

# Sermaye Piyasası Kanunu: Manipülasyondan Piyasa Dolandırıcılığına

## Özet

**Eyüp KADIOĞLU<sup>1</sup>**

Eski Sermaye Piyasası Kanunu 1990'lı yılların başında ve sonunda önemli değişikliklere uğramış ve 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren yeni Sermaye Piyasası Kanunu'yla yenilenmiştir. Eski kanunda ismen belirtilmeyen manipülasyon suçu yeni Sermaye Piyasası Kanunu'yla birlikte "Piyasa Dolandırıcılığı" olarak başlıklandırılmıştır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'yla birlikte bilgi bazlı manipülasyon maddi unsurlar açısından genişletilmiş ve manevi unsur açısından daraltılmıştır. Eski kanunda açıklanması gereken bilgilerin açıklanmaması suretiyle yapılan bilgi bazlı manipülasyon suç olmaktan çıkarılmış ve idari para cezasına konu edilmiştir. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'yla işlem bazlı manipülasyonda manipülatif sayılabilecek fiiller artırılmış, maddi unsurlar genişletilmiş, suçun ispatı kolaylaştırılmış ve Avrupa Birliği'nin konuya ilişkin yönergelerine istisna tutulan işlemler de düzenlemelere dahil edilerek uyum artırılmıştır. Ayrıca yeni kanunla birlikte işlem bazlı manipülasyonda pişmanlık hükümleri getirilerek hapis cezasının para cezasına dönüştürülmesine ve hapis cezasında indirim sağlanmasına imkan sağlanmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** manipülasyon, bilgi bazlı manipülasyon, işlem bazlı manipülasyon,

## Capital Market Law: From Manipulation to Market Abuse

### Abstract

The previous Capital Market Law has been modified significantly at the beginning and end of 1990's and replaced with the new Capital Market Law on December 30th, 2012. New law has referred to manipulation as market abuse whereas the manipulation was never mentioned in the previous law, there was only definition of offence. New Capital Market Law has broaden actus reus, constricted mens rea of information based manipulation. According to the previous law "not disclose the information which should be disclosed" was prohibited and referred to as information based manipulation. With the New Law, this has been removed, this act is not considered as manipulation anymore and it is now an act punished by an administrative fine. New Capital Market Law has identified additional acts and actions that can constitute market abuse, broaden actus reus, eased proofing of offence and increased compliance with EU's relevant directives including exemptions. Furthermore, the new Capital Market Law has brought remorse conditions for revoking or reducing penalty punishment in trade based manipulation.

**Keywords:** manipulation, information based manipulation, trade based manipulation

<sup>1</sup> Dr., Sermaye Piyasası Kurulu,  
eyup.kadioglu@spk.gov.tr

Bu çalışmada belirtilen görüş ve ifadeler Sermaye Piyasası Kurulu'nun resmi görüşlerini yansıtmaz.

## Giriş

Borsa İstanbul gibi borsalar esas itibarıyla tam rekabet piyasası koşullarını oluşturmak suretiyle etkin fiyatı hedefleyen sermaye piyasası araçlarının alınıp satıldığı pazar ortamlarıdır. Etkin fiyatın oluşması için gerekli hususlardan birisi de piyasadaki alıcı ve satıcıların piyasa fiyatını etkileyen bütün hususlar hakkında eşit bilgiye sahip olmalarıdır. Piyasadaki alıcı ve satıcılar piyasanın işlem bazlı ve bilgi bazlı olarak manipüle edilmesi nedeniyle eşit bilgiye sahip olamamaktadır. İşte bu nokta, sermaye piyasasında kamu adına yapılan düzenlemelerin meşruiyet kaynağıdır. Şirketlere getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, mali tabloların belirli kurallar çerçevesinde açıklanması vb. uygulamalar piyasa oyuncuları arasındaki bilgi eşitsizliğini ortadan kaldırmaya yöneliktir.

Manipülasyon sermaye piyasasında taraflar arasında tam bilgi veya eşit bilgiye sahip olma şartını bozan uygulama olması nedeniyle hemen hemen tüm ülkelerde yasaklanmış ve bu yasağa aykırı davranışlar ülkelerin hukuk sistemi içerisinde çeşitli cezalara çarptırılmaktadır. Bu çalışmada ülkemizde alıcı ve satıcılar arasında bilgi eşitsizliğine neden olan, piyasanın adil ve şeffaf işlemini engelleyen manipülasyon suçuna ilişkin düzenlemeler ve yeni kanunla getirilen değişiklikler anlatılmıştır.

Çalışmada manipülasyonun literatürdeki tanımı, amacı ve türleri ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (2499 sayılı eski SPKn) yerine 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'yla (6362 sayılı yeni SPKn) manipülasyon suçunda yapılan değişiklikler ve bu alanda getirilen yeniliklere yer verilmiştir.

2499 sayılı SPKn 1990'lı yılların başında ve sonunda önemli değişikliklere uğramış ve 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6362 sayılı SPKn ile yenilenmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından son on yılda 594 adet suç duyurususun 367'si manipülasyon suçuna ilişkindir. 6362 sayılı yeni SPKn ile birlikte eski kanunda ismen belirtilmeyen manipülasyon yüz kızartıcı suç olan dolandırıcılık suçu algısını oluşturacak şekilde "Piyasa Dolandırıcılığı" olarak başlıklandırılmıştır.

6362 sayılı yeni SPKn ile birlikte bilgi bazlı manipülasyon suçu maddi unsurlar açısından genişletilmiş ve manevi unsur açısından daraltılmıştır. Eski kanunda açıklanması gereken bilgilerin açıklanmaması suretiyle yapılan bilgi bazlı manipülasyon suç olmaktan çıkarılmış ve idari para cezasına konu edilmiştir. İşlem bazlı manipülasyonda ise manipülatif sayılabilecek fiiller artırılmış, maddi unsurlar genişletilmiş, suçun ispatı kolaylaştırılmış ve Avrupa Birliği'nin konuya ilişkin yönergelerinde istisna tutulan işlemler de düzenlemelere dahil edilerek uyum artırılmıştır. Ayrıca yeni kanunla birlikte işlem bazlı manipülasyonda pişmanlık hükümleri getirilerek hapis cezasının para cezasına dönüştürülmesine ve hapis cezasında indirim sağlanmasına imkan sağlanmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde manipülasyonun literatürdeki tanımı, amacı ve türlerine ilişkin özet bilgiler verilmiştir. İkinci bölümde manipülasyon suçunun ülkemizde nasıl düzenlendiği ve 6362 sayılı yeni SPKn ile getirilen değişiklikler anlatılmıştır. Son bölüm ise sonuç bölümüdür.

## 1. Manipülasyon Tanımı, Amacı ve Türleri

Fransızca kökenli olan manipülasyon kelimesi elle yönlendirme, elle şekil verme anlamlarına gelmektedir. Kitle iletişim araçlarının gelişmesiyle birlikte kitleyi istenilen istikamete yönlendirmek amacıyla gerçek dışı bilgi yayma, eylem ve hareket fiiline de manipülasyon denilmeye başlanmıştır (Yılmaz, 2011). Manipüle sözcüğü ise, beceriyle kullanmak, ustalıkla yönetmek, kendi amacı doğrultusunda yönlendirmek, etkilemek olarak tarif edilmektedir (Evik, 2004).

Finans alanında manipülasyon; bilerek ve isteyerek, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını kontrol etmek veya yapay şekilde etkilemek suretiyle piyasa katılımcılarını aldatmayı veya dolandırmayı amaçlayan davranışları ifade etmektedir. En basit şekilde, piyasaların ve dolayısıyla fiyatların yapay olarak düşürülmesi, yükseltilmesi ya da aynı seviyede tutulması olarak tanımlanabilecek manipülasyon; piyasaların, genişlik ve derinlikten yoksun olduğu dönemlerde sık karşılaşılan bir olgudur (Bostancı ve Kadioğlu, 2011).

ABD Securities Exchange Commission tarafından manipülasyon fiili; menkul kıymet piyasaları-

nın temel fonksiyonlarını bozmaya yönelik fiiller özellikle arz ve talebin serbest oluşumunu engellemeye yönelik, amaçlı ve kasıtlı müdahaleler olarak tanımlanmıştır.

Chambers'a (2004) göre manipülasyon, sermaye piyasalarında alım satım konu finansal varlıkların fiyat oluşumuna gerçek ve kabul edilebilir bir nedene dayanmaksızın etkide bulunulması, manipülatörün kendi amaç ve istekleri doğrultusunda menfaat sağlaması ve diğer yatırımcıların yanlış yönlendirilmesi amaçlarını içeren davranış ve işlemler olarak tanımlanmıştır.

Avgouleas'a (2005) göre manipülasyon, yapay fiyat ve miktar izlenimi verecek işlemler ve benzer alım satım yöntemleri ile yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgilerin yanlış-yanıltıcı açıklanması ve gizlenmesi gibi yöntemler kullanarak piyasa katılımcılarının yanıltılarak finansal araçlarda işlem yapma ve bu araçlara dayalı hakları kullanmalarına yol açmaktır.

Finans alanında yapılan manipülasyonlar esas itibarıyla piyasada alım satım yapanların karar alma mekanizmalarını gerçek dışı bilgilerle veya sinyallerle yönlendirerek menfaat sağlama amacı taşır. Manipülatif işlemler; aktif piyasanın var olduğu imajını oluşturarak diğer yatırımcıları o hisse senedi piyasasına çekip, fiyatları yükseltmek ve elde bulunan hisse senetlerini daha yüksek fiyattan elden çıkararak menfaat sağlamak, fiyatları belli bir seviyede tutarak elde bulunan hisse senetlerinin değer kaybetmesini önlemek veya değer artışını engelleyerek istenilen fiyattan alım ya da satım yapılması suretiyle menfaat elde etmek ve fiyatların aşağıya çekilerek, açığa satılan hisse senetlerinin daha düşük fiyatlardan satın alınması suretiyle menfaat elde etmek amaçlarıyla yapılmaktadır (Küçükkocaoğlu, 2005).

Bilgi bazlı manipülasyon veya işlem bazlı manipülasyon birlikte ve birbirini desteklemek için kullanılabilir gibi bilgi bazlı manipülasyon aynı zamanda içeriden öğrenenlerin ticareti ile birlikte de birlikte kullanılabilir. İçeriden öğrendikleri bilgileri kamuya yanlış aktaran bu kişilerin toplumun gözü önündeki saygınlıkları ve inanılırlıklarının yok olmaması ve hisse senedinin piyasasındaki manipülasyonun sürdürülebilmesi için içeriden öğrenilen bilgi farklı kişiler tarafından farklı zamanlarda kamuyu yanıltmak amacıyla kullanılmaktadır (Küçükkocaoğlu, 2005).

Sermaye piyasalarında genel olarak iki tür manipülasyon söz konusudur. Bunlardan ilki bilgiye dayalı manipülasyondur. İkinci manipülasyon çeşidi ise sermaye piyasası aracının değerini veya fiyatını işlemler ve emirler yoluyla etkilemek olan işlem bazlı manipülasyondur. Allen ve Gale (1992) bu sınıflandırmaya ek olarak hareket bazlı manipülasyonu<sup>1</sup> da sınıflandırmaya katmaktadır.

### 1.1. Bilgi Bazlı Manipülasyon

Bir sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek bilginin o sermaye piyasası aracının temsil ettiği iktisadi varlığın değerini etkileyebilecek nitelikte olması gerekmektedir. Burada manipülatör gerçek dışı bilgi yaymak suretiyle diğer yatırımcıları belirli bir istikamette işlem yapmaya yönlendirmeyi hedeflemektedir. Yatırımcıları beklenen yönde hareket ettiren, bu hareketin sonuçlarını bilen ve önceden pozisyon alan manipülatör kazanç sağlamaktadır (Bostancı ve Kadioğlu, 2011).

Bilgi bazlı manipülasyonda sermaye piyasası aracının fiyatlarını etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı ve mesnetsiz bilginin sermaye piyasası aracına yatırım yapacak yatırımcılara ulaştırmak amacıyla kitle iletişim araçlarıyla kamuya açıklama yapılır. Ancak gelişen teknolojiler kapsamında kapalı sistemler üzerinden çok sayıda yatırımcıya ulaşılması yoluyla da bilgi bazlı manipülasyon yapılabilir.

Allen ve Gorton'un (1992) manipülasyon üzerine yaptıkları çalışmada kârlı ve başarılı bir manipülasyonun alıcı tarafında bilginin olduğu, satıcı tarafında ise bu bilginin eksik olduğunu gözlemlemiştir.

Manipülatörün yaptığı işlemleri simetrik olarak takip eden yatırımcılar olduğu gibi bu işlemlere asimmetrik cevap veren yatırımcılar da bulunmaktadır. Bunun nedeni ise manipülatörün sahip olduğu bilgiye sahip olamamak, farklı motivasyona sahip olmak, farklı alım-satım stratejileri izlemek ve acil nakde ihtiyaç duyup hisse senedini satmak veya hisse senedinin fiyatını yeterince incelemeyen alım yapmak olarak açıklanabilir (Kyle, 1984; Glosten ve Milgrom, 1985; Easley ve O'Hara, 1987; Easterbrook, 1986).

<sup>1</sup> Sermaye Piyasası araçlarının cari fiyatlarını ve dolayısıyla firma değerini değiştirebilen manipülatif işlemler.

Bilgi bazlı manipülasyon, piyasanın adil ve şeffaf işleminin engellenmesi ve diğer yatırımcıların dolandırılması nedeniyle suç sayılmıştır.

## 1.2. İşlem Bazlı Manipülasyon

Hisse senetleri üzerinde işlem yapılan firmanın değerini değiştirmeye çalışmadan ya da piyasaya yanlış bilgiler yaymadan, sadece alım satımlarla piyasayı manipüle etmektir. Menkul kıymet borsalarında sıklıkla görülen bu manipülasyon türünde manipülatör piyasada yaptığı işlemlerle diğer piyasa katılımcılarını yönlendirmeye çalışır.

Diğer manipülasyon türünden farklı olarak yatırımcıların yatırım kararlarında etkili olan bilgi veya sinyal kitle iletişim araçları ile doğrudan değil piyasada işlemlere ilişkin açıklanan veriler (fiyatlardaki yükselme, işlem miktarı, alan satan aracı kurumlar vb.) üzerinden piyasayı anlık takip edenlerin ekranlarına düşen veriler üzerinden yapılmaktadır. Örneğin, gerçekte piyasası sığ olan bir hisse senedinde çok sayıda aracı kurum ve hesap kullanarak kendinden kendine alım yapmak suretiyle o hisse senedinin piyasasında birbirinden bağımsız çok sayıda yatırımcının işlem yaptığı izlenimi verilmeye ve bu surette hisse senedinin piyasasında bir hareketlilik olduğu ve fiyatının yükseleceği izlenimi verilmeye çalışılır. İşlem ya da fiyat manipülasyonu olarak anılan bu manipülasyon türünde hisse senedinin piyasasında yapılan işlemlerle ekran verilerinden piyasadaki işlemlerini takip eden yatırımcı kitleleri etkilenmeye çalışılır (Bostancı ve Kadioğlu, 2011).

Burada yapay işlemler, piyasa koşullarında doğal olarak değerlendirilebilecek alım ve satımların dışındaki işlemleri anlatmaktadır. Doğal işlemde hisse senetlerinde alım satım yapan kişinin yaptığı o işlemde bir kâr elde etme veya bir zararı bertaraf etme güdüsü ile hareket ettiği görülmektedir. Yapay işlemler iktisadi olarak anlamsız işlemler olarak tanımlanabilir. Örneğin kişinin kendinden kendine işlemler yapması yapay işlemdir ve genellikle aktif piyasa izlenimi uyandırmak amacıyla yapılmaktadır. Manipülatörün nihai amacı yaptığı bu işlemlerle doğal olarak kazanç sağlamaktır. Ancak piyasa katılımcılarını yönlendirmek amacıyla yaptığı işlemlerin bir kısmı ekonomik mantığı olmayan “yapay” işlemlerden oluşmaktadır. İşleme dayalı manipülasyonu incelerken bu tür manipülasyonu gerçekleştiren yatırımcıların pazar fi-

yatını etkileyebilecek kadar önemli bir servete sahip olmalarına gerek olmadığı gözlenmiştir (Jarow, 1992).

Bununla birlikte belirtmek gerekir ki, suç sayılan bu fiilin nihai amacına ulaşması başka bir deyimle manipülasyon yapanların bir kazanç elde etmesi suçun oluşması için şart değildir. Hatta hisse senedinin fiyatında bir değişme gerçekleşmese de hisse senedinin fiyatını değiştirme amacıyla yapay olarak işlem yapılması suçun tamamlanması için yeterlidir. Aslında bir piyasada yapılan her alım satım işleminin o piyasanın arz ve talep dengesi üzerinde az veya çok bir etkisi vardır. Ancak arz ve talebin doğal seyri içinde bir denge oluşturduğu piyasada, piyasa katılımcıları piyasada oluşan fiyatı veri olarak kabullenirler. Bir başka anlatımla, tabii seyrine bırakılmış bir piyasada arz ve talep Adam Smith’in ifadesi ile “görünmez bir el” tarafından bir dengeye oturtulur.

Manipülasyonun amacı ise piyasada oluşacak arz ve talep dengesine müdahale etmek suretiyle piyasada oluşan fiyatı belirlemektir. Manipülasyona maruz kalan piyasada oluşan fiyat doğal seyri içinde oluşmadığı için sadece o piyasada işlem yapanlar için değil, oluşan fiyatı veri olarak kullanan bütün ekonomik aktörler için yanıltıcıdır. Örneğin sermaye piyasası aracının teminat gösterilmesi ile bankacılık sisteminden kredi kullanılması durumunda ya da şirketin borsada oluşan fiyatı baz alınarak yapılan şirket değerlendirmelerinde manipüle edilen fiyat yanıltıcı bir etki yapacaktır.

İşlem bazlı manipülasyonun karlı olabilmesi için; Fischel ve Ross’a (1991) göre, bilgi bazlı manipülasyonla desteklenerek yanlış beyanlar, hayali ve danışıklı alım-satım işlemlerinin gerçekleşmesi, Mahoney’e (1999) göre de manipülatörün hisse senedinden yüklü miktarda alış gerçekleştirmesi ve fiyatın bu alışlarla beraber artması, ardından diğer yatırımcıların hisse senedinin fiyatını tekrar değerlendirip alıma geçerken manipülatör hisse senetlerini elinden çıkarmaya başlaması gereklidir.

Piyasada bulunan bir yatırımcı hisse senedinin fiyatını alım emirleriyle kolayca ve hızlı bir şekilde üst fiyat adımlarına çıkarıp, ardından satışa geçerek kâr yapabilir. Bu işlemi yapmak için ayrıca bir bilgiye sahip olması gerekmez. Fakat bu işlemde kâr sağlamak her zaman mümkün değil-

dir. Yatırımcının hisse senedi satışlarıyla hisse senedinin fiyatını alt fiyat adımlarına indirmesinin kolay olmaması ve zaman alması nedeniyle önce satışa başlayıp ardından alışı geçmek her zaman kârlı sonuçlar doğurmaz (Allen ve Gorton, 1992).

İşlem bazlı manipülasyon da aynı şekilde piyasanın adil ve şeffaf işlemlerini engellenmesi ve diğer yatırımcıların dolandırılması nedeniyle suç sayılmıştır.

## 2. Manipülasyon Suçuna İlişkin Yasal

### Düzenleme

Sermaye piyasalarında manipülasyonu suç saymayan veya cezalandırmayan ülke hemen hemen yoktur. Manipülasyona ilişkin düzenlemelerin yapılması ve bunlara isnat edilen cezaların amacı zarar görenlerin zararının tazmini ya da varsa manipülatörün elde ettiği menfaatin geri alınması değildir. Cezalandırılan fiil haksız menfaat temininden çok piyasadaki yatırımcının aldatılması ve dolandırılmasıdır. Cezalandırılmak istenen piyasanın adil ve şeffaf işleyişinin kasıtlı olarak bozulmasıdır.

Ünal'a (1999) göre manipülasyon fiili için sermaye piyasası araçlarının ticaretinde tüm yatırımcıların piyasadaki eşitlik ilkesi çerçevesinde yararlanmasını sağlamak ve haksız kazancı önlenmek amacıyla cezai müeyyideler öngörülmüştür.

Diğer ülkelerde de yasaklanan manipülasyon suçu ülkemiz sermaye piyasalarında 2499 sayılı eski SPKn ile ilk defa hukuk sistemimize girmiş ve 6362 sayılı yeni SPKn ile önemli değişikliklere uğramıştır.

Manipülasyon konusunda 6362 sayılı yeni SPKn ile getirilen önemli yeniliklerde biri de 6362 sayılı SPKn'nun 104 üncü maddesi uyarınca çıkarılan VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'dir. Bu düzenleme ile makul bir ekonomik veya finansal bir gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemler belirlenmiş ve bu eylem ve işlemleri gerçekleştirenler hakkında uygulanacak yaptırımlar belirtilmiştir.

Bu düzenleme uyarınca borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozan ya da sermaye piyasası araçlarının fiyatları, fiyat değişimleri, arz ve talepleri hakkında yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandıran veya adil ve dürüst işlem yapılmasını, piyasanın rekabetçi bir ortamda işleyişini ya da fiyatın doğru ve dürüst bir şekilde oluşmasını zorlaştıran ya da engelleyen fiil ve davranışlar piyasa bozucu eylem olarak kabul edilmiştir.

6362 sayılı yeni SPKn "Piyasa bozucu eylemler" başlıklı 104'üncü maddesinde piyasa bozucu eylemleri gerçekleştiren kişilere SPK tarafından yirmi bin Türk Lirasından beş yüz bin Türk Lirasına kadar idari para cezası verileceği, ancak, bu suretle menfaat temin edilmiş olması hâlinde verilecek idari para cezası miktarı bu menfaatin iki katından az olamayacağı hükme bağlanmıştır.

Aşağıdaki tabloda SPK tarafından son on yılda yapılan toplam suç duyurusu ve manipülasyondan suç duyurusu sayılarına yer verilmiştir.

Yıl	Toplam Suç Duyurusu	Manipülasyondan Suç Duyurusu	Oran
2004	127	80	63,0%
2005	65	38	58,5%
2006	63	48	76,2%
2007	42	23	54,8%
2008	72	28	38,9%
2009	56	33	58,9%
2010	69	53	76,8%
2011	21	11	52,4%
2012	29	18	62,1%
2013	50	35	70,0%
<b>Toplam</b>	<b>594</b>	<b>367</b>	<b>61,8%</b>

Sermaye piyasasının adil ve şeffaf işleyişinin sağlanması amacıyla SPK tarafından son on yılda bulunan suç duyurularının yaklaşık %62'si manipülasyon fiiline ilişkindir. Mahkumiyet ile sonuçlanan SPK suç duyurularının toplama oranı ortalama %44'tür<sup>2</sup>. Ülkemizde sermaye piyasalarında manipülasyon ile önemli bir mücadele yürütüldüğü görülmektedir.

Manipülasyon suçunun 6362 sayılı yeni SPKn ile piyasa dolandırıcılığı olarak başlıklandırılması İngilizce "Market Abuse" teriminin çevirisinden kaynaklansa bile dolandırıcılık kelimesinin kullanılması suçun yüz kızartıcı suçlar gibi algılanmasını neden olacağından caydırıcılığının artacağı düşünülmektedir. Ancak, özellikle bilgi bazlı manipülasyonda "...açıklamakla yükümlü oldukları bilgilerin açıklanmaması..." manipülasyon türünün tanımdan çıkarılarak idari para cezasına konu edilmesi daha önce bu konuda yapılmış suç duyurusu ve açılmış davaların düşmesine neden olacağından, bu durum manipülasyon suçlarının etkin cezalandırıldığı algısını zayıflatabilecektir. Diğer taraftan manipülasyon suç duyurularının mahkemelerdeki aşamalarındaki durumu hakkında SPK'nın faaliyet raporlarında detaylı bilgi bulunmamakta veya bu konuda SPK tarafından kamuya yeterli düzeyde açıklama yapılmamaktadır. Bu da manipülasyon suçunun hapis cezası ile cezalandırıldığı konusunda piyasada istenilen etkiyi bırakmamakta, piyasa katılımcıları arasında manipülasyonun sadece işlem yasağına konu olan bir fiil olduğu kanısı oluşturabilmektedir.

## 2.1. Bilgi Bazlı Manipülasyon Suçu

Bilgi bazlı manipülasyon suçu 2499 sayılı eski SPKn'nun 47'nci maddesinin birinci fıkrasının (A) bendinin üçüncü alt bendinde (47/I-A-3) düzenlenmiştir. Bu maddeye göre manipülasyon ismen zikredilmeden "*sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi verilmesi, haber yayılması, yorum yapılması ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgilerin açıklanmaması*" olarak tanımlanmıştır.

6362 sayılı yeni SPKn'nun 107'inci maddesinde esas olarak 2499 sayılı eski SPKn'ndaki düzenle-

meye sadık kalınmıştır. 6362 sayılı yeni SPKn'nun 107'inci maddesinin ikinci fıkrasında; "*Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi veren, söylenti çıkaran, haber veren, yorum yapan veya rapor hazırlayan ya da bunları yayanlar iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin güne kadar para cezası ile cezalandırılırlar*" şeklinde yeni bir tanımlama yapılmıştır.

Yeni manipülasyon maddesiyle getirilen en önemli değişiklik "*...açıklamakla yükümlü oldukları bilgilerin açıklanmaması...*" manipülasyon türünün tanımdan ve dolayısıyla suç olmaktan çıkarılmasıdır. 6362 sayılı yeni SPKn'nun 104 üncü maddesi uyarınca çıkarılan Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 6'ncı maddesinin 3'ün fıkrasındaki "*Kurulun özel durumların açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri kapsamında açıklamakla yükümlü olunan, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgilerin açıklanmaması piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilir.*" hükmü uyarınca 2499 sayılı eski SPKn'ndaki 47/I-A-3 maddesinde suç olan fiil yeni kanunda piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilmiştir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta açıklama eyleminin diğer piyasa suçlarını da oluşturması gerektiğidir. Bilindiği üzere bilgi bazlı manipülasyon ile işlem bazlı manipülasyonun birlikte kullanılarak yapılan manipülasyonlarla da karşılaşmaktadır. Bilgi bazlı manipülasyon işlem bazlı manipülasyonları desteklemek için de kullanılmaktadır. Manipülatörler bir yandan piyasada işlemlerle fiyatı manipüle ederken bir yandan da internet sitelerinde, forumlarda ve hatta daha geniş medya araçlarıyla işlem bazlı manipülasyonuna destek vermek için yalan haberler yapabilmekte veya yayabilmektedir.

Daha önce hapis cezası ile cezalandırılan "*...açıklamakla yükümlü oldukları bilgilerin açıklanmaması...*" 6362 sayılı yeni SPKn ile birlikte suç olmaktan çıkarılmış ve bu aykırılıklar idari para cezasına çevrilmiştir. 6362 sayılı yeni SPKn "*Piyasa bozucu eylemler*" başlıklı 104'üncü maddesinde "*....Kurulca belirlenen piyasa bozucu eylemleri gerçekleştiren kişilere Kurul tarafından yirmi bin Türk Lirasından beş yüz bin Türk Lirasına kadar idari para cezası verilir. Ancak, bu suretle menfaat temin edilmiş olması hâlinde verilecek idari para*

cezasının miktarı bu menfaatin iki katından az olmaz.” hükmü yer almaktadır.

6362 sayılı yeni SPKn ile birlikte bilgi bazlı manipülasyonun manevi unsurunda önemli bir değişiklik meydana gelmiştir. Eski madde metninde “*sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek*” fiilinde olası kast söz konusudur. Ancak yeni metinde maddede belirtilen fiilleri gerçekleştirmek için artık özel kast gerekmektedir. Zira maddeye “*Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla*” ibaresi eklenmiştir. Yine burada maddi unsurlarda genişlemeye gidilmiştir. Daha önce sadece sermaye piyasası aracının değerini etkileme amacı manipülasyona konu olmakta iken, yeni kanunla birlikte sermaye piyasası aracının fiyatını ve yatırımcıların kararlarını etkileme amacı manipülasyona konu olabilecektir. Burada belirtilmelidir ki, eski kanun uygulamasında fiyat/değer ayrımı yapılmamakta ve fiyatın aslında değeri yansıttığı kabulü söz konusudur.

6362 sayılı yeni SPKn ile birlikte bilgi bazlı manipülasyonun faileri açısından da değişikliklere gidilmiştir. 2499 sayılı eski SPKn’unda pasif bir fail tanımlaması yapılmış “... *yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi verilmesi, haber yayılması, yorum yapılması*” denilmiştir. Diğer bir ifadeyle doğrudan sayılmamakla birlikte sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren, haber yayan ve yorum yapan herkes fail konumundadır. 6362 sayılı yeni SPKn’nda ise aktif bir fail sayımına gidilmiş ve fail olabilecek kişiler ise genişletilmiştir. Fail olabilecek kişiler arasına maddedeki amaçlarla *rapor yazan ve bunları yayanlar da* alınmıştır. Bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığına girecek fiil tipleri artırılmıştır. Maddedeki amaçlarla *söylenti çıkarmak, rapor hazırlamak* ve yasaklanan fiilleri *yaymak* suç tanımı içerisine alınmıştır.

Sonuç olarak, 6362 sayılı yeni SPKn ile birlikte bilgi bazlı manipülasyonun maddi unsurları ve fiil tipleri açısından genişletilmesine karşın manevi unsurları açısından daraltılmıştır. Eski kanunda açıklanması gereken bilgilerin açıklanmaması suretiyle yapılan manipülasyon suç olmaktan çıkarılması ve idari para cezasına konu edilmiştir.

## 2.2. İşlem Bazlı Manipülasyon Suçu

Ülkemiz sermaye piyasalarında yer alan manipülasyon suçuna ilişkin hükmün amacı, oluşabilecek zarar tehlikesi sebebiyle piyasa dolandırıcılığının engellenmesidir. Piyasa bütünlüğünün bozulması, piyasadaki yatırımcıların zarara uğraması, muhtemel yatırımcılarda piyasaya olan güvenin azalması ve tasarrufların yatırımlara yönelmesinin engellenmesi nedeniyle iktisadi kalkınmanın yavaşlaması gibi sonuçları olacaktır ve kanun koyucunun amacı söz konusu hukuki değerleri korumaktır. Suça uygulanan yaptırımın amacı, sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü piyasaların işlerliğinin ve etkinliğinin korunmasıdır (Tercan, 2010).

İşlem bazlı manipülasyon suçu 2499 sayılı eski SPKn’un 47/A-2 bendinde manipülasyon ismen zikredilmeden “*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 yapanlar*”ın cezalandırılacağı hükme bağlanarak tanımlanmıştır.

6362 sayılı yeni SPKn’nun “*Piyasa Dolandırıcılığı*” başlıklı 107’inci maddesinin birinci fıkrasında söz konusu suça ilişkin olarak “*Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapanlar, emir verenler, emir iptal edenler, emir değiştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin güne kadar para cezası ile cezalandırılırlar*” şeklinde yeni bir tanımlama yapılmıştır.

İşleme dayalı piyasa dolandırıcılığı suçu düzenlenirken genel olarak 2499 sayılı eski SPKn’na sadık kalınmıştır. Ancak, Avrupa Birliği’nin konuya ilişkin 2003/6/EC sayılı Yönergesi dikkate alınarak, suçun unsurları arasında yer alan “...*aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak...*” yerine “...*arz, talep veya fiyatına ilişkin olarak diğer yatırımcılar üzerinde yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak...*” hususları sayılmıştır. Burada *aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak* daha somut hale getirildiğinden daha kolay tespit edilebilir hale getirilmiştir. Yine 2499 sayılı eski SPKn’nda manipülasyon maddesinde gerçekleştirilen fiillerin yapaylık taşıması gerekirken, 6362 sayılı yeni SPKn’nda bu yapaylık şar-

tı tanımsal olarak aranmamaktadır. Ancak, manipülasyonun doğası gereği sermaye piyasası aracının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin yapaylık söz konusudur. Doğası gereği yapaylık içeren bir eylemin madde tanımından çıkarılması suçun nitelik ve yapısında bir değişiklik meydana getirmeyecektir.

Manipülasyon fiilinde maddi unsurlar açısından genişlemede söz konusudur. Şöyle ki; yeni tanım aktif piyasaya ilişkin düzenlemeyi de kapsayan ve fakat ondan daha geniş bir kapsama sahiptir. Ayrıca alım veya satım olan tipik fiillere, *hesap hareketleri gerçekleştirme, alım veya satım emri verme, emir değiştirme ve emir iptal etme* de eklenmiştir. Failler yönünden de tanım genişlemiştir. 2499 sayılı eski SPKn’nda maddedeki amaçlarla alım satım yapanlar fail konumundayken, 6362 sayılı yeni SPKn’nda alım satım yapanların yanında emir verenler, emir iptal edenler, emir değiştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler de fail konumuna getirilmiştir. Burada belirtmek gerekir ki, emir vermeden alım veya satım gerçekleşmemektedir. Aslında 2499 sayılı eski SPKn’da alım veya satım fiilleri üstü kapalı bir şekilde alım veya satım amacıyla emir vermeyi de içermekteydi. Avrupa Birliği’nin konuya ilişkin 2003/6/EC sayılı Yönergesi’nde alım veya satım fiillerinin yanında emir vermek açıkça manipülasyon sayıldığından 6362 sayılı yeni SPKn’na bu konuda eklemeler yapılmıştır.

Avrupa Birliği’nin konuya ilişkin yönergesine paralel olarak 6362 sayılı yeni SPKn’nun 108’inci maddesinde piyasa dolandırıcılığı sayılmayan haller belirtilerek, 2499 sayılı eski SPKn’nda olmayan bazı istisnaların tanındığı görülmektedir. Söz konusu istisnalar; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın gerçekleştirdiği işlemler ile SPK düzenlemelerine göre uygulanan geri alım programları, çalışanlara pay edindirme programları ve piyasa yapıcılığı ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler şeklinde ifade edilmiştir.

6362 sayılı yeni SPKn ile birlikte işlem bazlı manipülasyonda getirilen en önemli değişikliklerden biri de pişmanlık hükümlerinin getirilmiş olmasıdır. 6362 sayılı yeni SPKn’nun 107 inci maddesinin üçüncü fıkrasında işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı suçunu işleyen kişinin pişmanlık göstererek, beş yüz bin Türk Lirasından az olmamak üzere, elde ettiği veya elde edilmesine sebep olduğu menfa-

atin iki katı miktarı kadar parayı, Hazineye; henüz soruşturma başlamadan önce ödediği takdirde hakkında cezaya hükmolunmayacağı, soruşturma evresinde ödediği takdirde verilecek cezanın yarısı oranında indirileceği, kovuşturma evresinde hüküm verilinceye kadar ödediği takdirde verilecek cezanın üçte biri oranında indirileceği hükme bağlanmıştır. Böylelikle işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı suçunu işleyenler için öngörülen hapis cezasının para cezasına dönüştürülmesi veya hapis cezasında indirim uygulanması imkânı getirilmiştir.

Sonuç olarak, 6362 sayılı yeni SPKn ile işlem bazlı manipülasyonda manipülatif sayılabilecek fiiller artırılmış, maddi unsurlar genişletilmiş, suçun ispatı kolaylaştırılmış ve Avrupa Birliği’nin konuya ilişkin yönergelerine istisna tutulan işlemler dâhil uyum artırılmıştır. Ayrıca yeni kanunla birlikte pişmanlık hükümleri getirilerek hapis cezasının para cezasına dönüştürülmesi ve hapis cezasında indirim sağlanmasına imkân sağlanmıştır.

### 3. Sonuç

Manipülasyon sermaye piyasasında taraflar arasında tam bilgi veya eşit bilgiye sahip olma şartını bozan bir uygulama olması nedeniyle hemen hemen tüm ülkelerde yasaklanmış ve bu yasağa aykırı davranışlar ülkelerin hukuk sistemi içerisinde çeşitli cezalara çarptırılmaktadır.

Çalışmada manipülasyonun literatürdeki tanımı, amacı ve türleriyle 6362 sayılı yeni SPKn ile manipülasyon suçunda yapılan değişiklikler ve bu alanda getirilen yeniliklere yer verilmiştir.

Sermaye piyasasının adil ve şeffaf işleyişinin kasıtlı olarak bozulması olarak tanımlanabilecek manipülasyonu suç saymayan veya cezalandırmayan ülke hemen hemen yoktur. Ülkemiz sermaye piyasalarında manipülasyon suçu 2499 sayılı eski SPKn ile ilk defa hukuk sistemimize girmiş ve 6362 sayılı yeni SPKn ile önemli değişikliklere uğramıştır.

2499 sayılı eski SPKn’nun madde başlığı belirtilmeden suç sayılan işlem ve bilgi bazlı manipülasyon fiilleri 6362 sayılı yeni SPKn ile “Piyasa Dolandırıcılığı” olarak tanımlanmıştır. 6362 sayılı yeni SPKn ile birlikte bilgi bazlı manipülasyon maddi unsurlar açısından genişletilmiş ve manevi unsur açısından daraltılmıştır. Eski kanunda açık-



lanması gereken bilgilerin açıklanmaması suretiyle yapılan manipülasyon suç olmaktan çıkarılmış ve idari para cezasına konu edilmiştir.

6362 sayılı yeni SPKn ile işlem bazlı manipülasyonda manipülatif sayılabilecek fiiller artırılmış, maddi unsurlar genişletilmiş, suçun ispatı kolaylaştırılmış ve Avrupa Birliği'nin konuya ilişkin yönergelerine istisna tutulan işlemler de dahil düzenlemelere uyum artırılmıştır. Ayrıca yeni kanunla birlikte pişmanlık hükümleri getirilerek hapis cezasının para cezasına dönüştürülmesi ve hapis cezasında indirim sağlanmasına imkan sağlanmıştır.

Manipülasyon konusunda 6362 sayılı yeni SPKn ile getirilen önemli yeniliklerde biri de 6362 sayılı SPKn'nun 104 üncü maddesi uyarınca çıkarılan sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği olup, piyasa bozucu eylemleri gerçekleştiren kişilere SPK tarafından yirmi bin Türk Lirasından beş yüz bin Türk Lirasına kadar idari para cezası verileceği hükme bağlanmıştır.

6362 sayılı yeni SPKn ile manipülasyon fiilleri için piyasa dolandırıcılığı başlıklarının kullanılması suçun yüz kızartıcı suçlar gibi algılanmasını neden olacağından caydırıcılığının artacağı düşünülmektedir. Ancak, özellikle bilgi bazlı manipülasyonda "...açıklamakla yükümlü oldukları bilgilerin açıklanmaması..." manipülasyon türünün tanımdan çıkarılarak idari para cezasına konu edilmesi bu konuda daha önce yapılmış suç duyurusu ve/veya açılmış davaların düşmesine neden olacağından manipülasyon suçunun etkin olarak cezalandırıldığı algısını zayıflatabilecektir.

Diğer taraftan, SPK tarafından yapılan manipülasyon incelemeleri sonucunda yapılan suç duyuruları için mahkemelerce verilen cezalar ve konuya ilişkin oransal bilgiler piyasaya daha fazla verilmesinin ve bu konuda istatistiklerin piyasaya periyodik olarak kamuya açıklanmasının manipülasyonla mücadelede katkı sağlayacağı kanaatine ulaşılmaktadır. Bunlara ek olarak piyasada manipülasyon suçunun sadece işlem yasağından ibaret olmadığı algısının oluşturulması için gerekli adımların atılmasının da faydalı olacağı düşünülmektedir.

### Kaynakça

ALLEN, Franklin ve GALE, Douglas; (1992), "Stock Price Ma-

nipulation", *Review of Financial Studies*, 5:503-529.

ALLEN, Franklin ve GORTON, Gary; (1992), "Stock Price Manipulation, Market Microstructure And Asymmetric Information", *European Economic Review*, 36:624-630.

AVGOULEAS, Emilos; (2005), *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*, New York, Oxford University Press.

BİST. (2011), *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu. 17. Baskı, BİST Yayınları, İstanbul*

BOSTANCI, Faruk ve KADIOĞLU, Eyüp; (2011), "Sermaye Piyasası Suçları", *Standart Ekonomi ve Teknikler Dergisi, Ankara*, 564, 98-101

CHAMBERS, Nurgül; (2004), "Sermaye Piyasalarında Manipülasyon ve İMKB Örnekleri", *Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 24*.

EASLEY, David ve O'HARA, Mauren; (1987), "Price, Trade Size and Information in Securities Markets", *Journal of Financial Economics*, 19:69-99.

EASTERBROOK, Frank; (1986), "Monopoly, Manipulation and Regulation of Futures Markets", *Journal of Business*, 59:103-127.

EVİK, Hakan; (2004) *Türk Sermaye Piyasası Kanunda Yer Alan Suç Tipleri. Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 1-2(19-5):144*.

FISCHEL, Daniel ve Ross, David; (1991), "Should the law prohibit manipulation in financial markets", *Harvard Law Review*, 105: 503-553.

GLOSTEN, Lawrence ve MILGROM, Paul; (1985), "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders", *Journal of Financial Economics*, 4: 71-100.

HILLION, Pierre ve SUOMINEN, Matti; (1998), "Broker Manipulation", *Yayınlanmamış Çalışma, INSEAD*,

JARROW, Robert; (1992), "Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27: 311-336.

KYLE, Albert; (1984), *A Theory of Futures Market Manipulations*, Anderson, Lexington, Mass.: Lexington Books.

KÜÇÜKCOCAOĞLU, Güray. (2005), *Borsa İstanbul'da Gün İçi Getiri, Volatilite ve Kapanış Fiyatı Manipülasyonu, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 180, Ankara*.

MAHONEY, Paul; (1999), "The Stock Pools and the Securities Exchange Act", *Journal of Financial Economics*. 51: 343-369.

TERCAN, Ercan. (2010), "İşleme Dayalı Yapay Piyasa Oluşturma (Manipülasyon) Suçu ve Bu Suçla İlgili Hareketin Elverişliliği Tartışması", *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 26(3).

ÜNAL, Oğuz; (1999), *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, Nobel Yayınları, Ankara.

YILMAZ, Ejder; (2011), *Hukuk Sözlüğü, Genişletilmiş 8. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara*.