederek bu süre içerisinde satılmayanların bedelini ödeyip kendisi alır; ya da en başından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını kendi portföyüne dâhil edip ihraççı kuruluşa belli bir ödeme planı verir. Bu şekilde sermaye piyasası aracını, ihraççıdan aldığı fiyatın üzerinde satarsa bu kısmı kâr olarak kendi hanesine yazar ve ayrıca ihraççıdan komisyon alır²⁶⁰.

Halka arz, ister sıradan pazarlama yöntemiyle yapılsın, isterse aracılık yüklenimiyle yapılsın, ihraççı şirket ile aracı kuruluş arasındaki sözleşme mutlaka yazılı olmalıdır.

Alım-satım aracılık, daha önce halka arz edilmiş sermaye piyasası araçlarının, yatırımcılar arasında alım-satımının sağlanması için, örgütlenmiş borsalarda ya da borsa dışındaki pazarlarda alınıp satılmasına aracılık yapılmasını ifade eder²⁶¹.

Aracı kuruluşlar, sermaye piyasasında alım-satım yapmak isteyen müşterileri ile yazılı bir çerçeve sözleşmesi imzalayacaklardır. Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici, aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez.

Aracı Kurumlar "risk bildirim formu"nu düzenleyip müşterilerine imzalatmaları gerekir. Aksi takdirde müşteri ile sözleşme ve işlem yapamayacaklardır. Alım-satım aracılık çerçeve sözleşmesi yapılan her müşteriye ayrı bir hesap nu-

²⁵⁸ KÜTÜK, s.20.

²⁵⁹ İhraççı şirket, halka arz tutarının büyüklüğüne, verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişen oranlarda, halka arzın toplam tutarı üzerinden halka arza liderlik eden aracı kurum ile varsa diğer konsorsiyum üyesi aracı kurumlara aracılık komisyonu ödemektedir. Söz konusu ücretler ihraççı kuruluş ile aracı kurum arasında yapılan aracılık sözleşmesi ile tespit edilmektedir. (Halka Arz, s.18)

²⁶⁰ KÜTÜK, s.20vd.

²⁶¹ KÜTÜK, s.21.

marası verilmesi de zorunludur²⁶².

Aracı kurumlar, ilgili çerçeve sözleşmeyi imzaladıktan sonra müşterilerinden sermaye piyasası araçlarının alım-satımına ilişkin emirleri kabul edebilirler. Borsada işlem yapmayı gerektiren emirler, mevzuata uygun olarak alınır ve yerine getirilir. Aracı kurumlar borsa dışında yapılacak işlemlerde, müşteri emirlerini, çerçeve sözleşmesinde belirlenen esaslara göre kabul ederler ve özen borcu çerçevesinde yerine getirirler. Borsa dışında faaliyet gösteren aracı kurumlar, mevzuatta aksine bir hüküm olmadıkça, üzerinde işlem yaptıkları sermaye piyasası araçlarının alış ve satış fiyatlarını işyerinde ilan etmek zorundadırlar²⁶³.

Aracılık faaliyetleri sırasında alım-satıma ilişkin emirler elektronik ortamda da verilebilir. Buna göre, aracı kurumlar, alım-satıma aracılık faaliyeti kapsamında müşterilerle sözleşme imzalanması ve müşterilere hesap açılması kaydıyla, müşterilerinden borsaya iletmek üzere elektronik ortamda emir kabul edebilirler. Aracı kurumlar elektronik ortamda emir kabul etme faaliyetine başlamadan önce TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği)'ye bildirimde bulunmak zorundadırlar. Elektronik ortamdaki emirler, sözlü emir olarak kabul edilmektedir²⁶⁴.

II. MANİPÜLASYON SUÇU

Manipülasyon, arz ve talep güçlerine müdahale etmek suretiyle yapılan bir sermaye piyasası aracının fiyatındaki aldatıcı harekettir²⁶⁵. Manipülasyon, sermaye piyasalarında alım satım konu olan finansal varlıkların fiyat oluşumuna gerçek ve kabul edilebilir bir nedene dayanmaksızın etkide bulunulması, kendi amaç ve istekleri doğrultusunda diğer yatırımcıların yanlış yönlendirilmesi ve bunların menfaat sağlamaya yönelik olarak yapılmasını içeren davranış ve işlemlerin bütünü olarak da tanımlanabilir²⁶⁶. Manipülasyona dair yapılan tüm tanımların ortak noktası kişinin karar alma sürecine ilişkin dışarıdan yapılan bir etkiyi içeriyor olmasıdır. Diğer bir ifade ile "manipülasyon" doğal sürece yapılan etkiyi ifade eden bir sözcüktür²⁶⁷.

Yapılan bir işlemin manipülasyon olup olmadığını saptamada üzerinde durulması gereken, işlemin yapaylığından çok piyasanın arz ve talep dengesine kasıtlı bir müdahalenin bulunup bulunmadığıdır. Yapaylık unsuru, manipülatif girişimin bir sonucu olarak piyasada arz, talep ve fiyatlarda hissedilecektir. Örneğin derinliği olmayan bir hisse senedinde, finansal gücü fazla olan bir yatırımcı gerçek alım satım işlemleri ile fiyatları düşürüp yükseltebilir. Burada kullanılan yöntem yapay olmamakla birlikte, sonucu yapaydır ve işlemi manipülatif kılmaktadır. Anlaşıldığı üzere, manipülasyon işlem yapan kişinin niyetine odaklanmaktadır.

Manipülasyon; bilgi bazlı, davranış bazlı ve işlem bazlı olmak üzere üç temel gruba ayrılabilir. *Bilgi bazlı manipülasyon* yanlış bilgi verme veya gerçek olmayan

²⁶² Seri: V, No: 46, m.13/A (Seri: V, No: 62 sayılı Tebliğ ile).

²⁶³ Seri V, No: 46, m.45/ 2.

²⁶⁴ KÜTÜK, s.22.

²⁶⁵ KÜTÜKÇÜ, Doğan, Sermaye Piyasası Hukuku, İstanbul, 2004, C. 2, s. 326.

²⁶⁶ CHAMBERS, Nurgül, Sermaye Piyasalarında Manipülasyon ve İMKB'deki Örnekleri, Muhasebe ve Finansman Dergisi, S.24, 2004, s.63.

²⁶⁷ BAYSAL, İbrahim Onur, Sermaye Piyasasında Manipülasyon Suçu, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kamu Hukuku Ana Bilim Dalı (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara, 2011, s.24.

söylentiler yayma esasına dayanır. Burada Önce hisse senetleri satın alınır, daha sonra şirket hakkında piyasaya gerçek dışı bilgi verilir ve karlı şekilde hisse senetleri satılır. *Davranış bazlı manipülasyon*, hisse senedinin gerçek ya da tahmin edilebilir değerini değiştirmek amacıyla yapılan davranışlar bütünüdür. Yapılan temel davranış ise devralma fiyat teklifini yükseltmektir. Burada manipülatör bir şirketin hisse senetlerini satın aldıktan sonra bu hisse senetlerini devretmek için fiyat teklifi verir. Bu da şirketin hisse senetlerinin fiyatının yükselmesine neden olur. Fiyatlar yükseldikten sonra da manipülatör elindeki hisse senetlerini bu yüksek fiyat-tan satarak kazanç sağlar. Doğal olarak, bundan sonra da teklif fiyatı düşüşe geçer. *İşlem bazlı manipülasyon* ise önlenmesi güç olan bir manipülasyon türüdür. Burada tek başına ya da grup halinde manipülatörlerin yanlış bilgi yaymadan ya da hisse senedinin fiyatını değiştirmek için gözle görülür bir davranışta bulunmadan, yalnızca hisse senedini alıp satarak fiyatı manipüle etmeleri durumu söz konusudur²⁶⁸.

Manipülasyon suçu, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesinde düzenlenmiştir²⁶⁹. Bu maddeye göre; *"Diğer kanunlara göre daha ağır bir cezayı gerektiren bir suç oluşturmadığı takdirde;*

1. Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek, içerden öğrenenlerin ticaretidir. Bu fiili işleyen 11 inci madde kapsamındaki ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler,

2. Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler,

3. Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren, haber yayan, yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler,

4. 4 üncü maddenin birinci ve üçüncü fıkralarına aykırı hareket edenlerle, sermaye piyasasında izinsiz olarak faaliyette bulunan veya yetki belgeleri iptal olduğu veya faaliyetleri geçici olarak durdurulduğu halde ticaret unvanlarında, ilan veya reklamlarında sermaye piyasasında faaliyette buldukları intibainı yaratacak kelime veya ibare kullanan veya faaliyetlerine devam eden gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri,

5. Sermaye piyasası kurumlarına, bu Kanunun 13/A ve 13/B maddeleri kapsamındaki teminat sorumlularına ve 38/B ve 38/C maddeleri kapsamındaki fon kuruluşuna; sermaye piyasası faaliyetleri sebebiyle veya emanetçi sıfatıyla veya idare etmek

²⁶⁸ CHAMBERS, Sermaye Piyasalarında Manipülasyon ve İMKB'deki Örnekleri, s.63vd.

²⁶⁹ Değişik: 23.01.2008 tarihli ve 5728 sayılı Kanun 372. Maddesi.

için veya teminat olarak veyahut her ne nam altında olursa olsun, kayden veya fiziken tevdi veya teslim edilen sermaye piyasası araçları, nakit ve diğer her türlü kıymeti kendisinin veya başkasının menfaatine satan veya rehneden veya her ne şekilde olursa olsun kullanan, gizleyen yahut inkâr eyleyen veyahut bu amaca ulaşmak ya da bu fiillerini gizlemek için bilgisayar ortamında tutulanlar dahil kayıtları tahvil ve tağyir eden ilgili gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkilileri,

6. Bu Kanununun 15 inci maddesinin son fıkrasında belirtilen işlemlerde bulunarak kârı veya mal varlığı azaltılan tüzel kişilerin yetkilileri ve bunların fiillerine iştirak edenler,

7. Karşılıksız olarak sermaye piyasası araçlarının geri alım taahhüdü ile satımını yapan ilgili gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri,

Her bir alt bent kapsamına giren fiillerden dolayı iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılır. Denilmektedir.

Cezaların artırılması başlıklı 48. maddede (Değişik: 29/4/1992 tarihli ve 3794 sayılı Kanun md. 35 ile): *“Bu Kanun kapsamındaki ihraççılarla sermaye piyasası kurumlarının yönetim kurulu üyeleri, denetçileri, müdür ve diğer personeli ve yatırım fonu temsilcileri ile sorumlularının ortaklığım, kuruluşun veya fonun paraları ve diğer malları ile sermaye piyasası araçları, defter, evrak, dosya, kayıt ve diğer belgeleri üzerinde işledikleri suçların genel hükümlere göre belirlenen cezaları yarı oranında arttırılarak hükmolunur.”* denilmektedir.

Bu suçta dair Usul hükümlerinin düzenlendiği 49. Maddede ise (Değişik: 23/1/2008 tarihli ve 5728 sayılı Kanun md. 374 ile): *“47 nci madde kapsamına giren suçlardan dolayı soruşturma yapılması, Kurul tarafından Cumhuriyet savcılığına yazılı başvuruda bulunulmasına bağlıdır. Bu başvuru ile Kurul aynı zamanda katılan sıfatını kazanır.*

Bu Kanuna aykırı fiillerin işlendiğine dair bilgi edinen Cumhuriyet savcıları, Kurulu haberdar ederek durumun incelenmesini isteyebilirler.

Cumhuriyet savcıları kovuşturmayaya yer olmadığına karar verirlerse, Kurul kendisine tebliğ edilecek bu kararlara karşı Ceza Muhakemesi Kanununa göre itiraza yetkilidir.” denilmektedir.

SPK, yatırımcıları bilgilendirmek için yayımladığı kitapçıkta²⁷⁰ :

-Verilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin menkul kıymetin günlük işlem hacmi içinde önemli bir oran teşkil etmesi ve özellikle bu işlemlerin menkul kıymetin fiyatında önemli değişimlere neden olması,

-Menkul kıymette önemli oranda pozisyona sahip kişiler tarafından verilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin menkul kıymet fiyatında önemli bir değişikliğe yol açması,

-Menkul kıymette yükselişten menfaat elde edecek olanlarla işlem gerçekleştirilenlerin birlikte hareket etmeleri,

-Seans içinde sürekli olarak aynı anda veya yakın zaman aralıklarıyla alım ve satım emirleri verilmesi ve kendi vermiş olduğu emirlerin eşleşmesi ile hisse senedinin mülkiyetinde herhangi bir değişikliğe yol açmayan işlemler gerçekleştirilmesi, bu emirlerin ve işlemlerin kişinin toplam işlemleri içinde ve toplam işlem hacmi içinde önemli bir yer tutması,

²⁷⁰ Sermaye Piyasası Kurulu, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Aralık 2003, s.16-18.

-Seans içinde kısa zaman aralıklarıyla alıcı pozisyonundan satıcı pozisyonuna veya satıcı pozisyonundan alıcı pozisyonuna dönülerek gerçekleştirilen işlemlerin yatırım mantığıyla yapılmaması, bu işlemlerin hisse senedinin günlük işlem miktarının önemli bir oranını teşkil etmesi ve bu işlemlerin menkul kıymetin fiyatında önemli değişikliklere yol açması,

-Verilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin seansın çok kısa bir bölümüne denk gelmesi ve hisse senedinin fiyatında ters yönde bir değişime neden olması,

-Hisse senedinin sırasında bekleyen en iyi alış ve en iyi satış fiyatını değiştirmeye yönelik emirler verilmesi veya hisse senedinin alış ve satış emirlerinin kompozisyonunu değiştirmeye yönelik alış ve satış emirleri verilmesi ve bu emirlerin gerçekleşmeden önce iptal edilmesi,

-İşlemlerin yoğun olarak seans başında veya seans sonunda gerçekleştirilmesi,

-Çok sayıda aracı kurum üzerinden kendi adına veya vekâleten yönetilen veya kontrol edilen hesaplar vasıtasıyla emirler verilmesi ve işlem gerçekleştirilmesi,

-Değişik aracı kurumlardaki farklı hesaplar üzerinden emirler verilmesi ve işlem gerçekleştirilmesi, işlemlerin gerçekleştirildiği dönemde menkul kıymetin fiyatında önemli değişikliklerin meydana gelmesi ve hesap sahiplerinin hesaplarında gerçekleştirilen işlemleri açıklayabilecek mali güçlerinin ve yapılan işlemleri izah edebilecek menkul kıymet işlemleriyle ilgili bilgi ve tecrübelerinin bulunmaması,

-Birlikte hareket eden kişiler tarafından farklı aracı kurumlar ve farklı hesaplar üzerinden seans içinde birbirleriyle eşleşmesini sağlayacak şekilde devamlı olarak üst veya alt fiyat basamaklarından karşılıklı alım ve satım emirleri verilmesi ve karşılıklı olarak verilen emirler sonucunda işlemler gerçekleştirilmesi, bu emir ve işlemlerin hisse senedinde gerçekleşen toplam işlemlerin önemli bir oranını oluşturması,

-Satın alınan hisse senedi bedellerinin, t+2 gününde aynı hisse senedinden yapılan satışlara teminat olarak kabul eden başka bir aracı kurum tarafından satış tutarında kullanılan kredi ile ödenmesi, yapılan satışlara ilişkin takas yükümlülüğünün de t+2 gününde satın alınan hisse senetleriyle karşılanması, söz konusu işlem ve kredi sisteminin işlem gerçekleştirilen günlerde devamlı olarak uygulanmasını manipülasyon sayılan hareketler olarak değerlendirmiştir.

III. SPK 47/1-A,2 MADDESİNDE MANİPÜLASYON OLARAK TANIMLANAN FİİLLERİN HALKA ARZ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

SPK'nun 47/I-A-2 maddesi hükmündeki suçun maddi unsuru sermaye piyasası araçlarının "alım ve satımı"nı yapmaktır. Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirlenmesinde arz ve talebin ekonomi kuralları çerçevesinde sağlıklı biçimde oluşmasına engel olan herhangi bir alım ve/veya satım, piyasa kuralları içerisinde 'yapay' olarak nitelendirilebilir. Yapay alım ve satımın 'elverişli' olması, yani sermaye piyasası araçlarının fiyatlarında yapay bir şekilde artış veya düşüşe yol açabilecek ya da fiyatlarını aynı seviyede tutabilecek nitelikte bulunması gerekir.

Alım ve satımın yapay veya hileli olması maddi unsurun varlığını etkilememektedir. Kendinden kendine işlemler (wash sales) veya tarafların işlemden önce anlaşarak aynı fiyat ve aynı miktardan, eş zamanlı olarak girdikleri emirlerin karşıla-

ması sonucunda gerçekleşen işlemler, piyasa dolandırıcılığı için kullanılan klasik yöntemler olmakla beraber, piyasayı dolandırmaya yönelik işlemler bu yöntemler ile sınırlı değildir. Gerçekleşen işlemler, sayılan iki tipteki gibi hileli olmadığı halde, madde hükmünde sayılan amaçlara yönelik olduğunda suçun maddi unsuru yine oluşacaktır. Hükmün başındaki yapay ibaresi, hükmün sonundaki alım ve satım ibaresini değil aradaki amaçları nitelemektedir. Bu nedenle, suçun maddi unsuru tek başına yasal bir görüntüye sahip olan ve fakat belirli bir amaç için koordineli olarak gerçekleştirildiklerinde piyasa dolandırıcılığına neden olan alım ve satımlar oluşturmaktadır²⁷¹.

a. Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini yaratmak amacıyla alım ve satımını yapma

SPK'nun 47/I-A-2 maddesinde; *“yapay olarak sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini yaratmak”* fiili ceza normu ile yasaklanmıştır.

Yapılan işlemler görünümü itibariyle yasal işlemlerdir. Tespit edilmesi gereken husus ise bu işlemlerin *“yapay”* olup olmadığıdır²⁷². Yapayı, doğal olandan hareketle tanımlamak daha sağlıklıdır. Bunun için öncelikle doğal olanı belirlemekte yarar vardır. Sermaye piyasalarında hâkim olan iktisadî prensipler serbest piyasa ilkeleridir. Serbest piyasanın işleyişini de fiyat mekanizması sağlar ve fiyat mekanizmasından beklenen işlevin yerine gelmesi için olması gereken en önemli unsur rekabetin varlığıdır²⁷³.

Bu rekabet olgusu ile manipülasyon suçuna vücut veren *“yapay piyasa”* olgusu arasındaki ilişki ortaya çıkmaktadır. Yapaylık iktisadî kurallar gereğince bilgiye serbest ulaşılması gerekirken, manipülatif faaliyetler nedeniyle bunun gerçekleşmemesidir. Doğal olan, hâkim olan iktisadî kurallar uyarınca, yatırımcıların bilgiye serbest ve doğru bir şekilde ulaşmasıdır ve bunun sonucu olarak yapay olan da bunun gerçekleşmesini engelleyen faaliyetlerdir. Doğallığı engelleyen bu tarz hareketler nedeni ile fiyat yapay bir seviyede oluşur²⁷⁴.

Sermaye piyasalarında fiyatın oluşumunda bu serbest piyasa değerlendirmeleri ve rekabet ilkeleri esas alınır. Menkul kıymet ihraç eden bir anonim ortaklığın mali durumu, gerçekleştirmeyi düşündüğü başka yatırımlar ve bunlara ilişkin girişimleri, halka arz edilecek menkul kıymetlerin niteliği gibi bilgiler kamuya açıklanır. Piyasaya açıklanan bu bilgiler malın değerinin fiyata yansımada temel araçtır. Yatırımcılar piyasaya açıklanan bu bilgilere göre yatırım kararlarını verirler. Bir başka deyişle bilgi fiyata yansımış olur fiyat bilgiyi taşır²⁷⁵.

İşleme dayalı manipülasyonda, menkul kıymetlerin alım-satım işlemleri sonucunda hisse senedi fiyatında değişimler olmaktadır. Bu türdeki manipülasyonda, alım-satım işlemleri ile piyasayı yanıltma amaçlı faaliyetler görülür. Örneğin bir manipülatör, hisse senedinin değerini etkileyebilecek menkul kıymet alım-satım

²⁷¹ www.spk.gov.tr (İşlem bazlı piyasa dolandırıcılığı).

²⁷² ERMAN, Sahir, Şirketler Ceza Hukuku Ticari Ceza Hukuku, C.VII, İstanbul, 1993, s.143.

²⁷³ BAYSAL, s.73.

²⁷⁴ BAYSAL, s.74.

²⁷⁵ MANAVGAT, Çağlar, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon Ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2008, s.2.

işlemleri ile bir piyasa hareketi gerçekleştirebilir²⁷⁶.

Yatırımcının psikolojik durumunu etkileyebilecek ancak mülkiyette gerçek anlamda değişikliğe yol açmayan yanıltıcı işlemlerin yapılmasının temel amacı, o paylar üzerinde yoğun bir işlem yapıldığı zannını uyandırmak ya da söz konusu payın fiyatını sabit tutmak, artırmak ya da düşürmektir²⁷⁷.

Bu şekilde yanıltıcı ve manipülatif işlemlerle hareket ederek aktif bir piyasa izlenimi yaratılmaya çalışılmaktadır. Dolayısıyla fiyat hangi noktada oluşmuş olursa olsun, gerçek olmayan bir arz ve talebe bağlı olarak oluşturulmuşsa yapay fiyat vardır. Yine işlem hacmindeki ani değişiklikler de payın önceki durumu da dikkate alınarak yapay olarak nitelendirilebilir²⁷⁸.

Halka açılmak üzere SPK'ya başvuran şirketler, "Halka Açılmak Suretiyle Sağlanacak Fon Tutarını Artırmak" amacına uygun olarak, halka arz edilen hisse senetlerin fiyatını yükseltmek, dolayısıyla bu yolla daha fazla fon toplayabilmek için, karı artırmaya yönelik "finansal bilgi manipülasyonu" diye nitelenen uygulamalara gidebilmektedir. Bu çerçevede denetlenen şirketlerde ise, çoğunlukla örtülü kar aktarımı uygulamalarına yönelik finansal bilgi manipülasyonu uygulamaları ile de karşılaşılabilir²⁷⁹.

İnceleme konumuz bakımından, *Halka arz edilen payların önemli bir kısmının halka arzın iptalinin önlenmesi vb. nedenlerle ilişkili taraflarca alınması durumunda, yapay bir piyasa oluşturulduğu, aktif bir piyasanın varlığı izleniminin yaratıldığı düşünülebilir mi?* sorusunun cevabı konuya da açıklık getirecektir.

Yatırımcılar, işlem yaparken piyasadaki mevcut durumun, hisse senetlerine ilişkin gerçek durumu yansıttığını düşünmektedir. Çünkü menkul kıymet piyasalarında fiyat gösterge niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla menkul kıymetlere ilişkin değerlendirme ve analizlerde, var olan durum üzerinden hareket edilir²⁸⁰. Manipülatörün temel amacı, diğer kimselerin aleyhine olacak görünüşte fiyatı yaratarak, bir kayıptan kaçınmak veya kazanç sağlamaktır²⁸¹.

Halka arzlarda karşılaşılacak böyle bir durumda tartışılması gereken ilk konu, halka arzlarla ilişkili tarafların talep girmesinin yasal olup olmadığıdır. Ülkemizde halka arzlarda ihraççı ve halka arzı yapan aracı kuruluşlarla ilişkili tarafların halka arza talep girmesi uzun yıllar yasaklanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun yürürlükten kaldırdığı Seri: VIII, No:22 sayılı Tebliğin "Halka Arzda İşlem Yasağı" başlıklı Ek Madde 1 hükmünde "Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışlarında; sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni de-

²⁷⁶ KÜÇÜKSÖZEN, Cemal, Finansal Bilgi Manipülasyonu Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları Ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2004 (Yayımlanmamış Doktora Tezi), s. 33.

²⁷⁷ MANAVGAT, Çağlar, s.111vd.

²⁷⁸ MANAVGAT, s.102vd.

²⁷⁹ Finansal Bilgi Manipülasyonları hakkında ayrıca bkz. KÜÇÜKSÖZEN, Cemal / KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray, Finansal Bilgi Manipülasyonu, İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir İnceleme, s.9 (www.baskent.edu.tr/gurayk).

²⁸⁰ YÜCE, Aydın Alber, Sermaye Piyasalarında Manipülasyon, Türkiye Barolar Birliği Dergisi, 2012, S.98, s.367.

²⁸¹ KAMIŞLI, Melik, İşlem Bazlı Manipülasyonun Finansal Oranlarla Belirlenmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İstatistiksel Sınıflandırma Analizleriyle Bir Uygulama, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Eskişehir, 2008, s. 6.

netçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhri hısımları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamazlar. Yukarıdaki düzenlemenin uygulanmasında, Kurul düzenlemeleri gereğince, aracı kuruluşlar sorumludurlar. Aracı kuruluş kullanılmadığı takdirde sorumluluk ihraççı şirkete aittir.” düzenlemesi yer almaktaydı.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliği, 03.04.2010 tarihli ve 27541 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:VIII, No:66 sayılı Tebliğ ile bu hüküm ortadan kaldırılmıştır.

Sermaye piyasalarındaki en önemli kısıtlamalardan birinin yürürlükten kaldırılması ile bu tarihten sonra yapılan birçok halka arzda şirket ile ilişkili şirketlerin halka arza katılmasını engelleyen, yasaklayan bir hüküm kalmamıştır. Başka bir deyişle, halka arzlarla ilişkili tarafların talep girebilmesi bizzat sermaye piyasası Kurulu’nun yaptığı değişiklikle serbest hale gelmiştir.

Yine bu duruma dair Seri: VIII, No:66 sayılı Tebliğin 19. maddesi uyarınca, halka arzda konsorsiyum lideri olan aracı kurum, yatırımcı grupları bazında dağıtım yapılan sermaye piyasası aracının tutarı, oranı ve yatırımcı sayısı hakkındaki bilgiler ile halka arz edilen payların nominal değerinin %5’inden fazlasını satın alan kişi ve kurumları, dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden işgünü Kurul’un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklamak zorundadır.

Ayrıca, paylarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların, payların değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgiye ulaşabilecek konumdaki yöneticileri, ihraççıların %5 ve üzerinde paya sahip ortakları ve halka arz nedeniyle hizmet aldığı diğer kişi/kurumların yaptıkları pay alımları da orana bağlı olmaksızın bu madde kapsamında açıklanmaktadır.

Bu düzenlemeden sonra sermaye piyasasında birçok halka arzda, ilişkili tarafların talepleri görülmeye başlanmıştır. ilişkili şirketlerin talebi manipülasyon sebebi sayılacaksa İMKB’de yapılan çok sayıda halka arzda, manipülasyon suçunun unsurlarının oluştuğu söylenebilecektir. Bu ve benzer değerlendirmelerin ise ekonomik sistem içerisinde yaratacağı huzursuzluk ise çok büyük boyutta olacaktır. Sermaye Piyasası Kanununun manipülasyon suçlarını düzenleme amacının ise bu olmadığı açıktır.

Bu durumda halka arzlarda, şirketlerle ilişkili kurum ya da bireylerin talepleri halka açık bir bilgidir midir? Sorusunun suçun unsurlarının oluşup oluşmayacağı açısından cevaplanması gerekmektedir. SPK ve İMKB bu bilgiye sahip olarak halka arzı onaylamaktadır. Dolayısıyla bu aşamada yatırımcılarından gizlenen herhangi bir bilgi söz konusu değildir. Bu açık bilgi nedeniyle “aktif bir piyasanın varlığı izlenimini yaratmak” gibi bir değerlendirme yapmak mümkün olmadığı gibi, ilişkili tarafların alımları yasal otoriteler ve kamuoyu ile açıkça paylaşılmasından dolayı, SPK 47/1.A-2 maddesinde belirtilen ceza normu ile yasaklanan fiillerin örnek olayda gerçekleştiği de hukuken söylenemeyecektir.

b.Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapma

İşlem bazlı manipülasyon fiili, SPK'nun 47 / 1-A,2 maddesinde; *"Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak"* şeklinde düzenlenmiştir.

İşleme dayalı olarak yapılan manipülasyonlarda, yapılan işlemler şeklen yasal görünülmüştür, ancak bu işlemleri diğerlerinden ayıran, işlemin amacı, yapılış zamanı ve şekli gibi unsurlar bulunmaktadır. Kamuya açıklanan bilgileri gereği gibi analiz edemeyen veya değerlendirme yetenekleri sınırlı, tecrübesiz yatırımcıların bulunduğu durumlarda piyasada manipülatif hareketler görülebilmektedir²⁸².

İşlem bazlı manipülasyon suçunda alım-satım faaliyeti gerçekleştirilmektedir. Alım ve satım yapılması ikincil piyasalarla ilgili bir kavramdır. Halka arzda ise sadece talep girilmesi söz konusudur. Halka arzda alım-satım işleminin yapılabileceği bir "piyasa" bulunmamaktadır. Piyasa, bir malın ya da hizmetin, alıcı ve satıcılarının alım-satım niyetiyle karşı karşıya geldikleri ve o malın fiyatının bu alım-satıma göre belirlendiği yerdir. Oysa halka arzda böyle bir piyasa yoktur.

Ceza normu ile yasaklanan *fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapma* fiili, düzenlemenin amacı ve uygulaması açısından, ikincil piyasa işlemleri için geçerlidir. Bu durumun anlaşılabilmesi için, ikincil piyasa işlemlerinin değerlendirilmesi gerekecektir.

İkincil piyasa işlemlerinde alış ya da satış tarafına girilen emirler ve gerçekleşen işlemlerle aktif bir piyasanın varlığı izlenimini yaratmak mümkündür. Çünkü piyasayı takip eden bütün yatırımcılar ve diğer piyasa katılımcıları bu işlemleri görmekte ve aktif bir piyasanın varlığı konusunda bir izlenime sahip olabilmektedir. Kanundaki düzenlemede bu tür faaliyetlerin önüne geçmek için yapılmıştır. Ancak halka arzlarda pratik olarak bu mümkün değildir. Çünkü halka arzlarda girilen talepleri diğer yatırımcılar görememektedir.

SPK'nun Seri:VIII, No:66 sayılı Tebliği'nin 19.maddesinde, halka arz süreci devam ederken gelen talep seviyesine ilişkin açıklama yapılamayacağı, konsorsiyum liderinin halka arz fiyatı ve üzerindeki fiyatlardan halka arza gelen talep seviyesini yanıltıcı olmamak şartıyla ancak halka arz süresinin bitimini takiben Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde açıklayacağı, söz konusu açıklamanın halka arzda talepte bulunan grupların seçilmiş bir kısmına ilişkin olamayacağı, yapılacak olan açıklamanın doğruluğundan konsorsiyum liderinin sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır.

Bu düzenleme nedeniyle bir yatırımcı halka arza talep girerken ne kadar talep olduğunu bilmemektedir. Talebin ne kadar olduğu yatırımcılar tarafından görülmeyişinden, ilişkili tarafların girdiği taleplerinde aktif piyasa izlenimi yaratması da mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla halka arzlarda, ilişkili tarafların girdiği talepler nedeniyle de halka arzda aktif bir piyasa oluşturulduğu değerlendirmesiyle manipülasyon suçunun oluştuğunu söylemek de hukuken mümkün değildir.

Halka arzlarda arz tarafı belirlidir ve kısıtlıdır. Örneğin, satıcı, satış adedi, fiyatı, talep toplama tarihleri, kimlere nasıl hisse verileceği önceden bellidir. Satış fiyatı baştan bellidir ve arz-talep ile belirlenmemektedir. Satıcı taraf, kısıtlı süredeki satış

²⁸² SPK, Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, s.4

için pazarlama ve satış çalışmalarında bulunabilmektedir. SPK ve İMKB'nin kurallarına göre belirli bir dönemde bu fiyat için talep toplanmakta ve satılacak hisseler yine SPK ve İMKB'nin belirlediği kurallara göre talepte bulunanlara dağıtılmaktadır. Dolayısıyla fiyatın serbestçe oluştuğu çok sayıda alıcı ve satıcının karşıya geldiği bir ortam söz konusu değildir. Piyasa ise halka arz tamamlandıktan sonra, arzda satılan hisselerin İMKB'de işlem görmeye başlamasıyla oluşmaktadır.

Halka arzın kuralları sermaye piyasası mevzuatı ile o halka arza ilişkin izahname ve sirkülerde belirlenmiştir. Eğer, halka arz sürecinde hatalı bir işlem varsa bu izahname ya da sirkülere aykırılık olarak değerlendirilebilir. Böyle bir durumun tespiti halinde, Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgili maddeleri gereği cezalandırılabilir. Bu hususu manipülasyon olarak değerlendirmek hukuken hatalı olacaktır.

Halka arzda hisse fiyatının alım satım işlemleri dolayısıyla etkilenmesi mümkün müdür? Halka arzlarda, serbest fiyatlı halka arz yapılabilmesi mümkünse de ülkemizde halka arzlar belirli bir fiyat üzerinden yapılmaktadır. Halka arzda fiyat baştan bellidir ve talebin büyüklüğü ne olursa olsun bütün yatırımcılar sadece bu fiyat üzerinden alım yapmaktadırlar. Dolayısıyla, manipülasyon suçunun gerçekleşmesi için "... fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satım yapılması" halka arzlar için geçerli değildir. Açıklanan bu nedenle ilişkili tarafların girdiği taleplerin hissenin fiyatını etkileyememesinden dolayı manipülasyon suçunun oluşması da mümkün görünmemektedir.

Halka arzda manipülatif işlem olamayacağını gösteren bir başka düzenleme de İMKB mevzuatı içerisinde bulunmaktadır. Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Organlarına İlişkin Yönetmeliğin 25. Maddesi ile İMKB Yönetmeliğinin 24/A maddesine dayanılarak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bir gözetim sistemi kurulmuştur. Bu kapsamda, İMKB'de işlemlerin açık, düzenli ve dürüst bir şekilde gerçekleşmesine aykırı emir ve işlemler ile bu nitelikteki emirleri veren veya işlemleri yapan yatırımcılara uygulanacak tedbirler, İMKB'nin 395 No'lu Genelgesiyle piyasa katılımcılarıyla paylaşılmıştır. Bu genelge ile manipülasyona yol açabilecek bu tür işlemleri 2 başlık altında toplanmaktadır; Buna göre; 1. Kendinden Kendine İşlemler, 2. Parçalanmış Aktif Emirlerle Gerçekleştirilen İşlemler manipülatif işlemler olarak belirtilmiştir. Burada da görüldüğü üzere, bu düzenleme tamamen ikincil piyasa işlemlerini içermekte; burada halka arzlara değinmemektedir.

İMKB'de halen uygulanmakta olan bu gözetim sistemi, İMKB'de yapılan halka arzları kapsamamaktadır. Bu düzenlemeden de uygulamacıların ve yasal otoritelerin halka arzlarda manipülasyon suçunun oluşmayacağı değerlendirmesinde bulduklarını söylemek mümkündür.

Sermaye Piyasası Kurulu, Aralık 2003 tarihli **Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon – Kullanılan Yöntem Örnekleri – Manipülatif İşlem kalıbı Örnekleri – Korunma Yolları** isimli çalışması ile manipülasyon fiilleri konusunda sermaye piyasalarında faaliyet gösteren tarafları aydınlatmaya çalışmıştır. Bu yayında, İMKB Gözetim sistemiyle ilgili genelgede olduğu gibi ikincil piyasa işlemlerini işaret etmekte ve halka arzlarda manipülasyon fiillerinden hiç bahsedilmemektedir.

SONUÇ

Çalışmamızda; 2499 sayılı SPK'nun 47 /1-A,2 maddesinde belirtilen manipülatif fiillerin halka arz açısından değerlendirilip değerlendirilmeyeceği ile görüşlere yer verilmiştir. Bu çerçevede;

1- 2499 sayılı SPK'nun 47/I-A-2 maddesinde; *"yapay olarak sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini yaratmak"* fiili ceza normu ile yasaklanmıştır. Halka arzlarda karşılaşılabilecek böyle bir durumda tartışılması gereken ilk konu, halka arzlarla ilişkili tarafların talep girmesinin yasal olup olmadığıdır. Ülkemizde halka arzlarda ihraççı ve halka arzı yapan aracı kuruluşlarla ilişkili tarafların halka arza talep girmesi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:22 sayılı Tebliği ile uzun yıllar yasaklanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu tebliği, 03.04.2010 tarihli ve 27541 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:VIII, No:66 sayılı Tebliğ ile ortadan kaldırılmıştır. Sermaye piyasalarındaki en önemli kısıtlamalardan birinin yürürlükten kaldırılması ile bu tarihten sonra yapılan birçok halka arzda şirket ile ilişkili şirketlerin halka arza katılmasını engelleyen, yasaklayan bir hüküm kalmamıştır. Başka bir deyişle, halka arzlarla ilişkili tarafların talep girebilmesi bizzat sermaye piyasası Kurulu'nun yaptığı değişiklikle serbest hale gelmiştir.

Bu aşamada yatırımcılarından gizlenen herhangi bir bilgi söz konusu değildir. Bu açık bilgi nedeniyle *"aktif bir piyasanın varlığı izlenimini yaratmak"* gibi bir değerlendirme yapmak mümkün olmadığı gibi, ilişkili tarafların alımları yasal otoriteler ve kamuoyu ile açıkça paylaşılmasından dolayı, 2499 sayılı SPK 47/1.A-2 maddesinde belirtilen ceza normu ile yasaklanan fiillerin gerçekleştiği de hukuken söylenemeyecektir.

2- İşlem bazlı manipülasyon fiili, 2499 sayılı SPK'nun 47 / 1-A,2 maddesinde; *"Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak"* şeklinde düzenlenmiştir.

İşlem bazlı manipülasyonda, alım-satım faaliyeti gerçekleştirilmektedir. Alım ve satım yapılması ikincil piyasalarla ilgili bir kavramdır. Halka arzda ise sadece talep girilmesi söz konusudur. Halka arzda alım-satım işleminin yapılabileceği bir "piyasa" bulunmamaktadır.

Ceza normu ile yasaklanan *fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapma* fiili, düzenlemenin amacı ve uygulaması açısından, ikincil piyasa işlemleri için geçerlidir. İkincil piyasa işlemlerinde alış ya da satış tarafına girilen emirler ve gerçekleşen işlemlerle aktif bir piyasanın varlığı izlenimini yaratmak mümkündür. Çünkü piyasayı takip eden bütün yatırımcılar ve diğer piyasa katılımcıları bu işlemleri görmekte ve aktif bir piyasanın varlığı konusunda bir izlenime sahip olabilmektedir. Ancak halka arzlarda pratik olarak bu mümkün değildir. Çünkü, halka arzlarda girilen talepleri diğer yatırımcılar görememektedir. Bu düzenleme nedeniyle bir yatırımcı halka arza talep girerken ne kadar talep olduğunu bilmemektedir. Talebin ne kadar olduğu yatırımcılar tarafından görülemediğinden, ilişkili tarafların girdiği taleplerinde aktif piyasa izlenimi yaratması da mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla halka arzlarda, ilişkili tarafların girdiği talepler nedeniyle de halka arzda aktif bir piyasa oluşturulduğu değerlendirmesiyle manipülasyon suçunun oluştuğunu söylemek de mümkün değildir.

Halka arzlarda arz tarafı belirlidir ve kısıtlıdır. Örneğin, satıcı, satış adedi, fiyatı, talep toplama tarihleri, kimlere nasıl hisse verileceği önceden bellidir. Satış fiyatı baştan bellidir ve arz-talep ile belirlenmemektedir. Satıcı taraf, kısıtlı süredeki satış için pazarlama ve satış çalışmalarında bulunabilmektedir. SPK ve İMKB'nin kurallarına göre belirli bir dönemde bu fiyat için talep toplanmakta ve satılacak hisseler yine SPK ve İMKB'nin belirlediği kurallara göre talepte bulunanlara dağıtılmaktadır. Dolayısıyla fiyatın serbestçe oluştuğu çok sayıda alıcı ve satıcının karşıya geldiği bir ortam söz konusu değildir. Piyasa ise halka arz tamamlandıktan sonra, arzda satılan hisselerin İMKB'de işlem görmeye başlamasıyla oluşmaktadır.

Halka arzlarda hisse fiyatı baştan bellidir ve talebin büyüklüğü ne olursa olsun bütün yatırımcılar sadece bu fiyat üzerinden alım yapmaktadırlar. Dolayısıyla, manipülasyon suçunun gerçekleşmesi için “... fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satım yapılması” halka arzlar için geçerli değildir. Açıklanan bu nedenle ilişkili tarafların girdiği taleplerin hissenin fiyatını etkileyememesinden dolayı manipülasyon suçunun oluşması da mümkün görünmemektedir.

3- Yukarıda piyasa işlemleri ve işleyişi çerçevesinde yaptığımız açıklamalar ve mevcut düzenlemelere rağmen; halka arzda manipülasyon suçunun oluşabileceği kabul edilecek olursa; yapılan halka arzlarla ilgili manipülasyon incelemesi yapılabilir. Bu durum ise sermaye piyasalarımızda geri dönüşü olmayan bir kaos ortamına neden olabilecektir.

Kanunda düzenlenen cezai sorumluluk kapsamı genişleyebilecek ve hatta yapılan birçok işlemde dolayı Sermaye Piyasası Kurulu ve İMKB yöneticilerinin de cezai sorumluluğu doğabilecektir.

Halka Açılmalar Sermaye Piyasası Mevzuatı Dışına Yönelebilecektir. Şirketlerin halka açık hale gelmesi sermaye piyasası mevzuatına göre olabildiği gibi bu mevzuat dışında da olabilmektedir. Oysa sermaye piyasası mevzuatına göre halka açılmalar belirli kurallara tabidir. Bu kurallara ek olarak ayrıca manipülasyon düzenlemelerine tabi olunması şirketlerin halka arzları sermaye piyasası mevzuatınca yapılmasından caydırabilecektir. Şirketler sermaye piyasası dışında 250 kişiden fazla kişiye hisse sattığında halka açık hale gelebilecektir. Sermaye piyasası düzenlemelerine uyulmasının söz konusu olmadığı bu satıştan sonra ilgili şirket İMKB'ye başvurarak hisselerinin borsada işlem görmesini sağlayabilecektir.

Yeni Ürünlerin Halka Arzında Sorunlar Ortaya Çıkabilecektir. Bu konuya verilebilecek en iyi örnek SPAC (Special Purpose Acquisition Company) denilen şirketlerdir. Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde hiç bir faaliyeti olmayan bu tür şirketler de halka açık hale gelip borsalarda işlem görebilmektedir.

Bu şirketlerin hisselerini alacak olan yatırımcıların büyük kısmı ya da tamamı arz öncesinde bellidir ve genellikle de ilişkili taraf konumundadır. Halka arzlarda manipülasyon olabileceği kabul edilecek olursa bu tür ürünlerin ülkemize gelmesi de zorlaşacaktır.

Halka Arzlara Kurumsal Katılım Azalabilecektir. Kurumsal yatırımcıların manipülasyon yapıldığı iddia edilen bir halka arza girdiği küçük tutarlı talep, mani-

pülatif işleme yardım etmek olarak tanımlanabilecektir. Halka arzlarda, manipülasyonun suçunun oluşabileceğinin kabul edilmesi halinde, halka arza talep giren yatırımcılar, bu tür suçlamalarla karşılaşmamak için halka arzlara talep girmekten çekinebilecektir. Sermaye piyasalarımızda, özellikle halka arzlarda var olan talep sorununu daha da kronik bir hale gelerek piyasaları olumsuz etkileyecektir.

Kısa Sonuç yerine; ikincil piyasa işlemlerindeki fiilleri, ceza normu ile yasaklayan 2499 sayılı SPK'nun 47 /1-A-2 maddesinde seçimlik hareketli fiiller olarak düzenlenen manipülatif alım ve satım işlemlerinin, halka arzlarla ilişkili tarafların talep girebilmesi, gizliliği gerektirecek bir bilginin bulunmaması, girilen talepleri yatırımcının görmemesi, Halka arzlarda arz tarafının belirli ve kısıtlı olması, satış fiyatının baştan belli olması arz-talep ile belirlenmemesi hep birlikte düşünüldüğünde;

2499 sayılı SPK'nda suç olarak sayılan fiillerin, unsurları açısından, suçta ve cezada kanunilik ilkesi çerçevesinde halka arzlarda uygulanabilirliği bulunmamaktadır.