

Türk Sermaye Piyasasında Yeni Piyasa Düzeni Rejimi ve Yeni Rejimin Başarı Koşulları

Kategori: Sermaye Piyasası Hukuku

Yazar Adı: Ethem SANCAK- Aysel GÜNDOĞDU

Yayın Tarihi: 01.01.2015

Yayın Adı: Legal Banka ve Finans Hukuku Dergisi

Yayın Sayısı: 16

Cilt : 4

^[H]Türk Sermaye Piyasasında Yeni Piyasa Düzeni Rejimi ve Yeni Rejimin Başarı Koşulları^[1]

The New Market Integrity Regime in Turkey and Its Success Conditions

Dr. Ethem SANCAK**

Yard. Doç. Dr./Asst. Prof. Dr. Aysel GÜNDOĞDU***

ÖZ

Çalışma, Türk sermaye piyasasının yeni piyasa düzeni rejimini ve yeni rejimin başarı şartlarını incelemektedir. Türk sermaye piyasasında 2009 sonundan itibaren yeni bir piyasa düzeni rejimi oluşturulmaya başlanmıştır. Piyasa düzeni, piyasanın güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda çalışmasını ve bu ortamın korunmasını ifade eder. Bireysel, işbirliği halinde ve sürekli olarak piyasa düzenini bozmaya yönelik ataklar, herhangi bir sermaye piyasasının kısa, orta ve uzun vadede ve farklı boyutlarda fonksiyonlarının bozulmasına yol açmaktadır. Her piyasada piyasa düzenini aşırı kazanç hırsı ile ya da haksız kazanç beklentileri ile bozmaya çalışan piyasa aktörlerine rastlanmaktadır. Bu nedenle piyasa otoriteleri, bu tür piyasa bozucu teşebbüsleri önlemeye ve caydırmaya yönelik hukuki, idari ve teknolojik araçlarla donatılırlar. Türkiye’de 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 2012 sonunda çıkıncaya kadar 1990’lı yıllardan kalma araçlarla piyasa düzenini sağlamaya ve korumaya çalışan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), yasa düzeyindeki yetkilerden sonra 2014 başında tebliğ formunda yeni hukuki araçlar elde etmiştir. Yeni hukuki araçlar, tanımlama ve kapsam bakımından dengeli ve kaliteli bir tasarıma sahiptir. Ancak belirlenen cezai yaptırımlar yeterince caydırıcı olmadığı gibi muadil AB direktifindeki cezalar ile de paralel değildir. Öte yandan, yasal altyapının ve mevzuatın güncellenmesi ve yenilenmesi, başarı koşulu olarak yeterli değildir. Yasal düzenlemeler, ancak etkili uygulamalar ile ideal sonuçlar verebilmektedir. Özetle, Türk sermaye piyasasının yeni piyasa düzeni rejimi tasarım ve kapsam olarak eski rejime göre daha ileri düzeyde olsa da, bu rejimin başarı koşulları birden çok faktöre bağlıdır.

Anahtar Kelimeler: Piyasa Düzeni, Türk Sermaye Piyasası, Piyasa Bozucu Eylem.

ABSTRACT

This paper examines the new market integrity regime and its possible success conditions. The Turkish capital market has entered into a new era since 2009 by changing its strategy on enhancing and protection of market integrity. Market integrity requires and supports fair, transparent, efficient and competitive financial environment and entails stability of these qualities. Individual, concerted and continuous attacks against the market integrity for any given capital market result in deteriorating functions in the short, medium and long term in different extent. There are always people who are inclined to make money by cheating others and deploying improper or unethical market practices. Therefore, direct or indirect attacks or attempts are the reality of markets. To deter the possible harmful actions against the market integrity, there should be laws, regulations and market oversight programs and organizations. Completely replacing the Capital Market Law of 1981, which was significantly modified in 1992 and in 1999, with the Capital Market Law of 2012 numbered 6362, Capital Markets Board of Turkey has had stronger legal infrastructure as of 2014, together with a previously established new division on market oversight and enforcement. The new legal structure has well-balanced and well-designed in the definitions and coverage. However, criminal sanctions are not deterrent enough and in line with the suggested sanctions of the parallel EU directive. Moreover, nothing is more important than implementations. To sum up, even though the new Turkish capital market integrity regime is strong in its design and coverage and much better than the previous one, success conditions are still tied to multiple factors.

Keywords: Market Integrity, Turkish Capital Markets, Market Abuse.

GİRİŞ

Piyasa düzeni (market integrity), piyasanın güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda çalışmasını ve bu ortamın korunmasını ifade etmektedir. Piyasa düzeninin alternatifi, bu özellikleri barındırmayan bir piyasa demektir ki, piyasa düzeni sağlanamayan bir ortamda sermaye piyasası ya sığ kalacak ya da ideal fonksiyonlarını üretemeyecektir. Böyle bir durum, daha büyük ölçekte, ekonominin önemli bir sacayağının zayıf kalması ya da olmaması demektir. Bu bağlamda, piyasa düzeninin iyi yönetilmesi, sermaye piyasasının varlık nedenlerinden biridir.

Her ülkenin bir piyasa düzeni rejimi vardır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, etki-tepki çerçevesinde bir taraftan yerel dinamikler ile oluşan bir rejim ortaya koyarken öte yandan yerel rejim diğer ülke rejimleriyle yörgülabilmekte, farklı rejimlerden etkilenebilmektedir. Yerel piyasa düzeni rejimi ayrıca IOSCO (International Organization of Securities Commissions) gibi sermaye piyasasında standart belirleyen çok uluslu kuruluşların tavsiye mahiyetindeki prensip ve standartları ile yörgülabilmektedir. Bir başka ifade ile yerel otoriteler, çok uluslu örgütlerin tavsiye mahiyetindeki standartlarını benimseyerek uygulamaya koyabilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPKr), başta IOSCO olmak üzere çok uluslu kuruluşların kendi görev alanındaki prensip ve standartlarını yakından izleyerek uygulama eğilimde olan bir yerel otoritedir. SPKr, ayrıca, Türkiye'nin üye olma yolunda mevzuatını uyumlaştırmaya çalıştığı Avrupa Birliği'nin piyasa düzenini korumaya dair rejimini de takip etmektedir.

Türk sermaye piyasası, piyasa düzenini korumada 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (YSPKn) ile 2012 sonundan itibaren tümüyle yeni bir rejime geçmiştir. YSPKn'nun amacı; sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir. Yeni rejim, önceki rejime göre hukuki altyapı bakımından farklı kurallar benimsemiştir. Yeni kurallar, hem cezai yaptırımı gerektiren yasa normundaki eski kuralların değişmesi hem de daha önce olmayan ve idari para cezası ile caydırılmaya çalışılan tebliğ düzeyindeki piyasa bozucu eylemlerden oluşmaktadır. Yeni piyasa düzeni rejimi, aynı zamanda AB (Avrupa Birliği) direktifleri ve düzenlemeleri ile AB düzeyinde oluşturulmuş piyasa düzeni rejimi arasındaki önemli farklılıkları ortadan kaldırarak AB'ye uyum sürecinde piyasa düzeni konusunda önemli bir adım olmuştur.

Yasa ve tebliğ düzenlemeleri ile ortaya konulan yeni piyasa düzeni rejimi, SPKr bünyesinde 2009 sonunda kurulan Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi'nin piyasa gözetim ve denetim çalışmalarında önemli bir köşe taşı olmuştur. Esasında SPKr, piyasa düzenini koruma rejiminde en radikal adımı 2009'da bu konu üzerine münhasır olarak ayrı bir birimi, Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi'ni, kurmakla atmıştır. Bu daire, aynı zamanda bir denetim birimi olmasına rağmen, tebliğ normu ile düzenleme yapılmasının kaynağı olmuş, bu süreçte Türk sermaye piyasasında yeni piyasa düzeninin en kapsamlı unsuru olan Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği çalışmasına imza atmıştır. Türk sermaye piyasası açısından bu süreç, gözetim ve denetimin düzenleme ile güçlü bir bağ kurması yönüyle ayrıca irdelenebilecek kadar önemlidir. Piyasa düzeni rejimi, bu bağlamda, düzenleme-gözetim-denetim üçlüsünün birbirini destekleyen ve bu üç ayrı unsurun dinamik bir tarzda işlenmesini sağlayabilecek yeni bir düzlem oluşturmuştur. Bu çalışmada ele alındığı üzere, bu düzlemin net fayda üretebilmesi için, düzlemin varlığı yeterli değildir. Bu düzlem ya da yeni piyasa düzenini korumaya yönelik rejim, birden çok şartın gerçekleşmesi durumunda net fayda üretebilecektir. Başka bir ifadeyle, piyasa düzenini korumaya yönelik düzenlemeler gerekli olsa da başarı için yeterli olmayabilir.

Başarı şartları ve bu makalede ele aldığımız çekinceler bir yana, SPKr tarafından ortaya konulan yeni piyasa düzeni rejimi, kendine has özellikleri ile kendi başına bir model olabilecek kapasitededir. Bu çalışmada, piyasa düzeni rejiminin yeni yasal araçları ve bu araçların başarı koşulları ele alınmaktadır. Yer yer değinilmekle birlikte piyasa düzeni rejimini uygulayacak otoritenin ve piyasanın organizasyon yapısı, makalemizin kapsamı dışındadır. Makalede, piyasa rejiminin temel hukuk normlarına yer verilmekle birlikte hukuki bir değerlendirmeden çok yeni rejimin olası başarı koşulları temel inceleme konusudur.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, Türk sermaye piyasasında piyasa düzeni rejimini korumaya yönelik yeni yasal normlar ile tümüyle yeni bir düzenleme olan Piyasa Bozucu Eylemler Tebliğine yer verilmektedir. İkinci bölümde, yeni piyasa düzeni rejiminin oluşturulma nedenleri ve geçmiş düzene dair ortam şartları incelenmektedir. Üçüncü bölümde ise, yeni piyasa düzeni rejiminin başarı şartları ele alınmaktadır. Sonuçta, makale bir bütün olarak özetlenmekte ve öneriler sıralanmaktadır.

1. Piyasa Düzenini Korumaya Yönelik Normlar

1.1 Piyasa Suçları

Yeni Sermaye Piyasası Kanunu (6362 sayılı Kanun, YSPKn), sermaye piyasası araçlarına dair önemli nitelikteki bilgilerin kötüye kullanılmasını önlemek üzere “bilgi suistimali” başlığı altında şu normu getirmiştir.[1]

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

a) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarının yöneticileri,

b) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler,

c) İş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler,

ç) Bu bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden kişiler,

d) Sahip oldukları bilginin bu fıkra da belirtilen nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler,

iki yıldan beş yıla kadar hapis veya adli para cezası ile cezalandırılırlar. Ancak, bu suçtan dolayı adli para cezasına hükmedilmesi hâlinde verilecek ceza elde edilen menfaatin iki katından az olamaz.”

YSPKn ayrıca, sermaye piyasası araçlarının piyasasında düzeni korumak üzere “piyasa dolandırıcılığı” başlığı altında şu ceza normunu getirmiştir.[2]

“(1) 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 beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar. Ancak, bu suçtan dolayı verilecek olan adli para cezasının miktarı, suçun işlenmesi ile elde edilen menfaatten az olamaz.

(2) (Değişik: 27/3/2015-6637/11 md.) 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 yayan ve bu suretle menfaat sağlayanlar iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar.

(3) Birinci fıkra da tanımlanan suç işleyen kişi pişmanlık göstererek, beş yüz bin Türk Lirasından az olmamak üzere, elde ettiği veya elde edilmesine sebep olduğu menfaatin iki katı miktarı kadar parayı, Hazineye;

a) Henüz soruşturma başlamadan önce ödediği takdirde, hakkında cezaya hükümlenmez.

b) Soruşturma evresinde ödediği takdirde, verilecek ceza yarısı oranında indirilir.

c) Kovuşturma evresinde hüküm verilinceye kadar ödediği takdirde, verilecek ceza üçte biri oranında indirilir.”

Bu maddeler, daha önceki muadil kanun hükümlerine göre değişikliklere uğramıştır[3]. Yukarıdaki iki temel kanun normu içerik olarak sermaye piyasasının temel ve güncel özelliklerini kapsar niteliktedir. Ancak belirtmek gerekir ki, içerik ve tanımlamalar ile eski muadil hükümlere göre daha teknik ve kapsayıcı hale getirilen bu kanun maddeleri için öngörülen cezalar, yeterince caydırıcı olmaktan uzaktır. Zira alt sınırı üç yıldan daha az olan suçlarda, mahkemelerde mahkumiyet kararı verilse bile hürriyeti bağlayıcı cezaların ertelenmesi uygulamasına gidilmekte, böylece ceza normu caydırma kabiliyetini kaybedebilmektedir. Öte yandan, bilgi suistimali suçunun cezası azaltılarak mahkemenin sadece para cezası verme yolu açılmıştır ki, sermaye piyasaları açısından caydırılması en güç görülen eylemlerden olan bu tür eylemlerin caydırılması yerine tersine bir yaklaşım benimsenmiş olması, bu kanun hükmünün başarı şansını azaltacak bir unsurdur. AB, 2014 yılında yapmış olduğu yeni bir düzenleme ile bu suçların cezası olarak üye ülkelerin en az dört yıl hürriyeti bağlayıcı ceza uygulamasını öngörmektedir. AB'nin yaklaşımının benimsenmesi, piyasa düzenini korumanın temel unsurlarından biri olan cezai yaptırımların amacına uygun olacaktır. Ancak, makalemizin devamında ayrı bir başlık altında ele alındığı üzere, başarı için bu değişiklikler de yeterli koşul değildir.

1.2. Piyasa Bozucu Eylemler

“Piyasa bozucu eylem” kavramı, Türkçe sermaye piyasası literatürüne ilk olarak YSPKn ile girmiştir[4]. Bu düzenleme, temelde paralel AB Direktifi olan “Market Abuse Directive”den[5] (MAD-2003) yola çıkılarak

Türkiye'ye özgü piyasa uygulamaları çerçevesinde piyasa düzenini daha etkin korumak üzere yapılmıştır.[6]

Sermaye piyasasının hukuki altyapısını oluşturan Sermaye Piyasası Kanunu, 2012 sonu itibarıyla tümünden değiştirilmiş ve sistematik yeni bir kanun ortaya çıkmıştır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu (YPSKn) diyebileceğimiz bu kanun tümünden değiştirilince, eski alt düzenlemelerin de yenilenmesi ve daha önce mevcut olmayan bazı alt düzenlemelerin çıkarılması ihtiyacı doğmuştur. Bu alt düzenlemelerden biri de piyasa bozucu eylemlere (PBE) dair 21.01.2014 tarih ve VI-104.1 numaralı "Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği"dir. Bu tebliğin yasal dayanağı, YPSKn'nun 104'üncü maddesidir. Bu düzenlemenin çekirdek kavramı olan "piyasa bozucu eylem", "makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikte olan ve bir suç oluşturmayan eylemi" ifade etmektedir.[7]

PBE Tebliği, piyasa bozucu eylemleri dört gruba ayırmıştır:

a. İçsel Bilgi veya Sürekli Bilgilere İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler

Bu grupta içsel bilgi ve sürekli bilgi olarak nitelendirilen bilgilerin gizliliğinin korunması ya da bu tür bilgilerin fırsat eşitliğini bozmadan kamuya açıklanmasının sağlanması esası vardır[8]. Bu esasın özü şudur; "bu tür bilgilere sahipsen bu bilgileri kullanma ve bunları koru, korumayacaksan ya da kullanacaksan önce kamuya açıkla/kamuya açıklanmasını bekle!" Finansal anlamda bu kural, asimetric bilgi durumunda, haksız işlem ve kazanç olmasını önleme prensibidir. Bu gruptaki bazı PBE tipleri şunlardır: İçsel bilgi veya sürekli bilgileri, bu bilgiler mevzuata uygun şekilde kamuya açıklanmadan önce bu bilgilere sahip olan kişilerden doğrudan ya da dolaylı olarak alan kişiler tarafından ilgili sermaye piyasası aracında işlem yapılması durumunda;

a) İçsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişilerin bu bilgileri diğer kişilere vermeleri,

b) İçsel bilgi veya sürekli bilgileri bu bilgilere sahip olan kişilerden doğrudan ya da dolaylı olarak alan kişilerin ilgili sermaye piyasası aracında işlem yapmaları,

piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilmektedir.[9]

Bu gruptaki eylemler, temelde bilgi suistimali suçundaki eylemlerin unsurlarına benzemektedir. Ancak belirtmek gerekir ki, sermaye piyasası suçlarında ceza hukuku tekniğine göre suç oluşumu için kasıt şartı vardır. Kasıt olmadığı sürece, suç isnadı yapılamaz[10]. Ancak belirtilen eylemler suç kastı olmaksızın gerçekleştirilmişse, bu durumda, PBE Tebliği devreye girmektedir. Bu teknik yön, YPSKn ile tanımlanan PBE için şöyle kayıt altına alınmıştır (6362 sayılı SERMAYE PİYASASI KANUNU, 2012, Madde 104): "... bir suç oluşturmadığı takdirde...". Bu nitelendirme, sermaye piyasası hukuku anlamında PBE olabilmenin temel şartlarından biridir.

b. Emir veya İşlemlere İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler

Bu grupta yer alan eylemler, daha çok ikincil piyasaya dairdir. YPSKn'nun yeni yaklaşımı sonucu, SPK'r artık sadece işlemlere dair değil bu işlemlerin arkasındaki emirlere dair de yetki kullanma imkanı elde etmiştir. Önceki düzenlemelerde, SPK'r, ne piyasa suçlarında ne de başka düzenlemelerde, işlemlerin ardındaki emirlere dair bir piyasada doğrudan disiplini sağlama yetkisine sahip değildi[11]. Oysa uygulamadan bilindiği üzere, işlem yapılmadan sadece emirler yoluyla piyasayı bozmak, etkilemek ve doğal seyrinden saptırmak mümkün olmaktadır. Bu konuda bilinen bir piyasa bozucu eylem "yapay emirler verme'dir[12]. Bu bağlamda PBE Tebliği, piyasa düzenini özellikle ikincil piyasada korumak üzere, kapsamlı kurallar içermektedir. Esasında, en son 1999 yılında köklü değişikliğe uğramış olan (2499 sayılı) Sermaye Piyasası Kanunu'nda bile o dönemde de piyasada bilinen bu tür eylemler kapsanmıyordu. Bu bakımdan, geçmiş döneme dair piyasa bozucu eylemler rejimi ve bu rejimin temel kanunu, piyasa düzenini etkin olarak koruyamayacak kadar eksikliklere açık durumdaydı. YPSKn ise, aradan geçen zaman içerisinde ortaya çıkan işlem tipleri, hile yöntemleri, elektronik işlem tarzları da dahil geçmiş dönemdeki rejime ait eksiklikleri de kapatmıştır. Bu bağlamda, özellikle ikincil piyasa işlemlerinde zamanla oluşan dönüşüm, yeni rejimle, Türkiye'de ağır yıkıcı tahribat yapmadan YPSKn ile yasal çerçevede kontrol altına alınmıştır. PBE Tebliği ile getirilen yeni rejim, Türk sermaye piyasasında özellikle ikincil piyasa işlem kuralları bağlamında bugüne kadarki en kapsamlı düzenlemedir. Bu nedenle, yeni rejimle birlikte Türk sermaye piyasasında ikincil piyasada önemli değişimler beklenmelidir.

PBE Tebliği ile belirlenen emir veya işlemlere ilişkin piyasa bozucu eylemler şunlardır: Tek başına ya da birlikte hareket eden kişiler tarafından borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda gerçekleştirilen, sermaye piyasası araçlarının fiyatları, fiyat değişimleri, işlem hacimleri, işlem miktarları, işlem oranları, emir miktarları, emir oranları, emir iptal miktarları, emir iptal oranları veya emir gerçekleşme oranları gibi sermaye piyasalarının işleyişi veya sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirlenmesiyle ilgili veriler dikkate alındığında önemli veya etkili kabul edilebilecek nitelikte;

- a) Alım veya satım yapılması, hesap hareketi gerçekleştirilmesi, emir verilmesi, emir iptali veya emir değiştirilmesi,
- b) Farklı fiyat kademelerine emir iletilmesi,
- c) Bir dakikadan daha az zaman dilimlerinde piyasadaki en iyi alım fiyatına eşit veya piyasadaki en iyi alım fiyatından daha düşük fiyatlı satım emri ya da piyasadaki en iyi satım fiyatına eşit veya piyasadaki en iyi satım fiyatından daha yüksek fiyatlı alım emri iletmek şeklinde yön değiştiren emirler verilmesi,
- ç) Kendinden kendine veya karşılıklı işlemler gerçekleştirilmesi,
- d) Açılış veya kapanış fiyatlarını etkilemeye yönelik işlemler yapılması,
- e) Gün sonu veya vade sonu uzlaşma fiyatlarını etkilemeye yönelik işlemler gerçekleştirilmesi,
- f) Fiyat yükseltici, fiyat düşürücü veya fiyatı sabit tutmaya yönelik işlemler yapılması,
- g) Vadeli işlem ve opsiyon piyasasında bir sicile bağlı tüm hesaplar için ya da piyasa bazında belirlenen pozisyon limitlerinin geçilmesi,
- ğ) Vadeli işlem ve opsiyon piyasasında, ilgili dayanak varlık piyasasında gerçekleştirilen işlemlerle aynı yönlü işlemler gerçekleştirilmesi

ve benzeri işlemler yapılması suretiyle 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 değerlendirilmektedir.[13]

Bu gruptaki eylemler, bir piyasa suçu olarak bilinen piyasa dolandırıcılığı (market manipulation) suçu ile belirlenmiş fiillerle benzerdir. Bu durumda, PBE tanımına göre, ceza hukuku tekniği bakımından suç oluşmamış ise, yani suç işleme kastı olmadığı durumlarda bu tür eylemler görülmüş ise, SPKr açısından yapılacak işlem PBE Tebliğine aykırılık nedeniyle idari para cezası uygulamaktır.

c. İletişim veya Haberleşme Yoluyla İşlenen Piyasa Bozucu Eylemler

Bu gruptaki eylemler, iletişim ve haberleşme ortamındaki olası piyasa bozucu eylemleri caydırma amaçlı tanımlar içermektedir. Bu gruptaki eylemler şunlardır:

Sermaye piyasası araçlarının fiyatları, değerleri veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte veya bunlara etki edebilecek piyasa göstergelerine ilişkin olarak yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi vermek, söylenti çıkarmak, haber vermek, özel durum açıklaması yapmak, yorum yapmak veya rapor hazırlamak, piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilir.

Yukarıdaki maddede belirtilen hususların yalan, yanlış veya yanıltıcı olduğunu bilen yahut bilmesi gerekenler tarafından yayılması piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilir.

SPKr'nun 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.

Sermaye piyasası araçları hakkında gazete, televizyon, internet veya benzer nitelikte kitle iletişim araçları kullanarak yorum veya tavsiyede bulunduktan sonra, yorum veya tavsiyesini değiştirmeye kadar veya her halükarda 5 iş günü içerisinde, alım veya tut tavsiyesi verdiği halde satmak ya da satım tavsiyesi verdiği halde almak piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilmektedir.[14]

Sözkonusu eylemler, gazetecileri ve medya mensuplarını da ilgilendirdiği için, bu kapsamda bu meslekteki bazı faaliyetlerin PBE sayılmayacağı belirtilmiş ve gazeteciler lehine ayrımlar yapılmıştır. Bu gruptaki eylemler, bir piyasa suçu olarak bilinen bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı suçu ile belirlenmiş fiillerle benzerdir.

d. Diğer Piyasa Bozucu Eylemler

Diğer piyasa bozucu eylemler, birbiriyle bağlantısı olmayan ve tipik olarak belirli bir sınıflandırmaya dahil edilemeyen ama uygulamada görülebilecek olanlardır. Örneğin, finans literatüründe İngilizce "front running" olarak geçen ve bazı Türkçe kaynaklarda "önceden işlem" olarak adlandırılan işlemler, piyasa bozucu eylem olarak bu grupta sayılmıştır. Bu bağlamda, sermaye piyasası araçlarının fiyatını veya değerini etkileyebilecek büyüklükteki

emirlerin yatırım kuruluşlarına, ilgili borsaya ve teşkilatlanmış diğer piyasalara iletilmesinden önce, yatırımcıların emir bilgilerine vakıf olarak emre konu olan sermaye piyasası aracında veya bu araçla ilgili diğer sermaye piyasası araçlarında emir verilmesi, verilen emrin değiştirilmesi ya da iptal edilmesi veya söz konusu emirlere ilişkin bilgilerin üçüncü şahıslara aktarılması piyasa bozucu eylemdir.[15]

Bu grupta sayılan diğer iki tür eylem de noter kanalı ile düzenlenmiş belgeye dayalı yetkilendirme yapılmadan bir başkasının hesabından işlem yapmak veya kişisel hesabı bir başkasına kullandırmaktır. Bu çerçevede, noter marifetiyle düzenlenmiş bir vekaletname ile yetkilendirme olmaksızın borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda;

a) Bir başkasının hesabını kullanmak suretiyle bu hesap üzerinden emir iletmek, işlem yapmak veya hesap hareketi gerçekleştirmek,

b) Bir başkasına hesabını kullandırmak suretiyle bu hesap üzerinden emir iletilmesi, işlem yapılması veya hesap hareketi gerçekleştirilmesine imkan sağlamak

piyasa bozucu eylemdir.[16]

YSPKn'na göre, PBE Tebliğine aykırılığın yaptırımı idari para cezasıdır. SPK tarafından belirlenen piyasa bozucu eylemleri gerçekleştiren kişilere SPK 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 olamaz.[17]

Türkiye'de piyasa düzenini sağlamaya yönelik eski yasal altyapı bu konudaki AB direktifi olan MAD-2003 ile sağlanmaya çalışılan piyasa bozucu eylemler rejimine pek çok yönden uygun değildi. Yukarıda özetlenen yeni PBE Tebliği ile AB rejimine önemli ölçüde paralellik sağlanmıştır. Ancak AB, küresel finans krizi bağlamında piyasa düzeninin önemini vurgulayarak bu konuda denetim ve yargılama sürecini güçlendirmeye karar vermiştir. [18] AB, 2014 içerisinde piyasa düzenine dair düzenlemelerini yenilemiş ve piyasa suçları için asgari dört yıl hürriyeti bağlayıcı yaptırım öngören bir direktifi kabul etmiştir. Bu nedenle, AB'nin yeni rejimi ile Türkiye'deki yeni rejim arasında yine asimetrik bir yapı oluşmuştur.

1.3. Yeni Piyasa Düzeni Rejimine Dair Diğer Unsurlar

Yeni piyasa düzeni rejiminde yukarıda sayılanlar dışında başka yeni unsurlar da yer almaktadır. Tümüyle yeni unsurlardan biri de, içeridekilerin kazanç kuralıdır. İçeridekilerin kazanç kuralı[19] (short-swing rule) üzerine Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ adıyla SPK tarafından ayrı ve özel bir düzenleme yapılmıştır. Bu kurala göre ihraççıların yöneticileri, herhangi bir altı aylık dönem içerisinde ilgili sermaye piyasası araçlarında gerçekleştirdikleri alım, satım, alım ve satım veya satım ve alım işlemlerinden kazanç elde etmeleri durumunda, elde ettikleri net kazancı elde edilmesinden itibaren 30 gün içerisinde ihraççılara öderler.[20] İlgili sermaye piyasası araçları, yöneticisi olunan ihraççı tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır. Yöneticilerin elde ettikleri net kazançların ihraççılara ödenmesine ilişkin yükümlülüklerini 30 günlük süre içerisinde yerine getirmeyenler hakkında, SPK tarafından, bu şahısların elde ettikleri menfaatin iki katı tutarında idari para cezası verilir.

İçeridekilerin kazanç kuralı, temelde piyasada fırsat eşitliğini bozma riski bulunan türde işlemler için ortaya konulmuş bir kuraldır. Açıkça ortaya konulan bu tür kurallar yanında, sermaye piyasası mevzuatı içerisinde yerleştirilmiş dolaylı kontrol araçları da piyasa düzenini korumaya hizmet etmektedir. Örneğin bir borsa tarafından tasarlanması ve işleme açılması planlanan bir türev finansal araç için SPK, türev aracın piyasa düzenine olası etkisine bakarak onay vermekte veya vermemektedir. Benzer bir yaklaşımla, sermaye piyasası araçlarının ihraç şartlarının tasarımında ve ihraç süreçlerindeki izahname ve benzeri kamuyu aydınlatma belgelerinin onay mekanizmasında piyasa düzenini kaynağında koruma eğilimi ön planda olabilmektedir. Sermaye piyasasında çalışacaklara lisans belgesi verilmesi ve verilen belgenin gerektiğinde iptal edilebilmesi yetkisi, böylece, piyasa kurallarına aykırı davranışların sistem dışına çıkarılabilmesi de Türk sermaye piyasası düzeninde koruyucu mahiyette dolaylı bir araçtır.

Piyasa düzeni rejiminde üzerinde durulabilecek bir konu da ilgili borsanın iç düzenlemeleri ile işletmekte olduğu piyasalarında piyasa düzenini sağlayıcı çalışmalar yapmasıdır. Örneğin Borsa İstanbul, bünyesinde işlettiği bir piyasa olan Pay Piyasası'nın işleyişine dair alt düzenleme yapma yetkisine sahiptir. Borsa İstanbul, bu yetkilerini sermaye piyasasının temel amaçlarına ve çizilen yasal sınırlara göre gerektiğinde kullanabilmektedir. Borsa İstanbul'un düzenleme ve bununla ilgili gözetim ve denetim yetkilerini kullanırken temel aldığı ve alacağı ölçütlerden biri, piyasa düzeninin korunmasıdır. Özdüzenleme faaliyetleri olarak adlandırılan bu tür çalışmaların yasal zemini YSPKn'na dayanmaktadır. Aynı alanda çıkarılmış geçmiş kanunlarla kıyaslandığında YSPKn çer-

çevesinde daha fazla özdüzenleme yetkisi ile donatılan Borsa İstanbul, kendi çalışmaları ile SPK tarafından yürütülen politikalara daha fazla katkı yapabilecektir.

2. Yeni Rejimin Oluşturulma Nedenleri ve İhtiyaçlar

2.1. Tebliğ Normunda Düzenleme Yapmanın Gerekçeleri ve Düzenlemenin Perde Arkası

PBE düzenlemesinin perde arkasında iki temel motivasyon vardır. Bunlardan biri Türkiye'nin AB üyeliği sürecinde finansal hukuk düzenlemelerine uyum motivasyonudur.[21] Bu bağlamda Türkiye'de paralel karşılığı bulunmayan Market Abuse Directive (MAD-2003) adlı AB direktifinin Türk sermaye piyasasına uyarlanması AB'ye uyum çalışmaları bağlamında bir ihtiyaçtı. İkinci önemli motivasyon ise piyasa gerçekleridir. Türk sermaye piyasasında, piyasa düzenini korumaya yönelik olarak sadece kanun ile düzenlenmiş üç ayrı piyasa suçu tanımı yer almaktaydı. Bunlar YSPKn'da belirlenen adları ile bilgi suistimali (insider trading), işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı (transaction based market manipulation) ve bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı (information based market manipulation) suçlarıdır.

Öte yandan, MAD-2003'te tanımlı fiillerin yaptırımları ile eski SPKn ile tanımlanmış piyasa suçlarının yaptırımı ve ilgili hedef kitleye uygulanabilirliği ciddi düzeyde farklılık taşımaktaydı. AB mevzuatı ile 2003 yılı itibarıyla tanımlanan piyasa bozucu eylemler için idari yaptırımlar (administrative sanctions) ve idari tedbirler (administrative measures) uygulanması öngörülmüştür.[22] Öte yandan MAD-2003, tanımlanan eylemlere cezai yaptırım uygulanması konusunda bir kural koymamıştır. Cezai yaptırım, MAD-2014'e uyum sağlama zorunluluğu olan 03.07.2016 tarihine kadar isteğe bağlı olarak üye ülkelerde uygulanabilecektir.[23] Türkiye, YSPKn ile getirilen rejime kadar, bu tür eylemlere MAD-2003 önerilerinden farklı olarak idari yaptırım uygulama rejimini getirmemiş, 1990'lı yıllardan beri sadece cezai yaptırım uygulama yolunu kullanmıştır. Öte yandan, MAD-2003'te yer alan önemli bazı piyasa bozucu eylemler ise Türk sermaye piyasası mevzuatında tanımlanmamış, bazı tür piyasa bozucu eylemler mevzuata dahil edilmemiştir. Sonuç olarak hem hukuk düzeyinde uyum hem de piyasa düzenini sağlama ihtiyaçları bakımından PBE düzenlemesi önemli bir ihtiyaç olarak belirmiştir.

PBE düzenlemesine duyulan ihtiyaç, Türkiye'de SPK bünyesinde 2009 yılında kurulan Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi'nin[24] (PGD) çalışmaya başlamasından sonra daha da belirgin hale gelmiş, bu nedenle, içeriği PGD bünyesinde oluşturulan bir taslak düzenleme çalışması yürütülmüştür[25]. Taslak çalışmanın PGD tarafından yapılması, düzenlemenin sadece AB direktifi çerçevesinde değil yerel piyasanın özelliklerine de uygun olmasını sağlamıştır.

Türkiye'de eski rejime göre piyasa disiplini sağlama bakımından sadece suç içerikli fiiller yaptırıma tabi olabilmekteydi. Suç içerikli fiillerde ise kasıt unsuru aranmaktadır. Türk hukuku içerisinde PBE gibi kasıt aranmayan hukuka aykırı fiiller ise kabahatler başlığı altında idari para cezası yaptırıma tabi olabilmektedir[26]. Nitekim geçmişte farklı konulardaki alt düzenleme normlarında yer alan kurallara aykırılık nedeniyle Türk sermaye piyasası uygulamalarında idari para cezası yaptırımı önemli bir caydırma yolu olarak kullanılmaya gelmiştir. Ancak, tanımlanan suçlar arasında sayılan eylemler dışında piyasaya zarar verebilecek eylemler konusunda bir alt düzenleme mevcut değildi. Bu nedenle PBE düzenlemesi öncesinde piyasa bozucu olsa da bazı fiiller herhangi bir yaptırıma tabi tutulamıyor ve caydırılmıyordu. Açıkçası, yaptırımlarda hukuki açıdan eksiklikler ve boşluklar yer alıyordu. Esas itibarıyla, piyasa bozucu eylemler denildiğinde, Türk hukukundan farklı olarak, pek çok ülkede piyasa suçları da dahil piyasa düzenini bozabilecek mahiyetteki tüm eylemler kapsama alanına girmektedir[27]. Oysa Türkiye'de piyasa suçları dışında piyasa bozucu eylem tanımı yapılmamıştı ve suç kastı olmadığı durumlarda piyasa suçlarının maddi unsurları bulunsun bile herhangi bir yaptırım uygulamanın hukuki yeri bulunmuyordu[28]. Bu durum, önemli bir hukuki boşlukta ve yaptırımların, eylemlerin zarar verici olası etkilerine göre kademelendirilmemesinden kaynaklanıyordu.

2.2. Düzenlemeler Hiyerarşisinde Denge Oluşturma İhtiyacı

Düzenlemeler hiyerarşisi, anayasadan başlamak üzere en alt düzeydeki düzenleme normuna kadarki ilişkidir. Eski sermaye piyasası düzenlemelerinde, piyasa düzeni sadece piyasa suçları ile sağlanmaktaydı. Piyasa suçlarının cezası da, en az iki yıl hapis cezası ve adli para cezası ile ağır yaptırımlara bağlanmıştı. Ancak piyasa suçu olmadığı halde piyasa bozucu eylem olabilen pek çok uygunsuz piyasa işlemi ve eylemi, herhangi bir yaptırıma tabi değildi. Bu nedenle, düzenlemeler hiyerarşisi, her türlü piyasa düzenine aykırı eylemi caydırabilmekten uzaktı[29]. Bir başka ifade ile düzenlemeler hiyerarşisi, piyasa düzenini koruma bakımından yetersiz ve dengesizdi. Bu sorun, yeni PBE Tebliği düzenlemesi ile ortadan kaldırılmıştır.

Öte yandan, PBE düzenlemesi, bilinçli ya da bilinçsiz, piyasa düzenine zarar verebilecek eylemlere başlangıç seviyesinde girişmiş kişilere, sadece idari para cezası ile uygun bir caydırma sinyali gönderme potansiyeline sahip olduğundan, ısrarcı ve azılı piyasa suçluları ile bilinçsiz ama iyi niyetli piyasa aktörlerini

ayırma fonksiyonu da görecektir. Böylece, yeni rejimde, asıl caydırılmak istenenler ile bilinçsiz aktörler de ayrıştırılabilecektir[30]. Bu durum, aynı zamanda, adil bir sermaye piyasası oluşmasına katkı yapacaktır.

PBE düzenlemesinde sayılan eylemler, bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçlarında sayılan fiillere (suçun maddi unsurları) benzer olduğu için, PBE düzenlemesinin başarılı olması, piyasa suçları olarak bilinen bu suçların da azalmasını kendiliğinden sağlayacaktır. Bu yönüyle PBE düzenlemesinin, mevcut kamu düzeni ve yargı sistemi içerisinde piyasa suçları ile sağlanmaya çalışılan piyasa düzenini korumada ve güçlendirmede daha etkili olacağı beklenmelidir.

Önemli bir başka beklenen yarar da, hem piyasa suçlarına dair yargılama sürecinin uzun hem de yargılamada beklenen sonuçları alma oranının düşük olması ile ilgilidir. PBE düzenlemelerine aykırılık için verilecek idari para cezaları doğrudan SPK tarafından uygulandığı için daha hızlı bir süreçle sonuçlanarak caydırıcı etki yapabilecektir. Piyasa suçlarına dair yargılamanın ise uzun ve çetin yollar kat ettiği ve bu konulardaki suç duyurularının beklenen sonuçlarının düşük oranda alındığı bilinmektedir. Yine, hürriyeti bağlayıcı cezalar gerektiren piyasa suçlarının farklı bir caydırma etkisi olduğu kabul edilmelidir. Düzenlemeler hiyerarşisindeki yeni düzey nedeniyle, birden farklı araçla caydırma, sonuç alma etkileri farklı olsa da toplamda daha güçlü bir sistematik oluşturmaktadır.

2.3. Gözetim ve Denetimde Yeni Araç Gereksinimi

IOSCO, sermaye piyasasında düzenlemenin üç temel amacı yanında bu üç temel amacı gerçekleştirmeye yönelik otuz temel prensip belirlemiştir. Bu prensiplerinden biri de şöyle ifade edilmiştir.[31] "Düzenlemeler etkili ve güvenilir düzeyde inceleme, soruşturma yapma, gözetim ve denetim yetkileri ve etkili bir mevzuata uyumu izleme programı sağlamalıdır."

Sermaye piyasası sistematığı içerisinde düzenlemeler hiyerarşisi bağlamında, tebliğ gibi düzenleme normlarına aykırılık durumunda doğrudan SPK tarafından idari para cezası uygulanabilmektedir. Ancak finans yazınında piyasa bozucu eylem olarak tanımlanan eylemler, eski rejimde tebliğ normu ile tanımlanmadığından, bir suç unsuru olmadığı durumlarda, bu tür uygunsuz eylemleri idari para cezası ile de olsa caydırma imkanı bulunmuyordu. Oysa idari yaptırımların bir caydırma yöntemi olarak kullanılması etkili bir yaklaşımdır.[32] Ayrıca düzenlemeler, etkili ve uyumlu bir denetim mekanizması ile desteklenmelidir.[33] Bu açılardan, piyasa düzenini sağlamada, SPK yetkisinde yeterli yasal imkanlar bulunmuyordu. Piyasa aktörlerinin elinde olan pek çok piyasa bozucu eylemde bulunma imkanı ile piyasa düzenini korumakla sorumlu olan finansal otorite (SPK) arasındaki bu yasal güç asimetrisi, Türk sermaye piyasası açısından önemli bir boşluktu.

SPK gibi finansal otoritelerin, kanunlar ile belirlenmiş yasal görevleri üç temel alana ayrılabilir: Düzenleme, gözetim ve denetim. Bu üç görev alanının her biri diğeri ile etkileşim halindedir ve öyle olmalıdır. PBE Tebliği, bu alanlardan düzenlemeye girer. Ancak, bu düzenleme ile oluşturulan kuralların gözetim ve denetim ile uygulanması beklenir. Bu süreçte, gözetim ve denetimin başarısı, yapılan düzenlemenin piyasa gerçeklerine, beklentilerine ve ihtiyaçlarına uygun olmasına da bağlıdır. PBE Tebliği olmadığı durumda SPK, piyasa düzenini korumada temelde piyasa suçlarına bağlı yaptırımlara dayalı olarak yürütüyordu. Ancak bu yaptırımlar, piyasa düzenini sağlamada yeterli değildi. PBE Tebliği ile düzenlemeler hiyerarşisinde yeni bir kademe oluşturuldu ve gözetim ve denetim görevleri bakımından daha etkili araçlar oluşturuldu. Bu bakımdan, daha fazla araçla ve daha dengeli bir yaptırım hiyerarşisi ile gözetim ve denetim fonksiyonları daha etkili olarak yerine getirilebilecektir. Öte yandan, piyasa aktörlerinin bazıları, bu kuralları da dolanmaya çalışırlarsa, buna karşı da otorite yeni kurallar geliştirme ihtiyacı duyabilecektir. Düzenleme tebliğ normu ile yapılabildiğinden, SPK, mevcut PBE Tebliği ile belirlenen kuralları dolanmaya çalışanlara karşı PBE Tebliğini değiştirebilecek ve yenileyebilecektir[34]. Bu süreç de, gözetim ve denetim görevlerinde dinamik bir yapıyı gerektirirken aynı zamanda dinamik yapı, yeniliklere ve gelişime açık bir durumda olabilecektir[35].

Esasında Türkiye'de PBE Tebliği, SPK'nun piyasa gözetimi ve denetimi faaliyetlerinde bir ihtiyaç olarak belirlemiştir. PBE Tebliğinde öncelikli düzenleme motivasyonu AB mevzuatına uyum değil, görülen ihtiyaçtır[36]. Bu da PBE Tebliği'ni bir düzenleme olarak daha değerli kılar. Bu bakımdan, SPK bünyesinde bu faaliyetleri yürüten Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi, 2009 yılında kurulmasından sonra, gözetim çalışmaları ötesine geçerek düzenleme kaynağı olmuştur[37]. Düzenleme, içten gelen bir ihtiyaç ile yapıldığı için de, başka faktörler engel oluşturmadığı sürece, başarılı sonuçlar üretebilme kapasitesine sahip bulunmaktadır.

SPK, 2009'dan itibaren koruyucu hekimlik mahiyetinde, suç oluşumundan önce piyasa düzenine zarar verici eylemleri piyasaya zarar vermeden önce önleme yaklaşımını benimsemiştir. SPK, yeni bir daire olarak 2009'da kurulan Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi'nce benimsenen "önleyici gözetim" yaklaşımı ile yatırımcıların henüz zarar görmeden korunması çalışmalarına ağırlık vermiştir.[38] PBE Tebliği, bu yaklaşımın da bir sonucudur. Bu

bağlamda, PBE Tebliği, yatırımcıların korunmasında etkin bir strateji olan önleyici gözetimde, SPK'na amaçlarını gerçekleştirmede önemli bir araç olacaktır.

3. Yeni Piyasa Düzeni Rejiminin Başarı Şartları

Dünya genelinde finansal alanda düzenlemelerin yaygın olduğu görülmekle ve bilinmekle birlikte, düzenlemenin fayda ve maliyetleri konusunda birbirine zıt görüşlerle karşılaşılabilen, uygulama sonuçları arasında birbiri ile uyumlu olmayan sonuçlara rastlanabilmektedir.[39] Düzenleme olmayan bir ortamda, kuralsızlık ve güvensizlik ortaya çıkabileceğinden, düzenleme bir ihtiyaç olarak görülmekle birlikte bazı alanlarda aşırı ya da gereksiz düzenlemelerin etkilerinden bahsedilebilmektedir. Düzenleme yapmanın teorik tartışması bu çalışmamızın konusu dışındadır. Bu noktada Türk sermaye piyasasında yeni bir rejim oluşturan düzenlemeler veri olarak alınmaktadır. Bu veri, başarı koşulları bağlamında değerlendirilmektedir.

Genel olarak piyasa düzenine yönelik düzenlemelerin ve özeldir Türk sermaye piyasasında piyasa düzenini sağlamaya yönelik yeni rejimin olası başarısı şu unsurlara bağlıdır:

3.1. Daha Önceki Düzenlemeler

Bir düzenlemenin etkisi, daha önce düzenleme yapılan ülkedeki düzenleme kalitesine bağlıdır. Bazı akademik çalışmalarda daha önce zayıf düzenlemeleri olan ülkelerde yeni düzenlemelerin, tümüyle yeni bir düzen oluşturduğu için daha etkili olduğu varsayımı yapılmakla birlikte AB ülkelerinde piyasa bozucu eylemlere yönelik düzenlemeler, daha önce aynı konuda hiç düzenlemesi olmayan ülkeler ile olan ülkeler arasında daha büyük ayrıma yol açabilmektedir.[40] Bir başka ifade ile aynı dönemde farklı ülkelerde uygulamaya giren aynı tür bir düzenlemenin sonuçları, daha önce benzer düzenlemesi olan ve olmayan ülkelerde uyum sağlamak yerine ayrışmaya yol açabilmektedir. Bu tür bir sonucun AB direktifleri gibi üye ve üye olabilecek ülkelere paralel bir tarzda uygulanması beklenen düzenlemenin yerel piyasa şartlarına uyarlanmaksızın sadece AB direktifleri olarak çeviri yoluyla mevzuata dönüştürülmesi durumunda olması olasılığı yüksektir. Öte yandan piyasa içerikleri ve gelişmişlik düzeyleri farklı olan ülkelere, sıkı bir tarzda ve mahiyeti piyasa aktörleri tarafından anlaşılması güç kuralların uygulanması kısa vadede piyasayı zayıflatabilmektedir.

Türkiye'de önceki düzenlemeler, yeni düzenlemelerin uygulanmasına yönelik olarak önemli tecrübeler üretmiştir. Piyasa düzenine yönelik olarak en temel yasal normlar 1992 yılında Türk sermaye piyasasına dahil edilmiş, bu yıldan itibaren SPK ve ilgili borsalar bu normların takibini yapmaya çalışmıştır. Bu bağlamda, piyasa düzenini korumaya yönelik olarak temel tecrübeler mevcuttur. Öte yandan yeni getirilen düzenlemeler, hem yasa hem de tebliğ normu ile konulan kurallar, kuralların kapsayıcılığı, teknik tasarımı gibi unsurlar bakımından çok daha etkili olabilecek bir düzene sahiptir. Bir başka ifade ile, daha önceki kurallar setine göre çok daha iyi düzenleme kuralları devreye gireceği için, yeni piyasa düzeni rejiminin başarı şansı yüksektir. Ancak geçmişte de var olan, YSPKn sonrası mahiyeti yeterli ölçüde değişmeyen piyasa öz düzenleyicilerinin[41] fonksiyonlarını yerine getirme bakımından organizasyonlarındaki sorunlar, yeni düzenlemelerin başarı şansını azaltmaktadır. Bu sorunlar temelde çıkar çatışmasını önleme konusuna dayanmaktadır.

3.2. Yeni Düzenlemelerin İçeriği ve Sektör Mensuplarına Sunumu

Yeni düzenlemeler, piyasa düzenindeki sorunları yerinde tespit edebilecek ve caydırabilecek kadar iyi tasarlanmış olmalıdır. Öte yandan yeni düzenlemeler, piyasa aktörleri tarafından anlaşılabilir kadar tartışmadan uzak olmalıdır. Hatta ilk uygulama döneminde piyasa etkisi yüksek olabilecek düzenlemelerin içeriğinin, düzenleme yürürlüğe girmeden önce ilgililere detaylı olarak açıklanması durumunda, bu düzenlemelerin gerçek hayata beklenen etki ile girmesi olasılığı yükselecektir. Türkiye'de bazı yazılı basında görüldüğü üzere, yeterince uzmanlık kazanmamış ve gerekli araştırmaları yapmayan ya da bu imkanı bulamayan ekonomi ve finans yazarları, bir finansal düzenlemeyi kendi algılarına göre yorumlayabilmektedirler. Böyle bir durumda, geniş bir kesimi etkileme kapasitesi olan ekonomi ve finans basını, önemli ve yararlı bir düzenlemenin ters fonksiyon ile piyasada yıkıcı etki yapmasına yol açabilecektir[42]. Denilebilir ki, geniş bir kesimi etkileme olasılığı bulunan bir düzenlemenin başarılı olabilmesinin bir koşulu olarak, piyasa etkisi olabilecek kişi ve kurumlarla (sermaye piyasası kurumları, ekonomi ve finans basını, akademik çevre vd.) açık iletişim ortamı sağlanmalıdır[43].

Öte yandan, tüm piyasanın organizasyonu yönüyle düzenlemelerin her kademedir uygulanması ve benimsenmesi, yeni rejimin başarı şansını artıracaktır. Örneğin, yatırım kuruluşlarının birliği olan Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, yeni rejimin benimsenmesi için yatırım kuruluşları çalışanlarına yönelik eğitici çalışmaları yoğunlaştırarak yatırım kuruluşları sektörünün dikkatini yeni rejim konusunda daha fazla çekebilir. Bunun tersi durumda, yeni rejim yıkıcı eleştiri politikası ile ele alınırsa yeni rejimin başarı şansı azalacaktır.

3.3. Düzenlemelerin Uygulanması

Yeni bir düzenlemenin piyasada gerçek etkisini göstermesi, düzenlemenin yürürlüğe girmesi ile olmayabilir. Gerçek etkinin ortaya çıkabilmesi için, en önemli şartlardan biri, düzenlemeye uyulup uyulmadığının otorite tarafından takip edilmesi ve takip sonrası, uygulamayı artırıcı uyarıların yapılmasıdır. Düzenlemelerin uygulanıp uygulanmadığının anlaşılabilmesi için, gözetim ve denetim çalışması ayrı ayrı ya da birlikte, biri öbürünün devamı olarak yapılabilir. Piyasa aktörleri, bir düzenlemenin sadece örneğin AB düzenlemelerine uyum bağlamında yapıldığı, düzenleme yapan otorite tarafından benimsenmediği ve düzenlemenin gözetiminin yapılmadığı yönünde bir kanaat edinirse, bu durumda, yapılan düzenleme piyasada bir etki oluşturmayacaktır. Özellikle, piyasa aktörleri, belirli işlem kalıpları ve stratejilerine alışmış ve bu kalıp ve stratejilerden düzenli olarak para kazanabiliyorsa, bu aktörler kendilerine bir düzenleme gözetimi ve yönlendirmesi yapılmadığı sürece kendi işlem kalıplarını ve stratejilerini değiştirme yoluna gitmeye eğilimli olmayacaklardır. Bu konuda, uygulamada görüldüğü üzere, bu tür piyasa aktörleri ile düzenleyici ve denetleyici otorite arasında bir güç kullanımı etkileşimi vardır. Otorite, bu etkileşimde piyasa aktörlerine, düzenlemeyi uygulamaya koymak ve sonuç almak üzere yaptığına dair sinyal gönderdiğinde sonuç alma olasılığı yüksektir. Ancak bu da yeterli olmayabilir. Daha etkili bir uygulama olarak düzenlemeye uyulmamasının yaptırıma tabi tutulması da gerekebilir.

3.4. Yaptırımlar

AB üyesi ülkeler bazında "Market Abuse Directive" (MAD-2003) ve "Transparency Directive" düzenlemelerini yaptırımlarla birlikte daha sıkı uygulayan ülkelerin daha geniş sermaye piyasası etkisi elde ettiği ortaya konulmuştur.[44] Piyasa düzenini sağlamada caydırıcı yaptırımlar olmazsa olmazdır.[45] (DOMOWITZ, 2012, s. 7). Bir düzenlemenin etkili olabilmesi için otoritenin aykırılığı zamanında tespit edip gerekli yaptırımı uygulaması önemli bir gerekliliktir. Yaptırım uygulanmadığı sürece, piyasa aktörlerinden bazıları, düzenlemeye uyum konusunda direnme eğilimi içerisinde olacaktır. Ancak yaptırım uygulanması durumunda bile piyasa aktörleri, denetime konu olmamak için düzenlemeleri dolanmak üzere yeni uygulamalar geliştirerek eski işlem tarzlarını farklı kanallar ve yöntemlerle devam ettirebilirler. Bu nedenle, gözetim, denetim ve düzenlemeleri gözden geçirme sürecinin dinamik olarak devam ettirilmesi beklenir. Bu süreç devam ettirilmediği durumda, yeni bir düzenleme, piyasa aktörleri tarafından farklı yollar ile dolanabilir ve düzenlemenin etkisi sadece işlem maliyetlerini artırma gibi, finansal piyasalar açısından daha da sorunlu olarak yeni bir düzlem oluşmasına yol açabilir. Daha da kötüsü, yeni bir düzenleme yapan bir finansal otoritenin düzenlemelerinin etkili olmadığına dair tüm piyasada kanaat ve algı oluşması, finansal otoritenin bir bütün olarak fonksiyonsuz kalmasına ya da finansal otorite açısından ters fonksiyon oluşmasına neden olabilir.

AB bünyesindeki piyasa suçları ve piyasa bozucu eylemlere karşı uygulanan yaptırımların gelişimi ile Türkiye'deki gelişim farklılık taşımaktadır. AB'de özellikle LIBOR skandalından sonra, bu rejimde asgari hapis cezası olan yaptırımlar 2011 yılından itibaren gündeme gelmeye başlamış olmakla birlikte Türkiye'de bu tür yaptırımlar, 1990'lı yıllardan beri mevzuatımızda caydırıcı unsur olarak yer almaktadır. Öte yandan, Türkiye'de idari para cezası yaptırımı uygulanmasına dayalı caydırmanın yasal altyapısı 2012 yılında oluşturulup uygulama 2014 yılında devreye girerken AB bünyesinde MAD-2003, 2003 yılında devreye girmiştir. Piyasa düzenini sağlamada Türkiye'nin sahip olduğu yasal yetkiler ile caydırma araçlarının, yargı sürecindeki tikanıklıklar ile etkisi azalmaktadır. Ancak SPKr, yeni rejimle yargı sürecine girmeden doğrudan idari parası uygulamak suretiyle yaptırım uygulayabileceği için caydırma imkanının daha yüksek olması beklenmelidir.

3.5. Finansal Otoritenin Statüsü ve Yaklaşımı

Düzenlemelerin uygulanması doğrudan ilgili finansal otoritenin statüsü, yaklaşımı ve kaynakları ile ilgilidir. Özellikle tebliğ formundaki düzenlemeler, usulüne uygun olarak yasama organının ağır süreçlerine tabi olmaksızın kolaylıkla değiştirilebildiğinden, finansal otoritenin bu konuda inisiyatif kullanma imkanı yüksektir. Öte yandan Türkiye'de tebliğ formundaki düzenlemeleri uygulayıcı otorite de yine aynıdır.

Finansal otorite, tebliğ formundaki kuralları uygularken, önemli düzeyde takdir yetkisine sahiptir. Örneğin, PBE Tebliği'ndeki bir kurala aykırılık nedeni ile bir kişiye, yirmi bin lira ya da beş yüz bin lira idari para cezası uygulama takdiri SPKr'na aittir. Bu takdirin varlığı, birbirinden farklı etkideki pek çok olay için yerindedir ve ihtiyaçtır. Ancak, teknik içerikle bağdaşmayan ve siyasi baskı veya etkiye açık bir olayda, takdir yetkisini objektif olarak kullanmama riski de vardır. Bu tür riskler, hukuki statüsü itibarıyla özerk olan finansal otoritenin görünürde özerkliğine rağmen gerçek durumda özerkliğini kaybetmesi ile katlanacaktır. Bu nedenle finansal düzenlemeleri uygulayacak otoritelerin özerkliği konusunda sektörde makul şüpheler olmamalıdır.

Literatürde bir düzenlemenin etkisi ve başarısında kullanılan ölçütlerden biri de, yapılan yeni bir düzenleme sonrasında finansal otoritenin iş yükünü artıran bu düzenlemenin desteklenmesini sağlayacak uzman personel istihdamı olup olmadığıdır. SPKr, PBE Tebliği'ni uygulayacak dairesinde uzman personel istihdamını artırmaktadır[46]. Bu durum, PBE Tebliği düzenlemesinin, sadece AB mevzuatına uyum amacıyla değil,

ihtiyaçların yerine getirilmesi önceliği ile yapıldığını teyit eden bir başka veridir. Bu durum aynı zamanda, PBE Tebliği'nin uygulama konusunda SPK'nun istekli olduğuna işaret etmektedir. Ancak yine de, PBE Tebliği'nin amaçlarına uygun olarak uygulanıp uygulanmadığını test etmek ve sonuçlarını değerlendirebilmek için makul bir zaman geçmesini beklemek gerekmektedir.

Sonuç

Finansal piyasalar güven konusunda hassas bir düzende çalışır. Bu düzenin teknik adı "piyasa düzeni" (market integrity) olarak bilinmektedir. Yasa koyucular ve finansal otoriteler, diğer misyonları yanında piyasa düzenini korumak ile görevlidirler. Türkiye'de yasa koyucu, 2012 sonunda 6362 sayılı yasa ile sermaye piyasasında piyasa düzenini korumak üzere yeni kurallar koymuştur. Yasa koyucu ayrıca, finansal otorite olan Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK) temel misyon olarak piyasa düzenini sağlama görevini vermiş ve bu görevi yerine getirebilmesi için SPK'nu düzenleme, gözetim ve denetim yapma yetkileri ile de donatmıştır.

Türkiye'de 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 2012 sonunda çıkıncaya kadar 1990'lı yıllardan kalma araçlarla piyasa düzenini sağlamaya ve korumaya çalışan SPK, yasa düzeyindeki yetkilerden sonra 2014 başında tebliğ formunda yeni hukuki araçlar elde etmiştir. Yeni hukuki araçlar, tanımlama ve kapsam bakımından dengeli bir tasarıma sahiptir. Ancak cezai yaptırımlar yeterince caydırıcı olmadığı gibi muadil AB direktifindeki cezalar ile de paralel değildir.

Yeni rejim, eskisinden farklı olarak piyasa düzenini sadece kanun normlarına dayalı cezai yaptırımlarla değil aynı zamanda idari para cezasına dayalı tebliğ kuralları ile kurmayı ve sürdürmeyi hedeflemektedir. Piyasa düzeni sağlamada idari para cezasına dayalı caydırma ve yaptırım, Türk sermaye piyasasında piyasa düzeni rejiminin tümüyle yeni unsurudur. Bu nedenle piyasa düzeni sağlamada SPK, çok önemli ve etkili araçlar kullanabilecektir. Bu yaklaşım, aynı zamanda AB düzenleme ve direktiflerine benzer bir yaklaşım olması nedeniyle AB'ye bu konuda uygunluk düzeyi de artmıştır.

Düzenleme olmayan bir ortamda, kuralsızlık ve güvensizlik ortaya çıkabileceğinden, düzenleme bir ihtiyaç olarak görülmekle birlikte bazı alanlarda aşırı ya da gereksiz düzenlemelerin etkilerinden bahsedilebilmektedir. Piyasa düzenini sağlamada etkili ve kaliteli düzenlemelere sahip olmak gerekli olmakla birlikte yeterli değildir. Literatürde önemli bir tartışma alanı bulan düzenlemelerin başarı şartları Türkiye bağlamında ele alındığında şu sonuçlar ortaya çıkmaktadır:

Bir düzenlemenin etkisi, daha önce düzenleme yapılan ülkedeki düzenleme kalitesine bağlıdır. Türkiye'de daha önce benzer düzenlemeler mevcut olduğundan, yeni ve daha etkili bir rejim, başarıyı artıracaktır.

Yeni düzenlemeler, piyasa düzenindeki sorunları yerinde tespit edebilecek ve caydırabilecek kadar iyi tasarlanmış olmalıdır. Öte yandan yeni düzenlemeler, piyasa aktörleri tarafından anlaşılabilir kadar tartışmadan uzak olmalıdır. Bu konuda, SPK başta olmak üzere, Borsa İstanbul ve özdüzenleyici kuruluşlarla birlikte bu alandaki akademisyenlerin daha fazla çalışma ortaya koymasına ihtiyaç vardır.

Yeni bir düzenlemenin piyasada gerçek etkisini göstermesi, düzenlemenin yürürlüğe girmesi ile olmayabilir. Gerçek etkinin ortaya çıkabilmesi için, en önemli şartlardan biri, düzenlemeye uyulup uyulmadığının otorite tarafından takip edilmesi ve takip sonrası, uygulamayı artırıcı uyarıların yapılmasıdır. Bu konuda SPK bünyesinde yetkin uzmanlardan oluşan ve ileri düzey teknoloji kullanan bir ekip bulunmakla birlikte, çalışmaların sonuçları zamanla ortaya çıkabilecektir.

Bir düzenlemenin etkili olabilmesi için otoritenin aykırılığı zamanında tespit edip gerekli yaptırımı uygulaması önemli bir gerekliliktir. Bu konudaki değerlendirmeler de zamanla gözden geçirilmeye açıktır.

Finansal otoritenin statüsü ve yaklaşımı, yeni piyasa rejiminin başarısının temel ve belirleyici unsurudur. Bu da, yeni rejimin tüm unsurları ile Ocak 2014 itibarıyla oluşmuş olması nedeniyle izlenmeye açık bir alandır.

Türk sermaye piyasasında piyasa düzenini korumak üzere yasa ve tebliğ araçları ile önemli düzenleme adımları atılmıştır. Yapılan düzenlemelerin geçmişten gelen birikimler ve tecrübeler çerçevesinde başarılı olması ve amacına ulaşması olasılığı yüksektir. Ancak yeni piyasa düzeni rejiminin başarılı olması, ağırlıklı olarak uygulamalara ve uygulayıcı otoritenin politikalarına bağlı olacaktır.

KAYNAKÇA

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, (2012, Aralık). Türkiye: Resmi Gazete.

Christensen, Hans B., HAIL, Luzi, & LEUZ, Christian (2014, Şubat), Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement. Mart 14, 2015 tarihinde www.ssrn.com:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1745105 adresinden alındı

Çetin, Nusret., TÖREMİŞ, H. Ebru, & CANTİMUR, Zeynep (2014), 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematik Analizi. Ankara: Yetkin Yayınları.

Directive 2003/6/EC (2003, 04 12), Mart 31, 2015 tarihinde ESMA: https://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_03_6.pdf adresinden alındı

Directive 2014/57/EU (2015, Haziran 12), Access to European Union Law: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0057&from=EN> adresinden alındı

Domowitz, Ian (2012, Haziran), Market Abuse and Surveillance. Mart 21, 2015 tarihinde Gov.uk: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/289053/12-1076-eia17-market-abuse-and-surveillance.pdf adresinden alındı

Ercan, Metin (2010, Eylül 01). SPK ve Manipülasyonla Mücadele, Radikal. Türkiye: Radikal.

IOSCO. (2003). Objectives and Principles of Securities Regulation, Mart 16, 2015 tarihinde www.iosco.org: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> adresinden alındı

Kabahatler Kanunu, (2005, 03 31). 5326. Ankara, Türkiye: Resmi Gazete. <http://www.cezabbb.adalet.gov.tr/mevzuat/5326.htm> adresinden alındı

Memiş, Tekin, & TURAN, Gökçen (2015). Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Noia, Carmine Di (2012, Mayıs), Reviewing the EU's Market Abuse Rules, ECMI Policy Brief, No.19. Mart 21, 2015 tarihinde Archive of European Integration: http://aei.pitt.edu/44223/1/ECMI_PB_No_19_MAD_Rules_updated_version_May_2012-1.pdf adresinden alındı

Sancak, Ethem (2014), Sermaye Piyasası Sözlüğü, Temel Düzey. İstanbul: Scala Yayıncılık.

Sermaye Piyasası Kurulu Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği, (1982, Nisan 28). Ankara, Türkiye: Resmi Gazete.

SPK. (2013, Aralık 12), Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ. Ankara, Türkiye: Resmi Gazete.

SPK. (2014, Ekim 10), İnsan Kaynakları Duyuruları. Nisan 06, 2015 tarihinde SPK: <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20141010&subid=1&ct=f&action=displayfile> adresinden alındı

SPK. (2014, Ocak 21), Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, VI-104.1. Ankara, Türkiye: Resmi Gazete.

SPK. (2014, Ocak 21), Piyasa Bozucu Eylemler Tebliğine İlişkin Basın Duyurusu. Nisan 06, 2015 tarihinde SPK: <http://www.spk.gov.tr/duyuru.aspx?menuid=1&yanmenuid=1> adresinden alındı

Veil, Ruediger & KOCH, Philipp (2012). Towards a Uniform European Capital Markets Law: Proposals of the Commission to Reform Market Abuse. Hamburg, Almanya: Bucerius Law School.

Yıldırım, Abdurrahman (2014, Haziran 23), Kısıtlı Bilgi Ve Tahminle Sermaye Piyasası Nasıl Gelişir?. Mart 20, 2015 tarihinde <http://scalakitapci.com>: <http://scalakitapci.com/makale/kisitli-bilgi-ve-tahminle-sermaye-piyasasi-nasil-gelisir.html> adresinden alındı

www.legalbank.net

[H] Hakem denetiminden geçmiştir.

[*] Bu makale Banka ve Finans Hukuku Dergisi 2015 yılı 16. sayısının 81 ila 110. sayfalarında yayınlanmıştır.

* Bu makale 07.12.2015 tarihinde Yayınevimize ulaşmış olup, 27.12.2015 tarihinde hakem onayından geçmiştir.

Yasal Çekince: Bu makalede yer verilen değerlendirme ve yorumlar, yazarların akademik çalışmaları kapsamındaki kişisel görüşleri olup hiçbir kurum ya da kuruluşu bağlayıcı değildir.

** Marmara Üniversitesi ve Galatasaray Üniversitesi, Öğretim Görevlisi, dresancak@gmail.com

*** İstanbul Medipol Üniversitesi, İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi Öğretim Üyesi, agundogdu@medipol.edu.tr

[1] 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 2012, Madde 106

[2] 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 2012, Madde 107

[3] Bu makalenin temel ve odak konusu, yeni piyasa düzeni rejiminin başarı koşulları olduğundan yeni hükümlerdeki değişikliklerin içerikleri, bu makalede ele alınmamaktadır.

[4] Daha önce 30.10.2009'da Bakanlar Kurulu'nun 26.04.1982 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği'nde yapılan değişikliklerle ilk defa "piyasa bozucu faaliyet" tabiri kullanılmış, ancak bu tabirin içeriği ancak 2012'de çıkan YSPKn'nun 104'üncü maddesi ile "piyasa bozucu eylem" olarak belirlenmiştir. SPK bünyesinde kurulan Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi (PGD), borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarında meydana gelen olağandışı fiyat ve miktar hareketleri ile piyasa bozucu faaliyetleri Kurul adına Sermaye Piyasası Kanunu ve bu Kanun uyarınca çıkarılmış yönetmelik, tebliğ ve diğer mevzuat uyarınca izlemek, incelemek ve denetlemek ile görevlidir (Sermaye Piyasası Kurulu Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği, 1982).

[5] MAD-2003, Ocak 2003'te AB tarafından çıkarılmış 2003/6/EC kodlu direktiftir. Bu direktif, bu makalede MAD-2003 olarak kısaltılmıştır. Bu direktiften sonra benzer adla ama içeriği farklı olan başka bir direktif ise 2014 yılında çıkarılmıştır. Bu direktif de MAD-2014 olarak kısaltılmıştır.

[6] Ethem Sancak, Sermaye Piyasası Sözlüğü, Temel Düzey. İstanbul: Scala Yayıncılık, 2014, s.297

[7] SPK, Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, VI-104.1, 2014

[8] İçsel bilgi, sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeleri, sürekli bilgi ise, içsel bilgi tanımı dışında kalan ve SPK'nun özel durumların açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri uyarınca açıklanması gerekli tüm bilgileri ifade eder (SPK, Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, VI-104.1, 2014).

[9] SPK, Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, VI-104.1, 2014

[10] Bilgi suistimali suçunun oluşabilmesinin şartlarından biri de, menfaat teminidir.

[11] Bir piyasada işlem olmasa bile, piyasaya iletilmiş ve sistemde bekleyen emirler piyasanın bir unsuru olarak kabul edilmelidir. Piyasa düzeni, bu emirlerin de etkisini kapsar ve kapsamalıdır.

[12] İngilizce "spoofing" olarak bilinen bu eylemin mahiyeti için bakınız Sancak (2014, s.446).

[13] SPK, Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, VI-104.1, 2014

[14] SPK, Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, VI-104.1, 2014

[15] SPK, Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, VI-104.1, 2014

[16] SPK, Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, VI-104.1, 2014

[17] 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 2012, Madde 104

[18] Ruediger Veil., Philipp Koch, Towards a Uniform European Capital Markets Law: Proposals of the Commission to Reform Market Abuse. Hamburg, Almanya: Bucerius Law School, 2012, s.24.

[19] Türkçe finans yazınında bu adlandırma bir yasa veya mevzuat ile yapılmamıştır. Ancak SANCAK (2014, s.142) çalışmasında bu uygulama için bu adlandırma benimsenmiştir.

[20] SPK, Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ, 2013, Madde 5.

[21] Tekin Memiş, Gökçen Turan, Sermaye Piyasası Hukuku, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2015, s.200

[22] DIRECTIVE 2003/6/EC (2003, 04 12). ESMA: https://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_03_6.pdf, (31.03.2015)

[23] DIRECTIVE 2014/57/EU, Access to European Union Law: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0057&from=EN>, (12.06.2015)

[24] Bakanlar Kurulu'nun 26.04.1982 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği'nde 30.10.2009'da yapılan değişikliğe göre Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarında meydana gelen olağandışı fiyat ve miktar hareketleri ile piyasa bozucu faaliyetleri Kurul adına Sermaye Piyasası Kanunu ve bu Kanun uyarınca çıkarılmış yönetmelik, tebliğ ve diğer mevzuat uyarınca izlemek, incelemek ve denetlemek ile görevlidir.

[25] SPK tarafından 2009 yılında kurulan Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi'nin kurucu başkanı olan yazar SANCAK, bu bölümde ve makalenin çeşitli bölümlerinde kişisel tecrübelerine yer vermiştir. Özel bir gizlilik şartı da taşımayan bu bilgiler, bu akademik çalışmada kaynaklar arasında yer almaktadır.

[26] Kabahat, suçtan farklı bir kavramdır. Kabahat deyiminden; kanunun, karşılığında idari yaptırım uygulanmasını öngördüğü haksızlık anlaşılır (KABAHATLER KANUNU, 2005).

[27] Bir görüşe göre, uluslararası literatürde piyasa bozucu eylemler ile bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçları kastedilmektedir. Bu görüş için bakınız ÇETİN, TÖREMİŞ, & CANTİMUR (2014, s.229). Esasında MAD-2003, piyasa düzenini bozabilecek eylemleri saymış ama bunlar için idari yaptırım ile caydırma standardı koymuş ancak cezai yaptırım konusunu üye ülkelerin kendi tercihlerine bırakmıştır. Piyasa düzenini bozan eylemlerin suç veya kabahat olması ise, Türk sermaye piyasası hukukunda farklı kavramlar oluşmasına yol açmıştır.

[28] Ceza hukuku tekniğine göre, önceki SPKn ve YSPKn ile tanımlanmış suçların oluştuğunu ileri sürebilmek için iki temel şart bulunmaktadır. Bunlardan biri suçun maddi unsurudur. Örneğin piyasa dolandırıcılığı suçunda (YSPKn, Madde 107), bir sermaye piyasası aracının arz ve talebinde yanıltıcı izlenim uyandıracak işlemler yapmak bu suçun maddi unsurları arasında yer almaktadır. Suçun oluşabilmesi için suçun manevi unsuru da olmalıdır. Manevi unsur "kasıt"tır. Bu suçta kasıt, genel kasıt olarak tanımlanan eylemin "bilerek ve isteyerek" gerçekleştirilmesi yanında özel bir kasıt olarak eylemde failin yanıltıcı izlenim uyandırma "amacı"dır. Genel kasıt ve özel kasıt mevcut değilse, söz gelimi, bir kişi sadece alım satımdaki kişisel yeteneklerini bir arkadaşına ispatlamak için arz ve talebi etkileyebilecek işlemler yapmış ise, bu tür eylemler suç olarak tanımlanmamaktadır. Bu tür eylemlerde suç ve kabahat ayrımı üzerine Bkz. MEMİŞ & TURAN (2015, s.202).

[29] Hakları ve kamu düzenini ihlal eden kasıtlı fiillerin cezai yaptırımlarla caydırılması yaygın bir uygulamadır. Ancak kasıt taşımamakla birlikte yine kamu düzenini bozan ve haklara zarar veren fiillerin de yaptırıma tabi tutulması beklenir. Böylece, fiillerin içeriğine ve kastın olup olmadığına göre hiyerarşik bir caydırma mekanizması kurulmalıydı. SPK, YSPKn'nun 104'üncü maddesine dayanarak çıkardığı PBE Tebliği ile yaptırımlara dair düzenlemelerde bu hiyerarşik yapıyı oluşturmak suretiyle önemli bir boşluğu doldurmuştur.

[30] Unutmamak gerekir ki piyasa suçlarında Türk ceza hukuku kuralları uygulanır. Bu kurallardan birine göre, bir kişinin işlediği bir fiilin suç olduğunu bilmemesi, cezayı ortadan kaldırmaz. Bilinçsiz piyasa aktörü ile bu temel kuralları bilmeyenler anlaşılmalıdır. Hatta daha bilinçsiz bazı aktörler, SPK gibi bir otoritenin piyasa işlemlerini yakından takip edip etmediği konusunda herhangi bir fikir sahibi olmayabilir. PBE Tebliği bağlamında verilecek herhangi bir idari para cezası, bu bilinçsizliklere karşı bilgilendirici ve etkili sinyallerdir. Bu sinyaller sadece muhatabına değil, SPK Bültenleri ile yayınlandığından çok sayıda piyasa aktörüne ulaşır.

[31] IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, 2003, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, (16.0.2015)

[32] Ruediger Veil, Philipp Koch, a.g.e., s.25.

[33] Carmine Di Noia, Reviewing the EU's Market Abuse Rules, ECMI Policy Brief, No.19. Archive of European Integration: 2012, http://aei.pitt.edu/44223/1/ECMI_PB_No_19_MAD_Rules_updated_version_May_2012-1.pdf, (21.03.2015), s.1.

[34] Tebliğ normu ile konulmuş kuralları güncellemek, kanun normu ile konulmuş kurallara göre SPK açısından daha kolaydır. Bu da etkin güncelleme imkanı verir. Kuralların güncellenmesi, finansal piyasaların dinamik yapısı için bir gerekliliktir.

[35] Bu bağlamda, piyasa gözetimi ve denetimi alanında görev yapanların, yüksek motivasyonda kalmaları ve sürekli piyasa uygulamalarını takip etmeleri beklenir.

[36] Bu duruma dair tespit SPK'ndaki çalışmalarımıza dayanmakla birlikte, dışarıdan bakıldığında bu durumu ifade eden şu yorum da yapılabilecektir: MAD-2003 düzenlemesi, 2003 yılında yapılmıştır. AB mevzuatına uyum öncelikli motivasyon olsaydı, bir yasa maddesi ile yasal yetki alınabilir, ardından bu konuda bir alt düzenleme yapılabilirdi. Nitekim sadece kaldıraçlı döviz işlemleri için bu uygulama yapılmıştır. Oysa, MAD-2003 düzenlemesine paralel düzenlemenin yasal altyapısı, SPK bünyesinde Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi (PGD) kurulduktan sonra, bu birimin önerisi ile yapılan çalışmalar ile ortaya konulmuştur. PGD'nin kuruluş yılı 2009, YSPKn'nun çıkış yılı da 2012'dir.

[37] SPK bünyesinde tebliğ normu gibi detayda yapılan düzenleme çalışmaları, PBE Tebliği düzenlemesine kadar denetim birimleri dışında yürütülüyordu. Örneğin, Pay Tebliği, ilgili daire olan Ortaklıklar Finansmanı Dairesi bünyesinde ele alınmakta ve taslak olarak hazırlanmaktadır. Ya da kolektif yatırım kuruluşlarına dair tebliğler ilgili daire olan Kurumsal Yatırımcılar Dairesi tarafından ele alınmakta ve taslak olarak hazırlanmaktadır. Bir tebliğ çalışması ilk defa bir denetim dairesi tarafından ele alınmış ve taslak olarak hazırlanmıştır. Bu durum, tek başına yeni bir uygulamadır. Bu durum aynı zamanda, Türk sermaye piyasasında denetim ve düzenleme ilişkisinde yeni bir köşe taşısıdır.

[38] Metin Ercan, SPK ve Manipülasyonla Mücadele. Radikal. Türkiye: Radikal, (01.09.2010)

[39] Hans B., Christensen; Luzi, Hail; Christian Leuz, *Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement*, 2014, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1745105, (14.03.2015)

[40] Hans B., Christensen; Luzi, Hail; Christian Leuz, a.g.e., s.37.

[41] Özdüzenleyici kuruluşlar, kendi faaliyetlerine uygun olarak alt kural koyma ve politika oluşturma yetkileri ve misyonları olan yardımcı finansal kuruluşlardır. Örneğin Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği bir özdüzenleyici kuruluştur. Yine Türkiye'de Borsa İstanbul bir özdüzenleyici kuruluştur. Türkiye'de özdüzenleyici kuruluşların yönetim yapıları, misyonlarını gerçekleştirmeye uygun ve etkin bir tasarıma sahip değildir.

[42] Türkiye'de çok okunan bir ekonomi ve finans yazarı, PBE düzenlemesini de ele aldığı bir yazısında, PBE düzenlemesi üzerine endişelerini ön plana çıkaran görüşler sergilemiştir. Bakınız YILDIRIM (2014). Öte yandan, SPK tarafından PBE Tebliği'ni kamuya tanıtan duyuruda, yeni düzenlemeye dair açıklamalar sınırlı tutulmuştur (SPK, Piyasa Bozucu Eylemler Tebliğine İlişkin Basın Duyurusu, 2014).

[43] Bu konuda SPK, 2009 yılında kurumsal iletişimden sorumlu ayrı bir hizmet dairesi kurmuş olmakla bu yönde adım atmıştır.

[44] Hans B., Christensen; Luzi, Hail; Christian Leuz, a.g.e., s.24.

[45] Ian Domowitz, *Market Abuse and Surveillance*, 2012, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/289053/12-1076-eia17-market-abuse-and-surveillance.pdf, (21.03.2015)

[46] İlgili SPK birimine iş yükü ile birebir orantılı personel istihdamı artışı sağlanıp sağlanmadığı kamuya açık bir bilgi olmamakla birlikte, SPK personel alımı ilanlarından, genellikle yılda iki defa personel alımı yapılmakta olduğu, alınan personelin de iş yükü değişimlerine göre ilgili dairelere dağıtıldığı anlaşılmaktadır. SPK, 2014 yılı içerisinde diğer unvanlardakiler dışında uzman yardımcılığı ve bilişim uzman yardımcılığı kadrolarına sırasıyla yirmi sekiz ve beş personel alımı yapmıştır (SPK, İnsan Kaynakları Duyuruları, 2014).



IP Adresiniz: 85.111.55.76