

AVRUPA BİRLİĞİ'NDE İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ İLE İLGİLİ HUKUKİ DÜZENLEMELER

Şebnem Meral BAKKALCI*

ÖZET

Tam bilgilendirme ya da mükemmel bilgi, sermaye piyasalarını oluşturan en önemli birleşen olarak değerlendirilmektedir. Tam bilgilendirme, bilgiye herkesin eşit olarak ve aynı zamanda ulaşabilmesini ifade etmektedir. Bu nedenle yatırım kararlarıyla ilgili olabilecek tüm bilgilerin her bir yatırımcı tarafından ulaşılabilir olması gerekmektedir. Bilgi bir yatırımcı açısından ulaşılabilir ancak diğerleri açısından ulaşılabilir değilse, bilgiye sahip olan kişinin bu bilgiye dayanarak sermaye piyasalarında haksız kazanç sağlayabilmesi mümkündür. Bu tip kamuya açıklanmamış esaslı nitelikteki bilgiler içerden öğrenenlerin bilgisi, bilgiyi alan kişi ise içerden öğrenen olarak adlandırılmaktadır. Kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak sermaye piyasalarında gerçekleştirilen ve diğer yatırımcıların elde edemeyecekleri bir kazanç sağlayan içerden öğrenenin eylemi ise içerden öğrenenlerin ticareti olarak nitelendirilmektedir.

İçerden öğrenenlerin ticareti genel olarak, kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak güven, sır saklama ya da diğer türdeki yükümlülüklerin ihlaliyle gerçekleştirilen hisse senedi ticareti anlamında kullanılmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticareti, içerden öğrenen kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye dayanarak yatırım kararı aldığı anda ve bu kararı gerçekleştirdiğinde ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle içerden öğrenenlerin ticareti pek çok ülkede yasaklanmıştır.

Anahtar Kelimeler: İçerden Öğrenenlerin Ticareti, İçerden Öğrenen, Esaslı Bilgi, Sermaye Piyasaları

ABSTRACT

The most important component of capital market is perfect information. Perfect information means that everyone should have equal access to information at the same time it becomes available to anyone. For this reason, it is important that all pertinent information is made available to all investors. However, if the information is not available to all investors, a person using such knowledge can gain unfair advantage and returns over the rest of the capital market. This type of information is called insider information. Insider information is defined as information that is non-public and material. If a person trades with nonpublic information, he or she gains an advantage that is impossible for the rest of the public and what he or she does is insider trading.

Insider trading refers generally to buying or selling a security, in breach of a fiduciary duty or other relationship of trust and confidence, while in possession of material,

*Dr., Pamukkale Üniversitesi İİBF, İşletme Bölümü Ticaret Hukuku Anabilim Dalı.

nonpublic information about the security. Insider trading occurs when insider makes an investment decision based on material information that is not available to the general public. As a result, insider trading was banned with serious penalties in many countries.

Keywords: Insider Trading, Insider, Material Information, Financial Markets

1. GENEL OLARAK İÇERDEN ÖĞRENERİN TİCARETİ

Sermaye piyasasında işlenen hukuka aykırı davranışların geçmişi halka açık şirketlerin ortaya çıktığı tarihlere dayanmaktadır. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra ortaklıklar arasında birleşme ve devralmaların yoğunlaşması, elektronik ticaretin ortaya çıkması, sermaye piyasalarında yapılan işlemleri sayısını hızla arttırmıştır. Sermaye piyasasında yapılan işlemlerin hem kolaylaşması hem de hızlanması bu piyasada işlenen hukuka aykırı davranışların sayısının da giderek çoğalmasına neden olmuştur. Bu davranışların en önemlilerini manipülasyonlar ve içerden öğrenenlerin ticareti oluşturmaktadır.

Yerli ve yabancı doktrinde içerden öğrenenin kim olduğuna dair kesin bir uzlaşma olmasa da, uygulamada çeşitli tanımlar yapılmaktadır (Hunter, 1989: 80). İçerden öğrenen, piyasa tarafından bilinmeyen, şirketin hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek gizli ve değerli şirket bilgilerine dayanarak, hisse senedi ticareti yapan kişidir (Barnett, 1970; 280, Reh, Insider Trading, Erişim: 01.12.2006, <http://management.about.com/cs/businessethics/a/InsiderTrade702.htm>). Diğer bir tanıma göre içerden öğrenen, şirket faaliyetleriyle ilgili olan ve kişisel çıkar sağlama amacıyla kullanılmaması gereken özel bilgilere ulaşabilecek herhangi bir kişi ya da şirket çalışanını nitelendirmektedir (Lnsing ve Schoon, 1985:3).

Şirkete ait gizli bilgilerin, henüz kamuya açıklanmadan önce sermaye piyasalarında menfaat elde etme amacıyla kullanılması içerden öğrenenlerin ticareti, bu eylemi yapanlar ise içerden öğrenen olarak kabul edilebilir. İçerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasalarında hukuki ve cezai sorumluluğu gerektiren eylemlerden biridir.

Sermaye piyasalarında başkalarının erişemeyeceği önemli bilgilere sahip olanların, bu bilgiler doğrultusunda yaptıkları hileli işlemlerin ve bu işlemlere yönelik önlemlerin tarihi oldukça eskilere dayanmaktadır. Bilinen en eski hileli işlemler 1700'li yıllarda İngiltere'de yaşanmıştır. Sermaye piyasalarında yatırımcıların haklarını korumaya yönelik düzenlemelerin temeli bu yıllarda atılmış ve devam etmiştir. İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin ilk yasal düzenleme

(Bubble Act) 1720 yılında yine İngiltere’de yürürlüğe girmiştir. Kamuyu aydınlatma prensibinin temelleri de bu dönemde atılmıştır¹.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin ilk uygulamaları Avrupa’da görülmekle birlikte hukuki düzenlemelerin olgunlaştığı ülke Amerika Birleşik Devletleri olmuştur. ABD’de özellikle 1929 Buhranı’nın ardından sermaye piyasalarına devlet müdahalesinin gerekmesi, bu piyasaların yeniden düzenlenmesi ihtiyacını doğurmuştur. Yeni Ticaret Çağı (New Deal Era) olarak adlandırılan bu dönemde, ABD’deki kamuyu aydınlatma ilkesinin yer aldığı ilk düzenleme olan Blue Sky Laws (Mavi Gök Kanunları) olmuştur². 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act)³ ve 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act) çıkarılmıştır⁴. 2002 yılında kanunlaşan Sarbanes Oxly Act ile ise özellikle şirkete bağlı olarak çalışanların yaptıkları içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili hukuki sorumlulukları arttırmıştır (Steinberg, 2003;153).

Amerika’daki düzenlemeler ve mahkeme kararları diğer devletler açısından yol gösterici olmuş, Avrupa Birliği’ndeki düzenlemeler de Amerikan Hukuku örnek alınarak yapılmıştır.

¹ Erişim: 06.01.2006, http://en.wikipedia.org/wiki/South_Sea_Bubble. İngiltere’de faaliyet gösteren, ortakları İngiltere’deki soylu ve asiller olan South Sea Company hisse senetlerinin fiyatları 1720 yılı içinde önemli değişiklikler göstermiştir. Hisse senetlerinin değeri Ocak ayında 128 Sterlin olarak başlamış, Şubat ayında 330 Sterlin’e yükselmiş ve Mayıs ayında 550 Sterlin olmuştur. Hisse senetlerinin yükseldiği dönemde şirket ortakları ellerindeki hisse senetlerini satarak büyük kazançlar elde etmişlerdir Hisse senedi değerlerinin bu kadar değişmesinde şirket hakkında bilgi sahibi olan yöneticilerin doğru olmayan açıklamaları etkili olmuştur. Şirket yöneticileri de, İngiltere’nin şirket borçlarını yükleneyeceğini halka yayararak, hisse senetleriyle devlet tahvillerini değiştirebileceklerini kamuoyuna duyurmuşlardır. Bu açıklamalar, hisse senetleri fiyatlarını yükseltmiş, daha sonra şirket sahiplerinin yaptığı açıklamaların gerçeği yansıtmadığı anlaşılınca, hisse senetleri fiyatları yılbaşındaki fiyatlarının altına düşmüştür.

² ABD’de bulunan eyaletlerin 47’sinin kendi iç hukuk kurallarını düzenlemek üzere 1911 ve 1931 yılları arasında çıkarttıkları Kanunların tümüne “Blue Sky Laws” adı verilmektedir. Mahoney, Paul, The Origins of The Blue Sky Laws: A Test of Competing Hypotheses, University of Virginia School of Law, Law and Economics Research Papers Working Paper No: 01-11, Aralık 2001, s. 1.

³ Bu Kanun ile bağımsız bir idari kuruluş olan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu oluşturulmuştur. Komisyona, sermaye piyasalarının düzenlenmesiyle ilgili önemli görevler verilmiştir. Komisyonun görevi: yatırımcıların korunması, adil, kurallı ve etkin bir sermaye piyasasının oluşturulması olarak belirlenmiş, kanuni düzenleme yapmaya, davalarda taraf olmaya ve sermaye piyasalarıyla ilgili kararlar almaya yetkili kılınmıştır. Erişim: 04.12.2006, <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>

⁴Kanunun temel amacı: menkul ticaretiyle uğraşan yatırımcıların korunması ve sermaye piyasasında güvenin sağlanması olarak belirlenmiştir. Bainbridge, Stephen, The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer, 2001, Erişim: 10.06.2006, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=261277, s. 9.

2.AVRUPA BİRLİĞİ'NDE İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ

Avrupa Birliği'nde sermaye piyasası politikaları açısından “şeffaflık” temel ilkelerden biridir (Yanlı, 2005;179). Bu yaklaşım ilk kez Segré-Bericht⁵ ile 1966 yılında ortaya konulmuştur. Şeffaflığın sermaye piyasalarında sağlanabilmesi için benimsenen prensip kamuyu aydınlatma ilkesidir.

Avrupa Birliği oluşturulmadan önce, Avrupa Komisyonu'nun menkul kıymetlerle ilgili işlemlerde üye ülkelerin uyması zorunlu olan kuralları belirlediği Avrupa Menkul Kıymetlerin Ticaretine İlişkin Davranış Kuralları⁶ (25 Haziran 1977, 77/534/EEC) yürürlüğe girmiştir. Roma Antlaşması'nın Birinci Bölümü'nün İlkeler kısmında yer alan 2. maddesine⁷ dayanan bu düzenlemenin amacı, üye olan ülke mevzuatlarının sermaye piyasaları açısından yakınlaştırılması ve sermaye piyasalarının geliştirilmesi olarak belirlenmiştir (Erişim:14.11.2005, http://www.fese.be/statistics/european_directives/dir_77_534.pdf).

Bu düzenlemeyle ilk kez içerden öğrenenlerin ticaretinin üye ülkeler arasında önlenmesi için davranış kuralları⁸ geliştirilmeye çalışılsa ve bu belge ilerideki düzenlemelere kaynak teşkil etse de düzenleme başarıya ulaşamamıştır (Warren, 1991;1044).

Avrupa Birliği Hukuku'nda⁹ içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili düzenlemelerin temel amacı üye ülkeler arasında kargaşaya neden olan farklı uygulamaların aynılaştırılması gereksinimi olarak görülmektedir (Stutz, 1991; 138). AB'deki düzenlemeler, Amerikan Hukuku'nun ortaya koyduğu tecrübeler çerçevesinde şekillendirilmekle birlikte, genel olarak yeni tarihli olduklarından, uygulama sonuçlarının ABD Hukukundaki gibi belirgin olarak ortaya çıktığı söylenemez.

⁵ Segré-Bericht, Avrupa Birliği Komisyonunun, bir Avrupa Sermaye Piyasası Hukuku oluşturmak üzere oluşturduğu bir uzmanlar kurulunun 1966 yılında hazırladığı rapordur.

⁶ European Code of Conduct Relating To Transactions In Transferable Securities (77/534/EEC) 1977..

⁷ Roma Anlaşması 2. maddesi Avrupa Ekonomik Topluluğunu kuran ülkeler arasında ortak bir Pazar ve parasal birlik kurularak bunun için gereken kuralların oluşturulması gerekliliğinden bahsetmektedir.

⁸ 77/534/EEC, Madde 42: “Çalıştığı iş ya da bulunduğu mevki itibarıyla şirket ya da piyasayla ilgili olan ve hisse senedi fiyatlarına etki edebilecek kamuya açıklanmamış bilgiye sahip herhangi bir kimse bu bilgiyi doğrudan ya da dolaylı olarak ticari nitelikte kullanmamalı, bu bilgiyi kamuya açıklanmadan önce ticari amaçla kullanabilecek bir başkasına vermemelidir” ifadesini taşımaktadır.

⁹ Avrupa Birliği Hukukunda, Amerikan Hukukundan farklı olarak içerden öğrenen işlemleri için insider trading terimi yerine “insider dealing” ifadesi kullanılmaktadır.

Roma Anlaşması'nın 220. maddesinde yer alan AB üyesi ülkelerin mevzuatlarının yakınlaştırılması ilkesi neticesinde, üye ülkeleri kapsayan içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili ilk düzenleme "İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Düzenlemelerin Koordinasyonuna İlişkin 13 Kasım 1989 tarihli Yönerge'dir.

2.1. 89/592/EEC Sayılı Yönerge

13 Kasım 1989 tarihli ve 89/592/EEC Sayılı İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Düzenlemelerin Koordinasyonuna İlişkin Yönerge (*Coordinating Regulations On Insider Dealing*) Avrupa Birliği Konseyi tarafından içerden öğrenen işlemlerinin düzenlemesinin eşgüdümünü sağlamak üzere çıkartılmıştır.

Yönergenin ilk maddesi iç [esaslı] bilgi kavramını tanımlamaktadır. Maddeye göre:

- i. Bir ya da birkaç ihraççıya ait,
- ii. Devredilebilir nitelikte olan bir ya da daha fazla menkul kıymetle ilgili,
- iii. Kesin nitelikte,
- iv. Kamuya açıklanmamış,
- v. Ancak açıklanması halinde menkul kıymet fiyatlarında etkili olabilecek nitelikteki bilgi içerden öğrenilen bilgidir.

İkinci maddede ise, içerden öğrenen olarak nitelendirilmemekle birlikte, esaslı bilgiye dayanarak işlem yapamayacak kişilerin listesi yapılmıştır.

- i. İhraççı adına çalışan yönetici, danışman ya da idareciler,
- ii. İhraççının sermayesini idare edenler, kullananlar,
- iii. Konumları nedeniyle esaslı bilgiyi edinebilecek durumda olanlar.

Yönerge sadece devredilebilir nitelikteki menkul kıymetleri yani: hisse senedi, borçlanma tahvili, bu değerler üzerinde işlem yapma hakkı tanyan sözleşme ya da hakları, vadeli sözleşmeleri, vadeli finansal araçlar gibi değerleri kapsamı içine almıştır. Yönerge, bu kapsam dâhilinde başlangıç bölümünde de belirtildiği üzere birinci ve ikinci pazarlar ile paralel borsa pazarlarını düzenlemiştir (Gürlesel vd, 1997;39).

Ancak yönergenin yalnızca devredilebilir nitelikteki menkul kıymetleri düzenlemesi, sermaye piyasalarının gelişen koşullarına göre kapsamının dar kalmasına neden olmuştur. Bu nedenle Yönerge'nin tekrar düzenlenmesine gerek duyulmuş ve 2003/6/EU Sayılı Yönerge yürürlüğe konulmuştur.

2.2. 2003/6/EU Sayılı Yönerge

İçerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen 1989 tarihli Yönerge'den sonra, 28 Ocak 2003 tarihinde önceki Yönerge yerine geçen ve fiyata etki edebilecek

nitelikte olan bilgilerin düzenlenmesini öngören 2003/6/EU sayılı Yönerge yürürlüğe konulmuştur¹⁰. Bu Yönerge'yle, üye ülke mevzuatlarının birbirine yakınlaştırılması ve piyasaların düzenli çalışması hedeflenmiştir. Manipülasyonlar ve içerden öğrenen işlemleri piyasaları bozucu (*market abuse*) olarak görülmekte, piyasaların şeffaflığını bozdukları düşünülmektedir. Birlik piyasalarının düzenli işlemesi, yatırımcının güvenliğinin ve piyasalara olan güveninin sağlanması amacıyla bu tür işlemlere karşı ortak kurallar getirilmiştir.

Yönerge, içerden öğrenenlerin ticaretine konu olan [esaslı] bilgiyi tanımlamaktadır. Yönerge'nin 16. maddesine göre bu bilgi (bir önceki yönetmelikte olduğu gibi) iç bilgi (*inside information*) olarak tanımlanmıştır. İç bilgi: kesin [güvenilebilir], kamuya açıklanmamış, doğrudan ya da dolaylı olarak bir ya da birden fazla finansal araç ihraç eden [şirket] veya bir ya da birden fazla finansal araçla ilgili olan bilgidir. İç bilgi ait olduğu finansal kaynağın fiyatının oluşumuna önemli etkilerde bulunabilmektedir.

Yönergenin ikinci maddesi, esaslı bilgiye sahip olanların bu bilgiyi kendi adlarına, ya da üçüncü şahıslar adına kullanmalarının üye ülkeler tarafından yasaklamasını emretmektedir. Bu bilginin kullanan tarafından esaslı [iç] bilgi olduğunun bilinmesi ya da bilinebilecek olması, yapılan işlemin içerden öğrenen işlemi sayılması için yeterli görülmektedir. Yine, bu bilgiye sahip olanın, bilgiyi üçüncü şahıslara aktarması, bilginin kamuya açıklanması için gerekli bir şart oluşturmaktadır.

Yönergeyle, herhangi bir üye ülkenin sermaye piyasalarında işlem gören herhangi bir finansal araç kapsam altına alınmış, düzenleme menkul kıymet kavramı ile sınırlandırılmamıştır. Bu anlamda düzenlemenin oldukça geniş bir alanda uygulanması ve dar kapsamlı olmaması sağlanmıştır. 2003/6/EU sayılı Yönerge, üye ülkelere içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili sorumluluk yüklemektedir. Sermaye piyasalarında içerden öğrenenlerin ticareti olduğundan şüphelenilen işlemlerin birlik kurumlarına zaman geçirilmeden duyurulması şartı getirilmiştir. Sermaye piyasalarının gelişen yapısının gerektireceği önlemleri alma yetkisi Avrupa Komisyonu'na verilmiştir.

2.3. 2004/72/EC Sayılı Yönerge

29 Nisan 2004 tarihli ve 2004/72/EC sayılı Yönerge, 2003/6/EU sayılı Yönerge'ye göre daha geniş kapsamlıdır¹¹. Yeni Yönerge içerden öğrenen listesine

¹⁰ Yönergeyle ilgili ayrıntılı bilgi Avrupa Birliği'ndeki Mevcut Durum başlığı altında verilmektedir.

¹¹ Yönergeyle ilgili ayrıntılı bilgi Avrupa Birliği'ndeki Mevcut Durum başlığı altında verilmektedir.

girebilecek kişilerin¹² ve ihraççı şirketin yönetiminde bulunan kişilerin açıklama yükümlülüklerini genişletmiştir¹³.

2004/72/EC sayılı Yönerge'ye göre içerden öğrenen sayılabileceklerin listesi oldukça uzundur. Buna göre: esaslı bilgiye ulaşabilecek herhangi bir kişi ve listeye yeni düzenlemelerle eklenecekler içerden öğrenen sayılmaktadır. Burada içerden öğrenenlerin kimler olduğu tek tek sayılmamış, yalnızca kapsama girmenin koşulları belirtilmiştir.

3. AB'DE YÜRÜRLÜKTEKİ HUKUKİ DÜZENLEME

Avrupa Birliği sınırları içinde içerden öğrenen işlemlerini düzenleyen Yönergeler tüm üye ülkelerde yer alan düzenlenmiş piyasalar açısından bağlayıcı kabul edilmiştir¹⁴. Halen geçerli olan hukuki düzenlemeler çıkartılan yönergelerin yürürlükteki hükümlerinden oluşmaktadır.

3.1. Avrupa Birliği'nde İçerden Öğrenen Kavramı

Piyasa manipülasyonlarını ve içerden öğrenenlerin ticaretini düzenlemek amacıyla çıkartılan 2003/6/EU sayılı Avrupa Birliği Yönergesi içerden öğrenenlerin kim olduğunu belirlemiştir. Yönergenin 2, 3 ve 4. maddelerinde, içerden öğrenilen bilgiyi kullanan herhangi bir gerçek kişinin içerden öğrenen sayılacağı hükme bağlanmıştır. Söz konusu Yönerge'nin 4. maddesine göre: "içerden öğrenilen bilgiyi bilerek ya da içerden edinilen bilgi olacağını bilmesi gerekerek kullanan kişilere" üye ülkeler tarafından içerden öğrenenlerin ticaretine dair hükümler uygulanmalıdır.

İçerden öğrenenin kimliği konusunda profesyonel aracılar ya da sıradan yatırımcılar arasında bir ayırım yapılmamıştır. Sorumluluk içerden öğrenenlerin ticaretine neden olan tüm kişilere yüklenebilmektedir¹⁵. Yönerge, şirketle doğrudan ilişkili olan içerden öğrenenler için içerden öğrenenler listesi gibi ek düzenlemelerin yapılmasını da öngörmektedir.

¹² 2004/72/EC, Madde 5.

¹³ 2004/72/EC, Madde 6/1.

¹⁴ **Memorandum:** EU Market Abuse Rules, Erişim: 05.04.2006, www.friedfrank.com/publications

¹⁵ **Memorandum:** EU Market Abuse Rules, Erişim: 05.04.2006, www.friedfrank.com/publications

3.1.1. İçerden Öğrenenler Listesi

İhraççı şirket, içerden öğrenenlerin ticaretini önlemek üzere gereken tedbirleri almakla mükellef kılınmıştır¹⁶. Bu kapsamda herhangi bir esaslı bilginin yayılmasını önleme ve bilgi akışını kontrol etme zorunluluğu da bulunmaktadır¹⁷. İçerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen 2003 tarihli Yönerge'nin 6/3 maddesi ihraççı şirkete içerden öğrenen kapsamına dâhil olabilecek personeli ve/veya şirket hesabına çalışanları bir liste halinde tutma zorunluluğu getirmektedir. Oluşturulacak liste, içerden öğrenen listesi (*insider list*) olarak adlandırılmaktadır. İçerden öğrenen listesi 2004/72/EC sayılı Yönerge'de de yer almıştır. Yönergenin 5. maddesi, ihraççı şirketle ilgili bilgilere doğrudan ya da dolaylı olarak daima ya da geçici olarak ulaşabilecek tüm kişilerin bir liste ile belirlenmesini zorunlu kılmaktadır. Listeye geçici ifadesinin eklenmesi kapsamın genişliğini de ifade etmektedir¹⁸.

İçerden öğrenen listesi minimum aşağıdaki unsurlardan oluşturulmalıdır¹⁹:

- [Esaslı] bilgiye ulaşabilecek kişilerin kimlikleri,
- Listede yer alanların, listeye alınma nedenleri,
- Listenin oluşturulma ve yenilenme tarihi²⁰.

Madde 5/3'e göre listenin oluşturulduktan sonra, sürekli güncellenmesi gerekmektedir. Listedeki kişilerin listeye alınma gerekçelerinde ya da durumlarında oluşan değişiklikler, listeye yeni kişilerin eklenme veya listedeki kişilerin silinme gerekliliğinin ortaya çıktığı durumlarda listenin yenilenmesi gerekmektedir.

3.1.2. Şirket Yönetimindeki Kişilerin Şirketle İlgili Ticaretleri

Şirketle doğrudan ilgisi bulunan kişilerin, kendi hesaplarına şirketle ilgili olan hisse senedi gibi finansal araçlar üzerinde yaptıkları işlemler ilgili sermaye

¹⁶ 2003/6/EU, 6/3. madde.

¹⁷ CESR, Level 2 Advice, 72. paragraf.

¹⁸ E.U. Market Abuse Directive – Implementing Measures: Accepted Market Practices, Commodity Derivatives Inside Information, Insider Lists, Managers' Transactions Notifications and Suspicious Transactions Notifications, s. 6, Erişim: 17.06.2004, www.clearygotlieb.com.

¹⁹ Memorandum, s. 11.

²⁰ Oluşturulacak içerden öğrenen listelerinin belirli durumlarda güncellenmesi gerekmektedir. Bu durumlar:

- İçerden öğrenen listesinde yer alan kişilerin bu listeye alınma nedenlerinin değişmesi,
- Listeye alınması gereken yeni kişilerin olması,
- Listedeki kişilerin bilgiye ulaşma durumlarının değişmesi.

piyasası kurumlarına bildirilmelidir²¹. Bu kişilerin kim oldukları 2004 tarihli Yönerge'nin 1 ve 2. maddelerinde belirtilmiştir:

- Yönetim sorumluluğuna haiz, şirketle ilgili doğrudan ya da dolaylı bilgiye kolaylıkla ulaşabilecek, gelecekteki gelişmeleri etkileyebilecek kararları alabilecek kişiler,
- Yukarıdaki kişilerin yakınları, eşleri, çocukları, akrabaları, aynı evi paylaşanlar, iş arkadaşları.

Bu kapsamdaki kişilerin, şirketin ihraç ettiği finansal araçlarla ilgili işlemleri zaman geçirmeden²² üye ülkelerdeki ilgili kurumlara bildirilmeleri (rekabet kurumları) gerekmektedir. Burada Yönerge, Amerikan Hukuku'ndan farklı olarak (Securities Exchange Act 16/b) şirket hisselerinden %10 ya da daha fazlasına sahip olanları saymamıştır. Yönetim kademesinde bulunanların sermaye piyasası araçlarıyla ilgili ticaretlerinde bildirilmesi zorunlu olan unsurlar aşağıda belirtilmiştir²³:

- Yönetim sorumluluğuna haiz kişilerin (gerekliyorsa yakınlarının) isimleri,
- Bildirilen sorumluluğun verilme nedeni,
- Sorumluluğu veren şirketin adı,
- İhracı yapılan finansal aracın tanımlanması,
- Bu kişi tarafından yapılan işlemin türü,
- Yapılan işlemin yeri ve zamanı,
- Yapılan işlemin fiyatı ve toplam değeri.

3.1.3 Şüpheli İşlemler

2004 tarihli Yönerge, 2003 tarihli Yönerge'nin 6/9. maddesinde kısaca yer alan şüpheli işlemler ifadesini genişletmiştir²⁴. Yeni Yönerge'nin 7-10. maddeleri şüpheli işlemlerin kapsamını düzenlemektedir. Buna göre içerden öğrenenlerin gerçekleştirdikleri şüpheli sayılabilecek işlemler her açıdan araştırılarak rekabet kurumlarına bildirilmelidir. Bildirilmesi gereken durumlar 8. maddede sıralanmaktadır. Buna göre: şüpheli işlemlerin çeşidi, alım ya da satım emirlerinin türü, işlemin yapıldığı piyasa, işlemin neden şüpheli olduğunun gerekçesi ve şüpheli işlemin kimin nam ve hesabına yapıldığı bildirimde yer alması gereken unsurlardan kabul edilmektedir. Yönerge'nin 9. maddesine göre bildirimler zaman geçirmeden posta, elektronik ortam, faks ya da telefonla yapılabilecektir.

²¹ 2003/6/EU sayılı Yönerge, 6/4 maddesi.

²² 2004/72/EC sayılı Yönerge, 7. maddesi.

²³ 2004/72/EC sayılı Yönerge, 6/3 maddesi.

²⁴ 2004/72/EC sayılı Yönerge, 7. maddesi.

İçerden öğrenenlerin ticaretinde, içerden öğrenenin bulunması yetmez. İçerden öğrenenlerin ticaretinin oluşabilmesi için esaslı bilgiye sahip olunmalıdır.

3.2. Esaslı Bilgi

Avrupa Birliği Hukuku, içerden öğrenenlerin ticaretine konu olan bilginin²⁵ esaslı sayılabilmesi için aşağıdaki dört unsurun varlığını aramaktadır.

3.2.1. Kesinlik

Bilginin kesin²⁶ nitelikte sayılabilmesi için aşağıdaki şartları sağlaması gerekmektedir²⁷:

- i. Olay ya da durumun oluşumundan çıkan ya da akla uygun düşünüldüğünde çıkabilecek olan sonuçlar içeren,
- ii. Sermaye piyasası ya da ikincil piyasa araçlarının fiyatları üzerinde etki yaratabilecek özellikte olan bilgi kesin kabul edilmektedir

3.2.2. Fiyata Etkili Olma

Bilgi açıklandığında, rasyonel davranan bir yatırımcının aldığı yatırım kararını ve bu sayede de sermaye piyasası aracının fiyatını önemli düzeyde etkileyebiliyorsa²⁸, yani fiyata etkiliyse esaslı niteliktedir (Warren, 1991;1062). CESR²⁹'ye göre bilgi kamuya açıklandığında, fiyattaki değişimin düzeyi önemli değildir, önemli olan fiyatın değişmesidir. Ancak yine de CESR fiyattaki değişmeyi bir gösterge olarak kabul etmekte ve ihmal edilemeyecek nitelikte olmasının gerekliliği üzerinde durmaktadır. Aynı ifade 2003 tarihli, Yönerge'nin 1/1 maddesinde de görülmektedir³⁰.

²⁵ Avrupa Birliği Hukukunda bu bilgi, "inside information" iç[eriden alınan] bilgi olarak tanımlanmaktadır.

²⁶ 2003/6/EU sayılı Yönergenin ilk maddesinin birinci fıkrasında kesinlik "precise nature" olarak ifade edilmektedir.

²⁷ Memorandum, s. 4.

²⁸ Düzenlemenin Komisyon'daki ilk halinde Amerikan Hukuku paralelinde "*material effect*" kavramı öngörülürken daha sonra ifade "*significant effect*" olarak değiştirilmiştir. Komisyon bu noktada kamuya açıklanmamış her bilginin içerden öğrenen bilgisi olmadığını vurgulamıştır.

²⁹ CESR "The Committee Of European Securities Regulators" Avrupa Menkul Kıymetleri Düzenleme Komitesi, özellikle piyasayı bozan işlemleri önlemek ve bu konuda görüş bildirerek gerekli önlemlerin alınmasını sağlamak ve piyasaların aydınlatılması amacıyla 6 Haziran 2001 tarihinde Avrupa Komisyonu'nun 2001/527/EC sayılı Kararı ile kurulmuş bağımsız bir komitedir.

³⁰ 2003 tarihli Yönerge'nin 1/1 maddesi fiyatta meydana gelecek önemli değişimlerden söz etmektedir.

3.2.3. İhraççı ya da Finansal Araçla İlgili Olma

Bilginin, içerden öğrenilen bilgi statüsünü kazanabilmesi için finansal aracı ihraç eden şirket ya da ihraç edilen finansal araçla dolaylı olarak ilgili olması ve kamuya açıklanmamış olması yeterli görülmektedir³¹. CESR'e göre ihraççının piyasadaki durumuyla ilgili olan herhangi bir genel bilgi şirketle ilgili sayılmalıdır³². CESR, sermaye piyasası aracını ihraç eden şirketle ilgili bilgileri saymak suretiyle belirtmiştir. Şirketle ilgili bilgiler, şirketle doğrudan ilgili olan bilgiler³³ ve şirketle dolaylı olarak ilgili olan bilgiler³⁴ şeklinde iki grup altında toplanarak sırasıyla 35 ve 36. paragraflarda ele alınmıştır³⁵.

³¹ CESR Advice 32. paragraf, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures For The Proposed Market Abuse Directive, December 2002, s. 11.

³² CESR Advice, 31. paragraf, s. 11.

³³ 35. paragrafa göre şirketle doğrudan ilgili olan bilgiler

- Şirketin ana sözleşmesinde, yönetiminde, murakıplarında oluşan değişiklikler,
- Şirket sermayesi ya da borçlanma senetlerinde oluşan değişiklikler,
- Sermaye paylarındaki arttırma ya da eksiltmeler,
- Şirket birleşmeleri ya da ayrılmaları,
- Şirket varlıklarında ya da hisse paylarının faizlerinde yapılan değişiklikler,
- Şirket varlıklarında, yükümlülüklerinde, mali durumunda ya da karlılığında değişiklik yaratabilecek düzenlemeler,
- Şirkete ait sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek geri alım kararları,
- Özel hak tanıyan paylardaki değişiklikler,
- İflasla ilgili düzenlemeler,
- Önemli kanuni ihtilaflar,
- Bankalardan alınan kredilerden kaynaklanan işlemler,
- Tasfiye kararı alınması ya da bu kararda oluşan değişiklikler,
- Hisselerin değerlerinde oluşan önemli değişimler,
- Önemli borçluların iflası,
- Gayrimenkul değerlerinde azalma,
- Yeni lisans, patent, marka tescili,
- Şirket portföyünde bulunan araçların değerlerindeki değişiklikler,
- Yeni teknoloji geliştirilmesi ya da teknolojinin eskimesi,
- Beklenen hasıllattaki önemli değişiklikler,
- Yeni bir alanda işe başlanması ya da bir alandan çıkılması,
- Şirketin yatırım politikalarında oluşan önemli değişimler,
- Şirketin kâr payı dağıtımıyla ilgili değişiklikler.

³⁴ 36. paragrafa göre şirketle dolaylı ilgili olan bilgiler:

- Kamu kurumlarınca yayımlanan bilgi ve istatistikler,
- Menkul kıymetlerin değerleriyle ilgili dereceleme kurumlarının yayımlanmak üzere hazırladıkları rapor, araştırma ve tavsiyeler,
- Faiz hadleriyle ilgili merkez bankaları tarafından alınan kararlar,
- Vergileme, endüstrinin düzenlenmesi, borçlanma yönetimi gibi hükümet kararlar,
- Piyasaya ait kurallarda değişiklik yapan hükümet kararları,

3.2.4. İçerden Öğrenenin Güven Yükümlülüğünü İhlali

Avrupa Birliği'nin içerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen metinlerinde sermaye piyasası araçlarının ticaretinde bilerek hile ya da sahtekârlık yapanlardan³⁶ bahsedilmemektedir³⁷. Yine Amerika'daki uygulamanın aksine Avrupa Birliği Hukuku'nda içerden öğrenenin, içerden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulabilmesi için bilginin kaynağına karşı güven yükümlülüğü taşıyor olması gerekli olarak görülmemektedir.

3.3. Açıklama Yükümlülüğü

2003/6/EU Sayılı Yönerge içerden öğrenenlerin ticaretine konu olabilecek bilgi oluştuğunda en kısa zamanda kamuya açıklanması gerektiğini, açıklama yükümlülüğünün yerine getirilebilmesi için internetin kullanılabilceğini belirtmektedir³⁸. Yönergenin 6/3 maddesi ve CESR yapılacak açıklamanın tam ve etkin olması gerektiğini ifade etmektedir³⁹.

Açıklamanın zamanlaması konusunda CESR özellikle sözleşmeler üzerinde durmaktadır. CESR Tebliğinde⁴⁰ esaslı bilginin kötüye kullanılma riskinin yüksek olduğu sözleşmenin görüşülme ve karar aşaması arasındaki dönemden bahsedilmektedir. Tebliğe göre bu dönemde şirket açısından bazı kararların açıklanması şirket çıkarları açısından doğru olmayacaktır. Bu durum 2003 tarihli Yönergenin 6/2 maddesinde de, açıklama zamanının ertelenebileceği yani açıklama yükümlülüğünün istisnası olabileceği ibaresi konularak ifade edilmiştir. Böyle durumlarda ihraççının sorumluluğu altında kalmak üzere bazı bilgilerin açıklanması geciktirilebilecektir⁴¹.

-
- Düzenlenmiş ve düzenlenmemiş piyasalarla ilgili kararlar,
 - Şirketlerle ilgili rekabet ve piyasa yetkililerinin kararları,
 - Kamu kurumlarınca yayımlanan emirler,
 - Finansal araçların ticaretiyle ilgili emirler,
 - Ticaret biçimi değişiklikleri,
 - Ticari işlem kurallarındaki değişimler

³⁵ Aynı yaklaşım Türk Hukukunda da görülmektedir. Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği, şirketle ilgili olup kamuya açıklanması gereken bilgileri sıralamıştır.

³⁶ Bu ifade "scienter" olarak adlandırılmaktadır.

³⁷ Memorandum, s. 6.

³⁸ 2003/6/EU, Madde 6/1

³⁹ CESR, Level 2 Advice, 65. paragraf.

⁴⁰ CESR, Level 2 Advice, 66. paragraf.

⁴¹ 2003/6/EU, Madde 6/2.

CESR Tebliğine göre esaslı bilginin açıklanmasının geciktirilmesinde teknik faktörlerin de düşünülmesi gerekmektedir⁴². CESR açıklamanın ertelenebileceği durumları bazı örnekler vererek açıklamıştır⁴³:

- Sözleşmenin gerçekleşmesinden önceki pazarlık aşaması, sözleşmenin sonucuna olumsuz olarak etki edebilecekse,
- İflasla ilgili durumlarda, bu durumun açıklanması hissedarların menfaatlerini aleyhte etkileyecekse,
- Şirket sözleşmesi gereği, şirket yöneticilerinin aldıkları kararların onaylanması gerekiyorsa kamuya açıklanma ertelenebilecektir.

Açıklamanın ertelendiği durumlarda şirket, ertelenen açıklamanın konusunun kullanılmaması konusunda personeli ve diğer kişiler için gerekli önlemleri almakla mükellef kılınmıştır.

4. SONUÇ

İçerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasalarının düzgün, âdil ve meşru işleyiş düzenini engelleyen bir fiildir ve şirketteki durumu itibarıyla, kamuya açıklanmamış esaslı bilgiye ulaşabilecek bir kişinin eylemlerinden doğmaktadır. Şirkete bağlı içerden öğrenen olarak nitelendirilen kişi, esaslı bilgiyi kamuya açıklanmadan önce kendisi kullanmakta ve/veya bir başkasına vermektedir. Esaslı bilgi, sermaye piyasalarında bilginin kaynağı olan şirketin hisse senetlerinin alımı yoluyla değerlendirilip bu eylem sonucunda mameleki bir yarar elde edildiğinde içerden öğrenenlerin ticareti de gerçekleşmiş olmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticareti gelişmiş ya da gelişmekte olan tüm sermaye piyasalarında görülen hukuk dışı bir davranıştır. Bu davranış tarzının yasal olarak düzenlenmesi konusu doktrinde irdelenmiş ve düzenleme karşıtı görüşler de belirtilmiştir. Ancak bizim de katıldığımız “yasal düzenlemenin gerekliliği fikri”, gerek ekonomist ve maliyeciler gerekse hukukçular tarafından genel olarak kabul görmektedir. Konunun yasal olarak düzenlenip düzenlenmemesi yolundaki tartışma, yapılacak düzenlemelerin kapsamının ne olacağı yönüne doğru kaymıştır. Bu bağlamda, uluslararası standartların getirilmesi, içerden öğrenenlerin ticaretinin uluslararası müeyyidelerle düzenlenmesi ve ülkeler arasında bir müktesebat uyumunun sağlanması için çalışmalar yapılmaktadır. Üye ülkelerin sermaye piyasaları arasında eşgüdümü sağlamak üzere oluşturulmuş ülkelerarası bir kuruluş olan ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun da üye olduğu IOSCO, bu konuda ciddi katkılarda bulunmaktadır.

⁴² CESR, Level 2 Advice, 67. paragraf.

⁴³ CESR, Level 2 Advice, 72. paragraf.

Avrupa Birliği'ndeki düzenlemede, içerden öğrenilen bilgiyi bilerek ya da içerden edinilen bilgi olacağını bilmesi gerekerek kullanan kişiler içerden öğrenen sayılmakta ve içerden öğrenenin kimliği konusunda, profesyonel aracılar ile sıradan yatırımcılar arasında bir ayırım yapılmamıştır. Bu bakımdan Avrupa Birliği uygulaması içerden öğrenenin belirlenmesinde daha somut bir nitelik taşımaktadır. Ayrıca içerden öğrenen olabilecek kişilerin bir liste halinde belirlenmesi ve sermaye piyasası organlarına bildirilmesi kuralı da getirilmiştir. Avrupa Birliği'nin yayımladığı Yönergelerde içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşebilmesi için kullanılan bilgilerin esaslılık niteliği somut olarak belirlenmiştir. Kesin, hisse senedi fiyatını etkileyebilecek, ihraççı ya da finansal araçla ilgili olan bilgi esaslı bilgi olarak kabul edilmektedir.

Türk Sermaye Piyasası Kanunu da içerden öğrenenlerin ticaretini, sermaye piyasası suçları arasında düzenlemiştir. Bu yüzden, içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hüküm, bilgiyi kullanan kişilere verilecek cezayı düzenlemekle yetinmekte (Sermaye Piyasası Kanunu madde 47/A-1), içerden öğrenenlerin ticaretinden doğan hukuki sorumluluk hakkında ise herhangi bir düzenleme içermemektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun hukuki sorumluluğu düzenlememesinin ortaya çıkardığı bu boşluğun, Borçlar Kanunu'nun genel hükümleri ile doldurulması gerektiğine inanmaktayız. Kanaatimizce, içerden öğrenenlerin ticaretine uygulanması gereken genel hüküm, Borçlar Kanunu'nun haksız fiillere ilişkin 41/1. maddesi olmalıdır.

İçerden öğrenen veya bilgi edinen kişilerin, zarar görenle aralarında önceden kurulmuş sözleşme ilişkisi bulunabilir. Esaslı bilginin, sözleşme ilişkisi nedeniyle edinilen statü sonucunda elde edildiği olaylarda: zarar gören uğradığı zararın tazminini isterse Borçlar Kanunu'nun sözleşmeye aykırılığa isterse haksız fiile ilişkin hükümlerine dayandırarak tazmin ettirebilecektir.

İçerden öğrenen ticaretini gerçekleştirenin bu fiilden cezai olarak sorumlu tutulabilmesine gelince, Kanun'umuzda bu konuda mameleki yarar elde etme koşulu getirilmiş, yararın büyüklüğüne bağlı olarak da ceza artışı öngörülmüştür (Sermaye Piyasası Kanunu madde 47/A-1). Oysa diğer olasılık olan işlem sonucu elde edilen yararın önemszenmeyecek kadar küçük olması maddede düzenlenmemiştir. Yani cezai yaptırım uygulanabilmesi için elde edilen malvarlığı yararının ne düzeyde olması gerektiği Kanun'da belirtilmemiştir.

Gelişen teknolojik haber alma yöntemleri ve özel kurumlar sayesinde, gelişmiş sermaye piyasalarında içerden öğrenenlerin ticaretinin varlığı birkaç saniye içinde saptanabilmektedir. Bu sayede diğer yatırımcıların da ticareti yapılan araca yönelmeleri olanaklı olabilmektedir. Türkiye'de bu tipteki faaliyetleri saptayarak yatırımcılara duyuran profesyonel kuruluşlar bulunmamaktadır. Bu hizmet Sermaye Piyasası Kurulu uzmanları tarafından gerçekleştirilmekte ancak tespit edilen bu tip işlemler kamuya duyurulmamakta, sadece yapılacak

soruşturmalar için bilgi sağlayıcı nitelik taşımaktadır. Bu nedenle sermaye piyasasında faaliyet gösterenler yeterli derecede bilgilenememektedir.

Ekonomik menfaatin yüksek olması nedeniyle içerden öğrenenlerin ticareti suçuyla daha etkin ve hızlı mücadele ancak uzmanlar yardımıyla mümkün olabilecektir. Bu nedenle sermaye piyasası suçlarının yargılandığı özel mahkemeler kurulmalıdır. Bu mahkemeler sermaye piyasası suçları ve içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili düzenlemeler tam olarak yapıldıktan sonra işlevsel olabilecektir.

Sermaye Piyasası Kanunu değiştirilirken Avrupa Topluluğu mevzuatı dikkate alınarak içerden öğrenenlerle ilgili daha ayrıntılı düzenlemeler yapılması uygun olacaktır. Öncelikle, içerden öğrenen ve içerden öğrenen benzeri kavramlarının Kanun'da tanımlanmasında yarar vardır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda içerden öğrenenlerin ticareti açısından esaslı bilginin kamuya açıklanması kavramı da tanımlanmalı: elektronik ortamda kamuya açıklanma ile ilgili olarak da ayrıntılı düzenlemelere yer verilmelidir. Ayrıca kamuya açıklanma zamanı da belirlenmelidir. Kanaatimizce, sermaye piyasasındaki yatırımcılar söz konusu bilgiye ulaşım yorumlayabilecek zamanı elde ettiklerinde açıklanma tamamlanmış olacak, bu aşamadan sonra içerden öğrenenin aynı bilgiye dayanarak yaptığı işlem Sermaye Piyasası Kanunu'na aykırılık teşkil etmeyebilecektir. Kanunumuz içerden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleşebilmesi için malvarlığı artışı ya da olası bir zararın engellenmesi gereği üzerinde durmaktadır. Ancak suçun ortaya çıkabilmesi için her iki kavramın asgari sınırlarının da Kanun'da açık olarak belirlenmesi gerekmektedir.

KAYNAKLAR

- BAİNBRIDGE, Stephen. The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer, Erişim: 10.06.2006, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=261277.
- BARNETT, James. (1970). Neither A Tipper Nor A Tippee Be, *Houston Law Review*, Vol: 8.
- GÜRLESEL, Fuat; ALKİN, Kerem; UZUNOĞLU, Sadi (1997). *Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası*, İstanbul.
- HUNTER, Anne. (1989). Does Rule 10b-5 Cover Misappropriators A Look At The United States Supreme Court's Indecision In United States v. Carpenter, *Southwestern University Law Review*, Vol: 18.

- LANSING, Paul ve SCHOON, Cris Alan. (1985). Rule 10b-5 And The Personal Benefit Requirement, *William Mitchell Law Review*, Vol: 11, Erişim: 30.07.2006, <http://www.websters-online-dictionary.org/definition/insider>.
- MAHONEY, Paul. (Aralık 2001), *The Origins of The Blue Sky Laws: A Test of Competing Hypotheses*, University of Virginia School of Law, Law and Economics Research Papers Working Paper No: 01-11.
- REH, John, Inside Trading, Erişim: 01.12.2006, <http://management.about.com/cs/businessethics/a/InsiderTrade702.htm>
- STEINBERG, Marc. (2003). Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis, *The International Lawyer*, Vol. 37, No: 1.
- STUTZ, Amy. (1991). A New Look At The European Economic Community Directive On Insider Trading, *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol: 23.
- WARREN, Manning. (1991). The Regulation Of Insider Trading In The European Community, *Washington And Lee Law Review*, Vol: 48.
- YANLI, Veliye. (2005). *Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması*, İstanbul.